



Relatório de Inflação

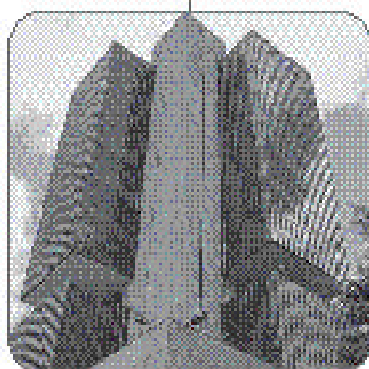
2007



Dezembro 2007
Volume 9 – Número 4

Relatório de Inflação

2007



Dezembro 2007
Volume 9 – Número 4

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 9	nº 4	dez.	2007	P. 1-161
-----------------------	----------	------	------	------	------	----------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto 3.088, de 21.6.1999.

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

Departamento Econômico (Depec)

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

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 9, nº 4.

Controle Geral de Publicações

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

Tiragem: 780 exemplares

Convenções Estatísticas

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

O hífen (-) entre anos (1970-75) 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 dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Atendimento ao Público

Endereço: Secre/Surel/Diate
Edifício-Sede – 2º subsolo
SBS – Quadra 3 – Zona Central
70074-900 Brasília – DF
DDG: 0800 992345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <http://www.bcb.gov.br>

Índice

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

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

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

1.1 Comércio varejista	12
1.2 Produção	16
Agropecuária	16
Lavoura	16
Pecuária	17
Produção industrial	17
1.3 Mercado de trabalho	25
Emprego	25
Rendimentos	26
1.4 Produto Interno Bruto	26
1.5 Investimentos	32
1.6 Conclusão	33

Preços	37
---------------	-----------

2.1 Índices gerais	35
2.2 Índices de preços ao consumidor	36
Índice de Preços ao Consumidor Amplo	36
2.3 Preços monitorados	37
2.4 Núcleo de inflação	37
2.5 Expectativas de mercado	38
2.6 Conclusão	39

Políticas creditícia, monetária e fiscal	41
---	-----------

3.1 Crédito	41
Operações de crédito com recursos direcionados	42
Operações de crédito com recursos livres	47
3.2 Agregados monetários	48
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	49
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	50
Mercado de capitais	51

Aplicações financeiras	55
3.3 Política fiscal	56
Necessidades de financiamento do setor público	56
Dívida mobiliária federal	59
Dívida Líquida do Setor Público	59
3.4 Conclusão	60

Economia internacional 63

4.1 Atividade econômica	64
4.2 Política monetária e inflação	65
4.3 Mercados financeiros internacionais	66
4.4 Comércio mundial	69
4.4.1 <i>Commodities</i>	69
4.4.2 Petróleo	70
4.5 Conclusão	70

Setor externo 73

5.1 Movimento de câmbio	74
5.2 Comércio de bens	74
5.3 Serviços e renda	78
5.4 Conta financeira	79
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	81
5.6 Conclusão	82

Perspectivas para a inflação 89

6.1 Determinantes da inflação	90
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	101
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	107

Boxes

Fatores Limitativos ao Aumento da Produção	19
Estimativa do PIB: 2007 e 2008	27
Contribuição dos Financiamentos do BNDES para a Evolução Recente dos Investimentos	44
Mercado de Capitais, Crédito e Crescimento Econômico	52
Projeções do Balanço de Pagamentos	84
Estimação do Hiato do Produto – Modelo de Componentes não Observados	112
Credibilidade do Sistema de Metas para a Inflação no Brasil	117
O Custo Unitário do Trabalho na Indústria	121

Anexo 127

Apêndice 155

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

Sumário executivo

A aceleração do crescimento econômico observada no terceiro trimestre esteve associada, fundamentalmente, ao desempenho da demanda interna, tendo em vista a redução no superávit comercial, que exerce função relevante para o equilíbrio entre a demanda e a oferta total de bens e serviços. A consistência do processo de crescimento da economia é reforçada pela trajetória dos investimentos, seja em termos de resultados recentes, seja em relação às intenções expressas em pesquisas de expectativas empresariais. A evolução do consumo das famílias persiste, favorecida pelas melhores condições de crédito, pelo crescimento da massa salarial real e por indicadores de confiança positivos, sobretudo, no que se refere à disposição de compras.

Em relação à oferta agregada, a produção agropecuária, em parte estimulada pelas condições climáticas favoráveis e pelos elevados preços internacionais das principais *commodities*, apresentou crescimento acentuado no terceiro trimestre. No mesmo sentido, o setor industrial e o de serviços continuaram a registrar resultados robustos.

O crescimento da atividade também se reflete nos desenvolvimentos positivos do mercado de trabalho, em termos qualitativos e quantitativos. De fato, ao mesmo tempo em que a contratação de trabalhadores no mercado formal segue em ritmo intenso nos diversos segmentos da economia, a taxa de desemprego segue tendência declinante e alguns setores se ressentem da falta de mão-de-obra qualificada.

As operações de crédito registram crescimento significativo e as expectativas apontam para a continuidade desse processo ao longo do próximo ano. Os desenvolvimentos favoráveis no mercado de crédito estão em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho, com o quadro de estabilidade macroeconômica e com avanços institucionais alcançados no passado recente. Essa avaliação encontra suporte, por exemplo, na redução das taxas de juros para empréstimos e no alongamento dos

prazos, o que favorece a sustentação do consumo das famílias e dos investimentos das empresas.

Além da procura crescente por crédito bancário, o setor empresarial vem aumentando sua inserção no mercado de capitais, uma tendência que se verifica desde 2006. Nesse sentido, a capitalização das empresas a partir da emissão de ações e de debêntures permanece expressiva. Além disso, ganha destaque a utilização de novos mecanismos, como fundos de investimento em participações e fundos de investimento em direitos creditórios. Essa diversidade de fontes de financiamento para a atividade produtiva contribui para a manutenção do ritmo forte dos investimentos, fundamental para que não se aprofunde o descompasso entre demanda e oferta agregada.

O superávit primário acumulado nos dez primeiros meses de 2007 assegura o cumprimento das metas fiscais estabelecidas para o ano. Esse resultado refletiu tanto a evolução favorável das contas da Previdência Social, quanto o crescimento do superávit dos governos regionais, particularmente dos estados. A redução no déficit da Previdência refletiu o desempenho das receitas, favorecido pelas melhores condições do mercado de trabalho, enquanto a melhora nos superávits dos estados combina crescimento das receitas e maior controle de despesas primárias. Adicionalmente, a redução da taxa básica de juros segue contribuindo para que a relação Dívida Líquida do Setor Público sobre Produto Interno Bruto (DLSP/PIB) mantenha-se em trajetória declinante. Conquanto a rejeição da proposta de prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) a partir de 2008 tenha elevado o grau de incerteza associado às perspectivas para a política fiscal, a tendência declinante da razão DLSP/PIB deve ser mantida.

As contas externas do país seguem sólidas, permitindo o expressivo crescimento das reservas internacionais e a melhora significativa dos indicadores de sustentabilidade externa. Resultados na margem e as perspectivas para os próximos períodos delineiam, no entanto, o início do processo de reversão dos superávits em transações correntes. Nesse sentido, as perspectivas são de redução no superávit, para US\$2,4 bilhões, em 2007, e registro de déficit, de US\$3,5 bilhões, em 2008. Esses desenvolvimentos refletem em parte o aumento nas remessas líquidas de lucros e dividendos, consequência da maior lucratividade das empresas no país e do aumento do estoque dos investimentos estrangeiros diretos. Em sentido contrário, cabe destacar a redução dos pagamentos líquidos de juros, em função do

aumento da receita associada à remuneração das reservas internacionais, que aumentaram, e da redução das despesas associadas ao custo da dívida externa, que diminuiu. Nesse contexto, cabe lembrar que o saldo médio em transações correntes nos últimos vinte anos, quando a economia atravessou conjunturas internacionais bastante diversas, foi deficitário em US\$7 bilhões, ou 1% do PIB.

Os superávits comerciais acumulados em doze meses, embora permaneçam no patamar de US\$40 bilhões, apresentam trajetória de moderação quando comparados com resultados de períodos correspondentes do ano anterior. Essa retração, observada em cenário de elevação da corrente de comércio e de maior desconcentração das exportações, seja em termos de número de parceiros comerciais ou de produtos, reflete, com maior intensidade, o aumento das importações associado ao maior dinamismo da atividade econômica, o que tem contribuído decisivamente para o equilíbrio entre demanda e oferta global de bens. Por sua vez, a conta financeira foi pouco afetada pela volatilidade recente nos mercados financeiros internacionais. A rigor, houve elevação no superávit em relação ao ano anterior, reflexo de ingressos líquidos recordes tanto de investimentos diretos quanto de investimentos em carteira.

O cenário marcadamente benigno para os preços ao consumidor, que se materializou com intensidade no ano passado, arrefeceu em 2007. Esses desenvolvimentos, ao menos em parte, não constituem surpresa, conforme registrado em Relatórios anteriores, que antecipavam que a inflação acumulada de doze meses iria se acelerar ao longo deste ano. Após atingir o patamar mais elevado do ano em agosto, a inflação mensal medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) arrefeceu em setembro, tornando a acelerar de outubro em diante. Ao contrário do ocorrido em anos anteriores, em 2007 os preços livres têm subido mais do que os preços administrados e monitorados por contrato, com os últimos decisivamente mitigando a aceleração do IPCA. No conjunto dos preços livres, a inflação associada aos bens não-comercializáveis situa-se bem acima da associada aos bens comercializáveis, os quais, no entanto, vem se acelerando a despeito da apreciação cambial verificada em 2007.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,30% em 2007, patamar 0,3 p.p. superior ao projetado no Relatório de setembro, mas ainda abaixo do valor central de 4,50% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A inflação acumulada em doze meses atinge o valor mínimo no primeiro trimestre de 2008,

acelera e atinge 4,30% no último trimestre, nível 0,1 p.p. acima do projetado no último Relatório, mas ainda abaixo do valor central de 4,50%. Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 4,30% no primeiro trimestre e termina o ano em 4,20%, também abaixo do valor central de 4,50% para a meta.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação de 2007 é igual à do cenário de referência (4,30%), 0,4 p.p. maior do que a constante do último Relatório. As projeções para 2008 também se encontram no patamar de 4,30%, mesmo valor projetado em setembro. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção de inflação acumulada em doze meses apresenta elevação ao longo de 2009, encerrando o ano em 4,70%.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2007 é de 5,2%, 0,5 p.p. acima do projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, em função do maior ritmo de crescimento verificado no terceiro trimestre, e, para 2008, a previsão de crescimento é de 4,5%.

A manutenção do dinamismo generalizado da atividade econômica, em ambiente de estabilidade de preços, ratifica as perspectivas de consolidação do cenário de crescimento sustentado delineadas nos últimos “Relatórios de Inflação”.

A aceleração do crescimento do PIB observada no terceiro trimestre esteve associada, fundamentalmente, ao desempenho da demanda interna, tendo em vista a redução nos superávits da balança comercial, que exerce função relevante para o equilíbrio entre a demanda e a oferta de bens e serviços. A consistência do processo de crescimento da economia é reforçada pela trajetória dos investimentos, seja em termos de resultados recentes, seja em relação às intenções expressas em pesquisas de expectativas empresariais. A evolução do consumo das famílias persiste favorecida pelas melhores condições de crédito, pelo crescimento da massa salarial real e por indicadores de confiança positivos, sobretudo, no que se refere à disposição de compras.

Em relação às condições da oferta, a produção agropecuária, estimulada pelas condições climáticas favoráveis e pelos elevados preços internacionais das principais *commodities*, apresentou crescimento acentuado no terceiro trimestre. No mesmo sentido, os segmentos industrial e de serviços continuam registrando resultados robustos.

O crescimento da atividade permanece impactando positivamente, em termos qualitativos e quantitativos, o mercado de trabalho. Nesse sentido, enquanto a contratação de trabalhadores no mercado formal segue em ritmo intenso e generalizado nos distintos segmentos da economia, a taxa de desemprego situa-se em patamar historicamente baixo e ocorrem indicativos de falta de mão-de-obra qualificada em vários segmentos da economia.

1.1 Comércio varejista

Gráfico 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo – Total

Dados dessazonalizados
2003 = 100

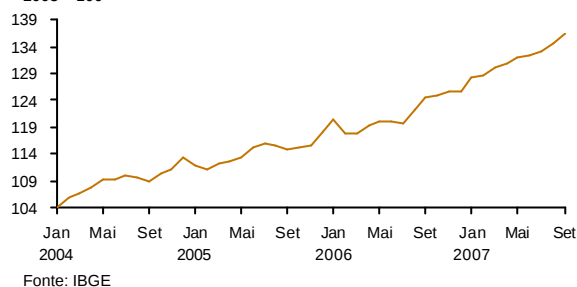


Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados
2003 = 100

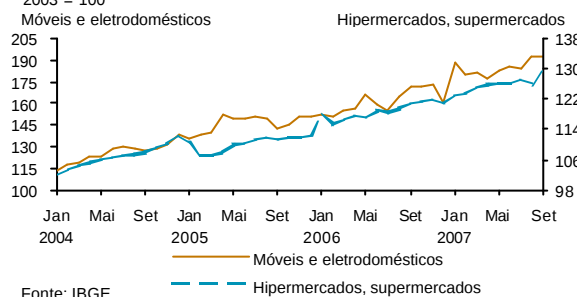


Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo

Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Jun	Jul	Ago	Set
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,2	0,6	1,1	1,4
Combustíveis e lubrificantes	0,0	-0,7	1,5	-0,4
Hiper, supermercados	0,2	0,7	-0,9	3,0
Tecidos, vestuário e calçados	-0,4	-3,6	4,2	-2,1
Móveis e eletrodomésticos	1,2	-1,1	5,0	0,1
Automóveis e motocicletas	1,3	1,2	4,6	-1,1
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	2,1	1,9	1,7	2,2
Combustíveis e lubrificantes	-1,6	-2,0	-1,0	-0,1
Hiper, supermercados	1,7	1,3	0,6	1,3
Tecidos, vestuário e calçados	3,5	5,4	2,6	0,5
Móveis e eletrodomésticos	-0,9	2,3	3,5	4,2
Automóveis e motocicletas	7,2	4,2	4,8	5,1
No ano				
Comércio varejista	9,8	9,7	9,8	9,6
Combustíveis e lubrificantes	5,4	5,3	5,2	5,0
Hiper, supermercados	7,0	6,7	6,6	6,6
Tecidos, vestuário e calçados	10,0	10,1	10,5	10,1
Móveis e eletrodomésticos	16,4	16,7	16,8	16,3
Comércio varejista ampliado	13,6	13,6	13,8	13,6
Materiais de construção	9,7	9,5	9,6	9,6
Automóveis e motocicletas	23,0	22,9	23,4	22,9

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

As vendas do comércio varejista mantiveram, ao longo do terceiro e início do quarto trimestre de 2007, a tendência de crescimento vigoroso iniciada no segundo semestre de 2006, com ênfase para o dinamismo das vendas de bens duráveis e semiduráveis, cujo desempenho está associado, mais intensamente, às condições favoráveis do mercado de crédito – expressas na redução gradual das taxas de juros, e no alongamento de prazos dos financiamentos, em cenário de inadimplência estável.

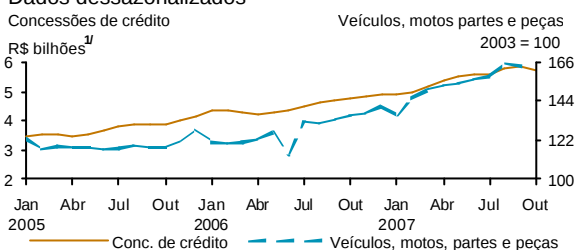
A evolução do comércio varejista refletiu, ainda, a elevação da renda disponível e a manutenção da confiança dos consumidores em patamar elevado, ambiente virtuoso que deverá se traduzir, ao final do ano, em taxas de crescimento recordes das vendas do segmento. Essa perspectiva é consistente com o crescimento dessas vendas nos nove primeiros meses do ano, que, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), atingiu 9,6% em relação ao período correspondente de 2006.

Segundo a PMC, o volume de vendas no varejo aumentou 2,2% no trimestre encerrado em setembro de 2007, em relação ao período abril a junho, considerados dados dessazonalizados, representando o vigésimo segundo crescimento consecutivo, nessa base de comparação. Registraram-se, no período, aumentos nas vendas de todos os segmentos varejistas, à exceção do recuo de 0,1% em combustíveis e lubrificantes, com destaque para móveis e eletrodomésticos, 4,2%, e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo 1,3%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não faz parte do índice geral, cresceram 5,1%, no trimestre.

As vendas do comércio varejista ampliado, indicador que incorpora os segmentos materiais de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, cresceram 13,5% no trimestre encerrado em setembro de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior. O desempenho mais robusto das vendas do comércio ampliado, tendência iniciada no segundo semestre de 2006, evidencia a importância das melhores condições de crédito para o dinamismo dos segmentos materiais de construção e automóveis.

Ratificando essa trajetória, as vendas de materiais de construção cresceram 9,4% no trimestre encerrado em setembro de 2007, em relação ao mesmo trimestre do ano

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo e concessões de crédito
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

1/ Operações de crédito a pessoa física com recursos livres, para aquisição de veículos, a preços de julho de 2007.

anterior. Embora as vendas desse segmento apresentem taxas de crescimento decrescentes pelo terceiro mês consecutivo, deverão experimentar, segundo a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (Abramat), expansão anual recorde.

Consideradas por Unidades da Federação, as vendas varejistas acumuladas nos nove primeiros meses do ano apresentaram crescimento generalizado, em relação ao mesmo período de 2006, atingindo 25,9% em Alagoas; 14,8% no Maranhão; 14% no Mato Grosso do Sul; 12,3% no Ceará; e 12,1% em São Paulo. Na mesma base de comparação, as vendas no varejo cresceram 11,1% no Nordeste, 10,4% no Sudeste, 10% no Centro-Oeste, 9,4% no Norte e 7,8% no Sul.

No conceito ampliado, as vendas regionais seguiram o padrão do comércio restrito, superando, em todas as regiões, as taxas registradas naquele conceito. O crescimento mais acentuado ocorreu no Norte, 23,7%, seguindo-se as regiões Centro-Oeste, 16,4%; Nordeste, 14,8%; Sudeste, 13,1%; e Sul, 12,7%.

A análise na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos trimestres encerrados em setembro e em junho, revela elevações mais acentuadas nas vendas varejistas no Rio Grande do Norte, 4,6%; Pernambuco, 3,7%; Paraíba, 3%; Goiás, 2,6% e Bahia, 2,5%, e reduções apenas em Rondônia, 6,5%, Roraima, 5,1%, Pará, 1,1% e Distrito Federal, 0,2%.

Tabela 1.2 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Setembro de 2007

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	11,2	9,6	1,5
Combustíveis e lubrificantes	1,5	5,0	-3,3
Hiper, supermercados	12,0	6,6	5,1
Tecidos, vestuário e calçados	14,4	10,1	3,9
Móveis e eletrodomésticos	12,2	16,3	-3,5
Comércio varejista ampliado	14,4	13,6	0,7
Automóveis e motocicletas	21,1	22,9	-1,5
Material de construção	13,2	9,6	3,3

Fonte: IBGE

A receita nominal do comércio varejista acumulada nos primeiros nove meses de 2007 aumentou 11,2%, em relação ao mesmo período do ano anterior, registrando-se crescimentos de 9,6% no volume de vendas e de 1,5% nos preços. À exceção de combustíveis e lubrificantes, todos os segmentos apresentaram taxas de crescimento da receita nominal superiores à inflação de 3,4% registrada pelo IPCA, no período, com ênfase para o dinamismo dos segmentos veículos, motos, partes e peças, 21,1%; tecidos, vestuário e calçados, 14,4%; e material de construção, 13,2%.

A robustez das vendas de veículos, registrada na PMC, vem sendo ratificada pelos resultados de outras pesquisas destinadas a avaliar o comportamento desse segmento. De acordo com a Federação Nacional de Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas de veículos pelas concessionárias cresceram 4,5% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao trimestre encerrado em agosto, considerados dados

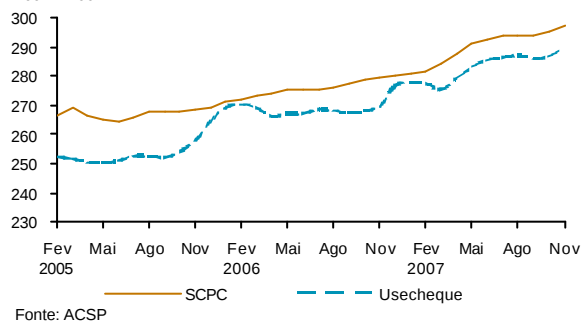
dessazonalizados. No ano, até novembro, foram vendidos 2.116.788 autoveículos (automóveis, comerciais leves, ônibus e caminhões), com altas de 28,8% em relação ao mesmo período de 2006 e de 14,8% em relação ao total das vendas em todo o ano de 1997, até então recorde histórico da série iniciada em janeiro de 1990.

Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), as vendas de autoveículos nacionais no mercado interno totalizaram 2.034.610 unidades nos onze primeiros meses de 2007, crescendo 24,8% em relação ao período correspondente do ano anterior e 13,9% comparativamente às vendas de todo o ano de 2006. Assinale-se que as estatísticas da Fenabrave incluem veículos importados, o que não ocorre nas elaboradas pela Anfavea. No ano, até novembro, a participação de autoveículos importados no total licenciado atingiu 10,6%, ante 6,9% no mesmo período de 2006.

Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral

1992 = 100



Indicadores do comércio do estado de São Paulo confirmam a tendência de crescimento verificada nos demais indicadores do comércio varejista. O número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), indicador de compras a prazo, divulgado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP) cresceu 1,4% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao período junho a agosto, constituindo-se no vigésimo aumento consecutivo nessa base de comparação. As consultas ao Usecheque, indicador de compras à vista, aumentou 0,8% no período, vigésimo crescimento consecutivo nesse tipo de análise.

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	%					
	2007					Ano ^{1/}
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	
Cheques devolvidos ^{2/}						
Brasil	6,1	6,0	5,9	6,1	...	6,3
Norte	9,3	9,4	9,4	9,7	...	9,6
Nordeste	9,2	9,2	8,8	9,3	...	9,3
Sudeste	5,5	5,3	5,2	5,4	...	5,7
Centro-Oeste	6,9	6,7	6,7	7,0	...	7,1
Sul	5,6	5,6	5,6	5,6	...	5,9
SCPC (SP) ^{3/}	4,5	5,8	5,2	6,1	5,5	6,1

Fonte: Banco Central do Brasil e ACSP

1/ Média no ano.

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

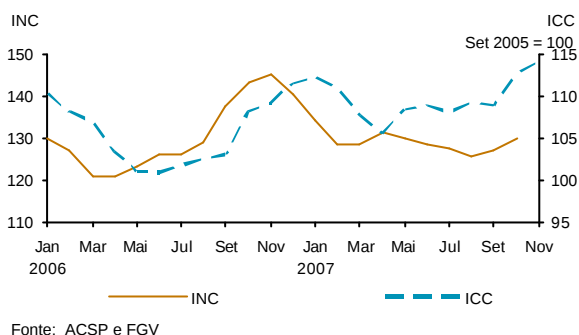
3/ [Novos registros (-) registros cancelados]/[consultas realizadas (t-3)].

Os indicadores de inadimplência seguem em patamar compatível com a aceleração apresentada pelas vendas varejistas. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,1% em outubro, ante 5,9% em setembro e 6,2% em outubro do ano anterior. Por região, as maiores taxas continuam ocorrendo no Norte e no Nordeste, resultado consistente com o dinamismo das vendas nestas regiões.

Segundo o padrão dos indicadores nacionais, a taxa líquida de inadimplência mensurada pela ACSP atingiu 6,1% nos primeiros onze meses de 2007, ante 5,9% no mesmo período de 2006.

As pesquisas destinadas à avaliação das expectativas dos consumidores, de âmbito nacional, mostraram, no início do quarto trimestre de 2007, aumentos nos índices de confiança. O Índice Nacional de Confiança

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

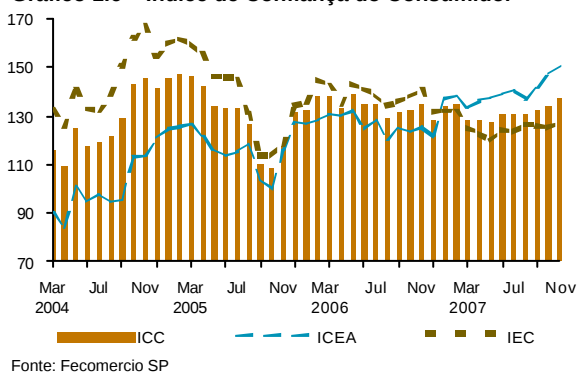


(INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs (Ipsos)* para a ACSP, atingiu 130 pontos em outubro, com aumento de 2% em relação ao mês anterior. Essa evolução traduziu melhora acentuada nas expectativas de consumo tanto para grandes compras (carro ou casa), quanto para compras médias (geladeira ou fogão), assim como a trajetória favorável dos componentes capacidade de investir no futuro e perspectivas de segurança no emprego. O INC registrou aumentos em todas regiões, excetuando-se a região Sul, onde o recuo de 1,1% seguiu-se a aumentos mensais de 14,7% e 23,6%, respectivamente, em setembro e agosto.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), cresceu 1,3% em novembro de 2007, em relação ao mês anterior, atingindo o maior valor de toda a série histórica mensal, iniciada em setembro de 2005. O componente avaliação da situação presente apresentou elevação de 4,3%, registrando-se aumentos de 9,9% no segmento situação atual da economia local e de 0,4% naquele que avalia a situação financeira atual da família. O componente expectativas para os próximos meses recuou 0,2%, registrando-se reduções nos itens expectativa da situação da economia local para os próximos seis meses, 0,7; e expectativa da situação financeira das famílias, 3,2%; e aumento de 4,8% no item intenção de compras de bens duráveis.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, construído a partir de pesquisa realizada entre os dias 13 a 18 de setembro de 2007, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 1,2% em setembro, em relação a junho, e 5,2% comparativamente ao mesmo mês de 2006, mas manteve-se em patamar superior à média relativa a meses de setembro. O resultado trimestral traduziu reduções na maior parte dos componentes do indicador, com ênfase para o recuo de 7,8% na avaliação das expectativas de inflação. Esse movimento significa maior pessimismo em relação à inflação nos próximos meses, resultado que deve ter sido influenciado pela alta dos preços dos alimentos no trimestre de junho a agosto, que acumulou alta de 3,8% no grupo Alimentação e Bebidas do IPCA. Pela pesquisa, 55% dos entrevistados acreditam em alta da inflação, o maior percentual desde março de 1995.

Gráfico 1.6 – Índice de Confiança do Consumidor



O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito à região metropolitana de São Paulo, aumentou 3% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao trimestre finalizado em agosto. Registraram-se elevações nos dois componentes

do indicador, atingindo 1% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, e de 5,6% no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea).

1.2 Produção

Agropecuária

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, elaboradas pelo IBGE, a produção do setor agropecuário aumentou 9,2% no terceiro trimestre de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, acumulando crescimento de 4,3% no ano. Esses resultados refletem o desempenho favorável das lavouras de algodão herbáceo, milho, soja, cana-de-açúcar e trigo, assim como a manutenção do dinamismo da pecuária.

Lavoura

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE em novembro, a produção de grãos alcançou o valor recorde de 133,2 milhões de toneladas. O crescimento anual de 13,8% traduziu aumento de 13,9% na produtividade média.

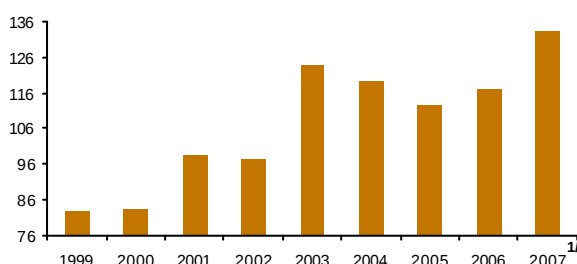
A produção de milho totalizou 51,6 milhões de toneladas. O aumento de 21% em relação à safra anterior decorreu de elevações de 9,7% na área cultivada e de 10,3% no rendimento médio.

A safra de trigo totalizou 4 milhões de toneladas. O aumento de 61,1% em relação ao ano anterior evidenciou elevações de 16,7% na área plantada e de 38% na produtividade média, desempenho consistente com a trajetória dos preços internacionais do produto.

As produções de feijão e de arroz atingiram, na ordem, 3,3 milhões e 11,1 milhões de toneladas, recuando 3,1% e 3,7%, respectivamente, em relação a 2006. O desempenho da cultura de feijão refletiu recuos de 2,7% na área plantada e de 0,5% na produtividade, enquanto o desempenho da safra de arroz esteve associada a reduções respectivas de 2,5% e de 1,3%.

A produção de cana-de-açúcar atingiu 514,1 milhões de toneladas, com expansão anual de 12,9%. A área cultivada elevou-se 9,1% e o rendimento médio, 3,5%.

Gráfico 1.7 – Produção de grãos
Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Produção		Variação % 2007/2006
	2006	2007 ^{1/}	
Produção de grãos	116 993	133 153	13,8
Caroço de algodão	1 816	2 428	33,7
Arroz (em casca)	11 505	11 080	-3,7
Feijão	3 437	3 330	-3,1
Milho	42 632	51 590	21,0
Soja	52 356	58 197	11,2
Trigo	2 482	3 998	61,1
Outros	2 765	2 529	-8,5

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

O segundo prognóstico para a safra de 2008, realizado pelo IBGE com colaboração da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), apontou 137,3 milhões de toneladas. O crescimento de 3,1% em relação a 2007 considera elevação de 2,9% na área a ser colhida, assim como desempenhos mais favoráveis das culturas de arroz, caroço de algodão herbáceo e milho de primeira safra, e o atraso no cultivo de algumas culturas, devido à ocorrência de estiagem.

Pecuária

Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	2006	Variação % acumulada no ano					
		2007					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
Bovinos	8,5	16,3	16,0	13,7	13,3	11,3	7,8
Suínos	6,6	14,2	12,2	11,4	13,0	11,2	9,8
Aves	3,8	2,3	0,7	0,4	4,1	6,8	7,9

Fonte: IBGE

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, em setembro de 2007, a produção de bovinos alcançou 3,5 milhões de toneladas no primeiro semestre do ano, com crescimento de 7,8% em relação ao mesmo período de 2006. Considerada a mesma base de comparação, as produções de aves e de suínos atingiram 4,3 milhões e 1,2 milhão de toneladas, apresentando aumentos de 7,9% e 9,8%, respectivamente.

As exportações de carne bovina totalizaram 2,6 milhões de toneladas nos nove primeiros meses de 2007, aumentando 17,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. As exportações de carnes de aves e de suínos cresceram, na ordem, 44,4% e 16,6% no período, situando-se em 3 milhões e em 808,2 mil toneladas.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Jul	Ago	Set	Out
Indústria geral				
No mês ^{1/}	-0,2	1,3	-0,6	2,8
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	2,7	2,5	1,8	2,2
Mesmo mês do ano anterior	7,0	6,6	5,4	10,3
Acumulado no ano	5,1	5,3	5,3	5,9
Acumulado em 12 meses	4,2	4,5	4,8	5,3
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	-0,5	1,5	-0,3	2,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	2,7	2,5	1,8	2,3
Mesmo mês do ano anterior	7,0	6,6	5,5	10,6
Acumulado no ano	5,1	5,3	5,3	5,9
Acumulado em 12 meses	4,1	4,4	4,7	5,2
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	0,7	0,4	-0,8	0,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,7	1,1	1,0	0,7
Mesmo mês do ano anterior	7,1	6,8	4,0	4,2
Acumulado no ano	5,9	6,0	5,8	5,6
Acumulado em 12 meses	6,1	6,2	6,1	6,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

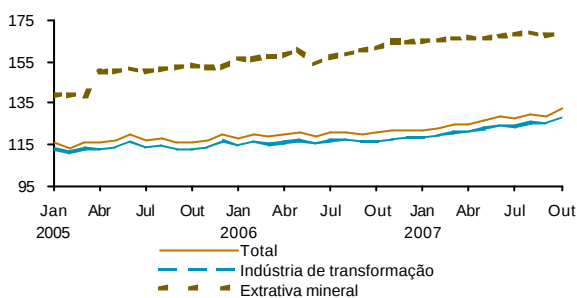
Produção industrial

A expansão da atividade industrial, expressa no maior dinamismo da produção e do mercado de trabalho, tem ocorrido de forma generalizada, tanto em termos setoriais quanto regionais. O elevado patamar da produção de bens de capital e a evolução do nível de confiança dos empresários industriais, em ambiente de expectativas favoráveis em relação aos níveis de emprego e do produto, indicam a continuidade do processo de expansão industrial nos próximos meses.

De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, a média do índice de produção física da indústria apresentou crescimento de 2,2% no trimestre terminado em outubro, em relação ao trimestre finalizado em julho, resultante de expansões de 2,3% na indústria de transformação e de 0,7% na extrativa, considerados dados dessazonalizados. A produção física da

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados
2000 = 100



indústria acumulada no ano, até outubro, aumentou 5,9% em relação ao mesmo período do ano anterior.

Dentre as 27 atividades industriais pesquisadas pelo IBGE, 18 apresentaram elevação da produção no trimestre, com destaque para material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, 9,2%; equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 6,4%; veículos automotores, 6,9%; e máquinas para escritório e equipamentos de informática, 10,4%. Em sentido oposto, registraram-se recuos mais acentuados no produto das atividades fumo, 3%; celulose, papel e produtos de papel, 2,2%; e farmacêutica, 5,8%.

As atividades que apresentaram aumentos de produção mais expressivos nos dez primeiros meses do ano, relativamente a igual período de 2006, foram máquinas e equipamentos, 17,6%; outros equipamentos de transporte, 17,5%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 16,1%; e veículos automotores, 14,3%. As reduções mais acentuadas ocorreram nos segmentos fumo, 8,2%; material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, 3,8%; madeira, 2,2% e calçados e artigos de couro, 1,9%.

Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}				
Produção industrial	-0,2	1,3	-0,6	2,8
Bens de capital	-1,0	3,7	0,9	1,8
Bens intermediários	0,0	1,0	-1,6	2,7
Bens de consumo	-0,7	1,2	-0,1	1,5
Duráveis	1,1	2,7	-0,2	1,4
Semi e não duráveis	-3,0	0,8	-0,5	1,3
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	2,7	2,5	1,8	2,2
Bens de capital	5,4	5,0	4,2	4,6
Bens intermediários	1,7	1,6	1,0	1,0
Bens de consumo	2,8	2,5	1,5	1,6
Duráveis	3,8	5,1	5,2	4,7
Semi e não duráveis	2,7	2,1	-0,5	-0,2
No ano				
Produção industrial	5,1	5,3	5,3	5,9
Bens de capital	17,0	17,5	17,9	18,8
Bens intermediários	4,3	4,3	4,2	4,7
Bens de consumo	3,7	4,1	4,1	4,6
Duráveis	5,9	6,9	7,6	8,7
Semi e não duráveis	3,0	3,2	3,1	3,4

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

Considerada a mesma base de comparação, apenas a produção física da indústria do Ceará apresentou estabilidade. Os estados nos quais a atividade industrial mostrou maior dinamismo foram Minas Gerais, com expansão de 8,6%, seguindo-se Rio Grande do Sul, 7,9%; Paraná, 7,6%; Espírito Santo, 6,1%; e São Paulo, 5,8%.

O exame da produção industrial segmentada por categorias de uso, no trimestre terminado em outubro, em relação ao período maio a julho, revelou crescimentos nas produções de bens de consumo duráveis, 4,7%; bens de capital, 4,6%; e bens intermediários, 1%; e redução de 0,2% na relativa a bens de consumo semiduráveis e não duráveis, considerados dados dessazonalizados. Adicionalmente, a produção de bens de capital aumentou 22,7% entre os trimestres terminados em outubro de 2007 e do ano anterior, enquanto nas categorias de bens de consumo duráveis, bens intermediários e bens de consumo semiduráveis e não duráveis as taxas de crescimento atingiram 14,8%, 5,5% e 4,1%, respectivamente. A produção de insumos típicos da construção civil cresceu 6,7%, nessa base de comparação.

A análise da produção de bens de capital por destinação indica relativa redução no dinamismo de segmentos produtores de bens destinados à indústria, com

Fatores Limitativos ao Aumento da Produção

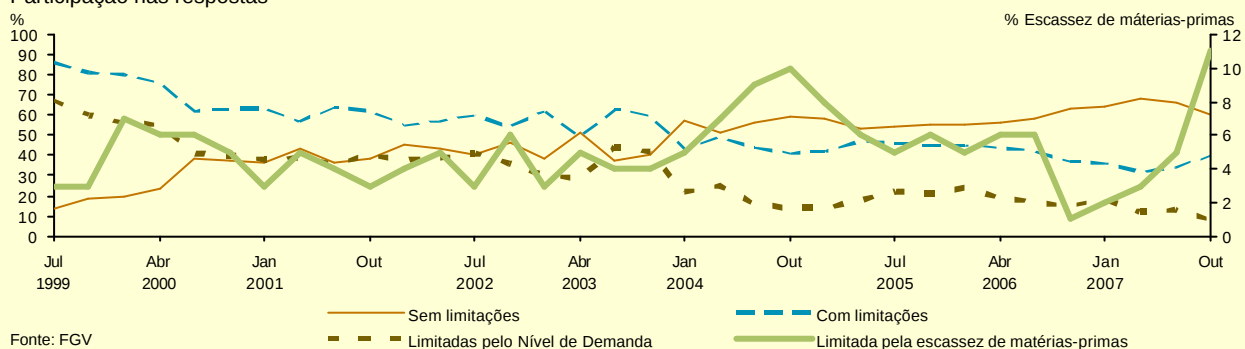
O ciclo de crescimento da economia brasileira, iniciado a partir da segunda metade de 2003, segue sustentado pelo dinamismo da demanda interna. Nesse ambiente, observa-se uma alternância da importância dos fatores limitativos à continuidade da trajetória expansionista da economia, tendo em vista que em episódios recentes as restrições associavam-se, fundamentalmente, a determinantes da renda disponível, como a evolução das condições dos mercados de trabalho e de crédito e o nível da carga tributária. Assim, as principais restrições ao prosseguimento do atual ciclo de crescimento concentram-se em fatores condicionantes da oferta, em especial em relação à disponibilidade de matéria-prima e de mão-de-obra qualificada e ao nível de utilização da capacidade instalada na indústria.

Essa modificação pode ser investigada a partir do exame dos Índices Trimestrais de Fatores Limitativos ao Aumento da Produção (IFL), da Sondagem Conjuntural da Indústria da Transformação (SCIT) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), gerados a partir de respostas qualitativas de empresários industriais. Essa sondagem compreende uma questão inicial a respeito da ocorrência ou não de limitação ao aumento da produção e, em caso afirmativo, a escolha, como fator preponderante à limitação, de uma das 6 opções a seguir: Escassez de Capital de Giro, Escassez de Matérias-Primas e/ou Componentes, Nível de Demanda ou Outros Fatores Limitativos. Ressalte-se que as opções Taxa de Juros e Carga Tributária Elevada foram introduzidas nas sondagens relativas a abril de 2001 e a outubro de 2003, respectivamente, em resposta à representatividade de tais opções na opção Outros Fatores Limitativos. Adicionalmente, embora a série histórica dos IFL se inicie em abril de 1978, foi

interrompida entre abril de 1995 e o início de 1999, razão determinante para que o período considerado nesse boxe se inicie em janeiro de 1999.

O exame do Gráfico 1 evidencia que, entre janeiro de 1999 e outubro de 2007, a proporção das empresas que visualizava limitações ao aumento da respectiva produção sofreu redução acentuada, de 47 pontos percentuais (p.p.). Esse recuo ocorreu em 3 etapas distintas: entre julho de 1999 e de 2000, a parcela das empresas que considerava a existência de limitações à sua expansão se reduziu de 86% para 62%, registrando-se reduções adicionais de 62% para 43%, entre os meses de janeiro de 2003 e de 2004, e de 44% para 32%, entre abril de 2006 e de 2007. Essa trajetória esteve associada ao comportamento do fator limitativo Nível de Demanda, indicado por 60% das empresas, em média, como o principal fator restritivo ao seu desempenho.

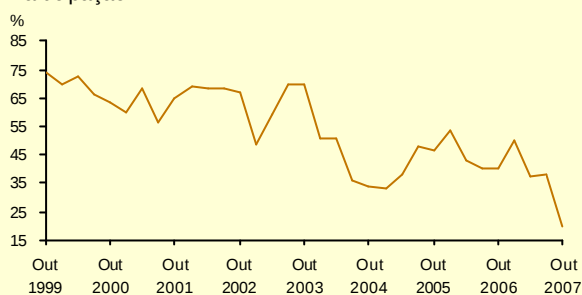
Gráfico 1 – Fatores limitativos ao aumento da produção
Participação nas respostas



Ressalte-se que embora a proporção das empresas com limitações à ampliação da produção aumentasse, na margem, 8 p.p. entre abril e outubro de 2007, para 40%, mantém-se 15 p.p. abaixo da média relativa aos 36 trimestres analisados. A análise na margem fortalece, ainda, a hipótese de que o dinamismo da demanda, refletindo essencialmente o aumento da demanda interna, tem sido fundamental para a sustentação do ciclo de expansão econômica, na medida em que o fator limitativo Nível de Demanda, em trajetória inversa à das empresas com limitação ao aumento da produção, recuou 4 p.p. nos dois últimos trimestres de 2007, passando a ser considerado como principal restrição para apenas 20% das empresas desse universo.

Gráfico 2 – Participação do nível de demanda no total de empresas com limitações

Participação



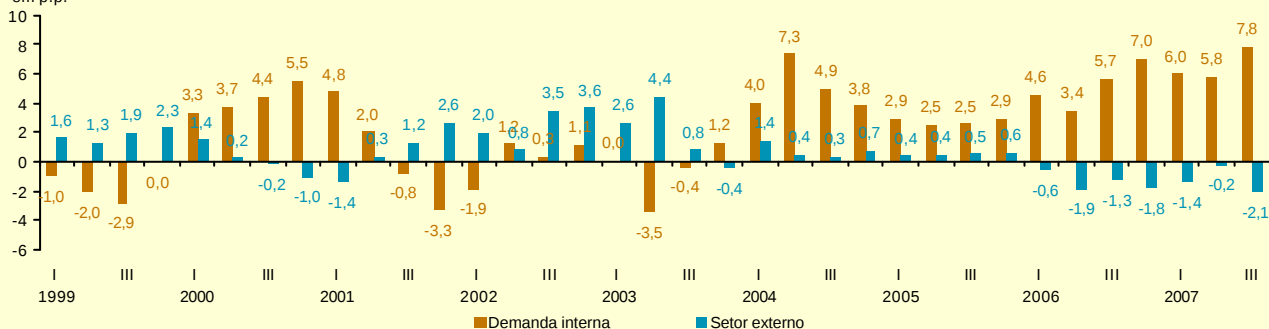
Fonte: FGV

A redução constante da importância do fator limitativo Nível de Demanda está registrada no gráfico 2. Esse fator, após ser considerado o determinante mais representativo à limitação da expansão da produção por 68,2% das empresas, no quinquênio 1999/2003, passou a ser relativizado por parcela substancial das empresas consideradas nas sondagens da FGV, conforme evidenciado nas médias relativas ao quadriênio 2004/2007, 41,4%, e ao ano de 2007, 36,4%.

É interessante ressaltar que embora a SCIT refira-se ao nível da demanda total, a importância crescente da demanda interna para a sustentação do atual ciclo de expansão da economia torna intuitivo que se considere que a redução, por parte das empresas, da escolha do fator Nível de Demanda como principal limitador ao aumento de sua produção, traduz o maior dinamismo da demanda interna. Esse dinamismo pode ser observado no gráfico 3, onde encontram-se as contribuições do setor externo e da demanda interna para o crescimento do PIB desde o primeiro trimestre de 1999. Assinale-se que a contribuição da demanda interna em meados de 2003, quando se iniciou o atual ciclo de expansão da economia brasileira, era negativa, apresentando reversão a partir daquele período, até atingir 7,8 p.p., no terceiro trimestre de 2007.

Gráfico 3 – Contribuição da demanda interna e do setor externo para o crescimento do PIB

Em comparação com mesmo trimestre do ano anterior em p.p.



A importância relativa do fator limitativo Escassez de Matérias-Primas tornou-se mais expressiva na SCIT de outubro, quando foi indicado por 11% das empresas consideradas como principal restrição à sua expansão. Esse resultado, recorde da série e superior pela primeira vez ao referente à demanda interna, além de situar-se em patamar sensivelmente mais elevado do que a média de 4,9%

relativa ao período janeiro de 1999 a outubro de 2007 indica que 27,5% dessas empresas avaliam que a oferta de matérias primas se constitui em elemento de contenção ao seu desenvolvimento, consideração compatível com a manutenção, nos últimos trimestres, do aquecimento registrado não só na economia brasileira mas também na economia mundial, especialmente nos mercados emergentes. A análise na margem ratifica a trajetória crescente da maior relevância desse fator, registrando-se indicações médias de 2% nas SCIT de dezembro de 2006 a abril de 2007 e de 8% nas relativas a junho e outubro de 2007.

A alternativa Outros Fatores foi indicada em 11% das respostas, na SCIT de outubro, patamar 4 p.p. acima da média registrada nos 4 trimestres anteriores. Esse crescimento está associado a preocupações relativas ao nível crescente da utilização da capacidade instalada, que se encontra em patamar recorde segundo estimativas tanto da Confederação Nacional da Indústria (CNI) quanto da FGV, e à disponibilidade de mão-de-obra qualificada, indicativos de atividade aquecida.

O exame das SCIT evidencia, assim, tanto a redução expressiva no percentual de empresas que consideram a existência de fatores limitativos ao aumento de sua produção, quanto a trajetória inequívoca de redução da importância do fator demanda, traduzindo a evolução da demanda interna, como limitador do dinamismo no segmento industrial. Adicionalmente, revela a importância crescente atribuída a fatores limitadores sob a ótica da oferta, como escassez de matérias-primas e de mão de obra qualificada, e nível de utilização da capacidade instalada.

Gráfico 1.9 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100

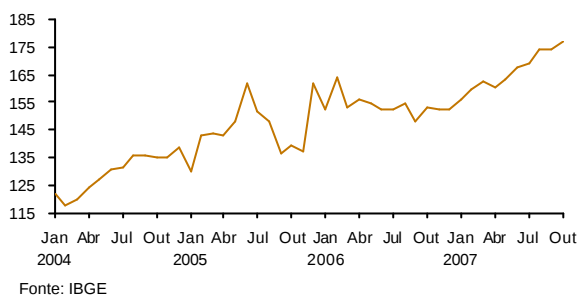


Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100

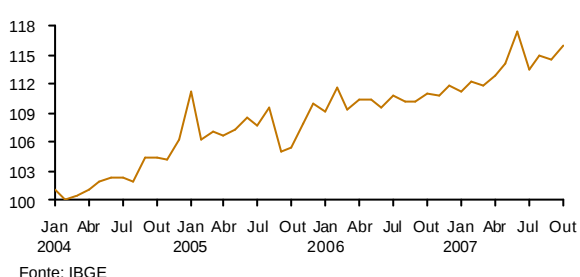


Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000 = 100

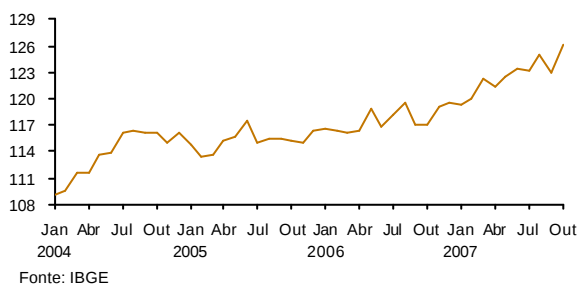
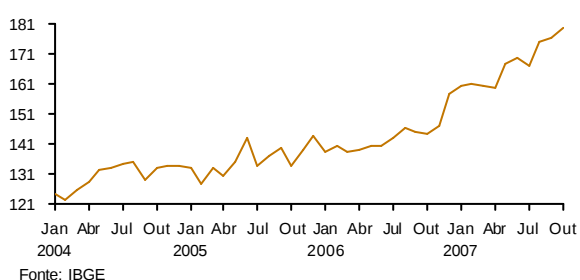


Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000 = 100



a produção de bens de capital destinados a fins industriais, que havia aumentado 21,4% no trimestre encerrado em julho, em relação ao período correspondente de 2006, crescendo 10,2% no trimestre finalizado em outubro, considerada a mesma base de comparação. A produção de bens de capital direcionados a outros segmentos mostrou maior dinamismo, registrando-se, no trimestre encerrado em outubro, crescimentos anuais respectivos de 24,9% e 29,5% nos setores produtores de bens de capital destinados à construção e de equipamentos de transporte. No mesmo sentido, as taxas de crescimento nos setores peças agrícolas e bens de capital destinados à agricultura elevaram-se 327,3% e 68,9%, respectivamente, resultado consistente com a recuperação da renda agrícola, mas fortemente influenciado pela base de comparação deprimida. O desempenho da produção de bens de capital para o setor de energia elétrica manteve-se relativamente estável no período.

O comportamento das indústrias de baixa intensidade de uso de energia elétrica foi determinante para o crescimento da produção industrial no trimestre encerrado em outubro, em relação ao mesmo período de 2006. Esse segmento cresceu 9,9% no período, enquanto as produções das indústrias de média e alta intensidade de gasto de energia elétrica aumentaram, respectivamente, 5,4% e 4,7%.

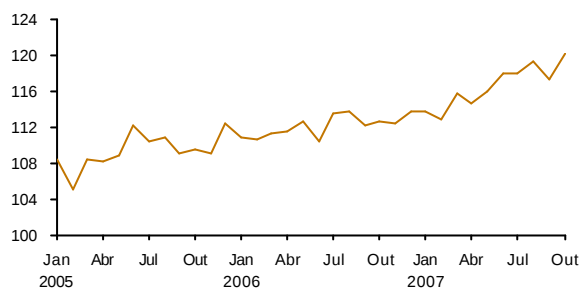
O índice de Pessoal Ocupado Assalariado (POA) na indústria, em linha com o ambiente de expansão da produção, elevou-se 1,3% no trimestre terminado em outubro, em relação ao período maio a julho, considerados dados dessazonalizados. As comparações anuais revelam, igualmente, crescimentos acentuados, registrando-se elevações de 3,4% em outubro, a maior desde dezembro de 2004, e de 1,9% no período janeiro a outubro.

A produtividade do trabalho na indústria geral, estimada pela razão entre os índices de produção física e o número de horas pagas, elevou-se 1,4% no trimestre terminado em outubro, em relação ao trimestre finalizado em julho.

A expansão da produção segue exercendo pressão sobre a capacidade instalada da indústria. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da FGV atingiu 87,2% em novembro, constituindo-se em recorde da série histórica iniciada em abril de 1995. O Nuci é recorde, igualmente, se considerada a série dessazonalizada, tendo atingido 85,9% em outubro. O nível de utilização da

Gráfico 1.13 – Produtividade do trabalho^{1/}

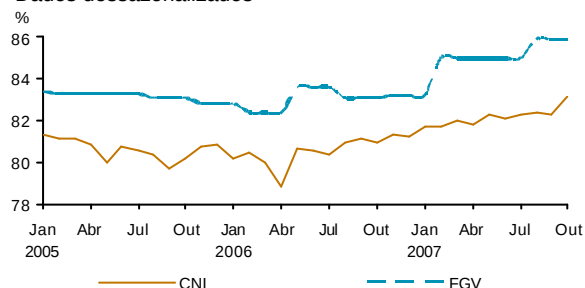
Dados dessazonalizados
2002 = 100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.14 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

Dados dessazonalizados



Fonte: CNI e FGV

capacidade instalada encontra-se em patamar elevado em todas as categorias de uso pesquisadas pela FGV.

A Sondagem da FGV revelou que o Nuci de outubro não se constituiu em recorde da série histórica dessazonalizada, iniciada em abril de 1995, em nenhum dos catorze gêneros industriais pesquisados, mas evidenciou a disseminação da ocupação da capacidade instalada na indústria de transformação. Dentre os gêneros pesquisados, o Nuci relativo a produtos alimentares atingiu 85,8% em outubro, na série dessazonalizada, apenas 0,2 pontos percentuais (p.p.) inferior ao recorde assinalado em abril deste ano. Adicionalmente, os Nuci associados aos gêneros metalurgia, matérias plásticas, vestuário, calçados e artigos de tecidos, material de transporte, e minerais não-metálicos situaram-se em patamar próximo aos respectivos recordes, enquanto, em sentido oposto, o Nuci relativo a produtos farmacêuticos e veterinários recuou 6,2 p.p. em relação a julho.

Dados relativos a novembro, disponíveis apenas em séries observadas, ratificam a elevação generalizada do Nuci, registrando-se recordes nas categorias de uso bens de consumo, 87,7%; material de construção, 87,3%; e no gênero mobiliário, 86,6%.

De acordo com a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação (SCIT) da FGV, o ritmo da produção industrial deverá seguir robusto nos próximos meses. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 122 pontos em outubro, segundo maior valor da série dessazonalizada, de periodicidade trimestral e iniciada em abril de 1995. Em relação aos componentes do ICI, o Índice de Situação Atual (ISA) alcançou 127,1 pontos em outubro e o Índice de Expectativas (IE), 117 pontos, segundos maiores valores das respectivas séries dessazonalizadas.

Ainda de acordo com a SCIT, dentre os itens que compõem o Índice de Expectativas, o índice de volume de produção previsto para os próximos três meses atingiu 136,3 pontos em outubro, dados dessazonalizados, terceiro maior nível já alcançado. Adicionalmente, os índices relativos às produções previstas da categoria bens de consumo e do gênero industrial material de transporte atingiram 159,7 e 179,3 pontos, respectivamente, ambos recordes históricos. O índice de emprego previsto para os próximos três meses atingiu 124,2 pontos, maior valor da série histórica, refletindo os resultados recordes registrados nas categorias de bens de consumo, 130,8 pontos, e de bens de capital, 163,4 pontos.

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

Discriminação	2007			
	Jan	Apr	Jul	Out
Indústria de transformação	108,0	116,5	123,4	122,0
Por categoria de uso:				
Bens de Consumo	109,3	119,3	135,0	139,5
Bens de Capital	121,2	130,0	132,9	138,4
Material para Construção	116,9	119,5	133,4	123,5
Bens Intermediários	106,0	120,6	122,3	116,5
Por componente:				
Índice de Situação Atual	108,6	123,3	129,7	127,1
Nível da Demanda Global	100,6	119,5	124,3	120,3
Nível de Estoques	92,0	97,7	103,8	103,4
Situação dos Negócios	110,0	126,9	133,8	130,7
Índice de Expectativas	107,3	109,7	117,0	117,0
Situação dos Negócios	143,1	155,9	161,4	155,6
Emprego	108,6	112,7	122,4	124,2
Produção Física	131,2	123,2	133,3	136,3

Fonte: FGV

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

A evolução do ICI em novembro, considerados dados observados, fortalece a trajetória robusta do indicador. Nesse sentido, o ICI atingiu 121,3 pontos, no mês, com o componente ISA alcançando o recorde de 130,7 pontos e o IE recuando para 112 pontos.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A evolução do mercado de trabalho segue consistente com o dinamismo da atividade econômica. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu, em média, 9,1%, no trimestre encerrado em outubro, menor percentual já registrado nesse período, apresentando recuos respectivos de 1,1 p.p. e de 0,7 p.p. em relação ao trimestre correspondente de 2006 e ao trimestre encerrado em julho. A redução registrada em comparação com o mesmo trimestre de 2006 refletiu aumentos de 2,9% na taxa de crescimento da ocupação e de 1,7% na População Economicamente Ativa (PEA).

O crescimento do emprego com carteira assinada manteve-se acentuado no trimestre encerrado em outubro, atingindo 4,2% em relação ao período maio a julho, enquanto no segmento trabalhadores sem carteira assinada a taxa de expansão situou-se em 0,3%. A distância entre essas taxas, que evidencia a melhora qualitativa das condições do mercado de trabalho, torna-se mais intensa se considerada sua evolução no período de janeiro a outubro de 2007 e do ano anterior, quando a expansão do emprego formal alcançou 5,1%, comparativamente à retração de 1,4% no emprego sem carteira. O número de trabalhadores por conta-própria, embora tenha aumentado 4,7% no ano, apresentou acréscimo marginal de 0,5% no trimestre encerrado em novembro.

De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.812.252 postos de trabalho no ano, até outubro, o melhor resultado para o período desde o início da série, em janeiro de 1985. O número de empregos com carteira assinada aumentou 5%, com ênfase no dinamismo dos segmentos comércio, 6%; indústria de transformação, 5,1%; e serviços, 4,8%. O emprego na construção civil, que segue apresentando altas taxas de expansão desde 2005, registrou crescimento de 7,5% no período.

Gráfico 1.15 – Taxa de desemprego aberto

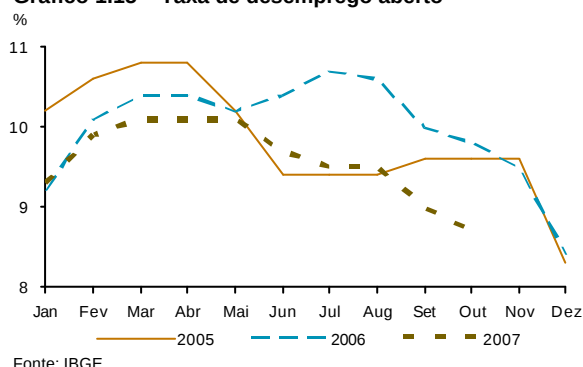


Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2007 I Sem	III Trí	Out	No ano
Total	1 095,5	511,5	205,3	1 812,3
Ind. de transformação	299,5	180,5	60,0	540,1
Comércio	97,1	114,5	63,8	275,3
Serviços	327,6	170,2	67,8	565,5
Construção civil	97,6	75,6	21,7	194,8
Agropecuária	238,4	- 41,2	- 11,4	185,8
Serv. ind. de util. pública	5,5	1,6	0,2	7,3
Outros ^{1/}	29,9	10,4	3,2	43,5

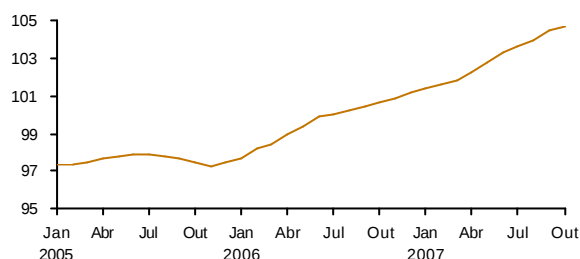
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

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

Dados dessazonalizados

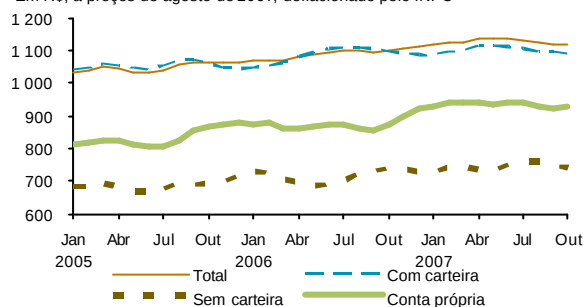
2003 = 100



Fonte: CNI

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

Em R\$, a preços de agosto de 2007, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

1/ Média móvel trimestral

Os dados da CNI, referentes a 12 estados da federação, também revelam aumento das taxas de expansão do emprego industrial. De janeiro a outubro desse ano, o pessoal ocupado na indústria cresceu 3,7%, ante 2,1% no mesmo período de 2006. A análise na margem, expressa pela elevação de 1,3% do emprego industrial no trimestre terminado em outubro, em relação ao trimestre encerrado em julho, indica a continuidade desse movimento.

Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos ocupados nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME, em desaceleração desde maio deste ano, aumentou 3,4% no ano, até outubro, em relação ao período correspondente de 2006. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 6,4%, na mesma base de comparação, enquanto o valor do rendimento médio atingiu R\$1.123,60 em outubro, com aumento nominal de 5,8% em relação a igual mês de 2006.

A evolução dos rendimentos por posição na ocupação nos dez primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2006, revela ganhos mais acentuados nos segmentos trabalhadores por conta-própria, 8%; e trabalhadores sem carteira do setor privado, 4,6%. Os rendimentos dos trabalhadores com carteira assinada cresceram 0,9% no ano.

1.4 Produto Interno Bruto

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, o PIB cresceu 5,3% nos primeiros nove meses de 2007, em relação a igual período de 2006, estimulado pela contribuição de 6,6 p.p. da demanda interna, a maior, desde 1995, nesse tipo de comparação. Assinale-se que foram registrados, na mesma base de comparação, desempenhos favoráveis em todos os componentes do PIB, seja pela ótica da demanda ou da produção

A expansão da demanda interna tem sido impulsionada, principalmente, pelas condições favoráveis do mercado de crédito e pelos altos níveis de confiança do empresariado e do consumidor, com desdobramentos favoráveis sobre o consumo das famílias e sobre as decisões de investimento. Nesse sentido, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 12,4% nos primeiros nove meses do

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	Variação %							
	2006				2007			
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	
Acumulado no ano	4,0	2,7	3,3	3,8	4,5	5,0	5,3	
Acumulado em 4 trimestres	3,3	3,0	3,3	3,8	3,9	4,9	5,2	
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	4,0	1,5	4,4	5,1	4,5	5,6	5,7	
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,6	0,2	1,8	1,4	1,1	1,3	1,7	
Agropecuária	3,5	2,5	3,3	1,2	-1,9	0,3	7,2	
Indústria	1,4	-2,5	3,6	2,2	-0,2	1,3	1,8	
Serviços	1,4	0,5	1,2	1,2	1,6	0,7	1,2	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Estimativa do PIB: 2007 e 2008

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2007 foi revista para 5,2%, ante 4,7%, desde o “Relatório de Inflação” de junho de 2007. Essa reavaliação evidencia tanto o resultado favorável registrado no terceiro trimestre, quanto o desempenho de indicadores antecedentes relativos a outubro e novembro. A estimativa para o crescimento do PIB no quarto trimestre de 2007 atinge 4,9%, em comparação com o mesmo trimestre de 2006, e, de acordo com dados dessazonalizados, 0,7% em relação ao trimestre anterior.

Considerada a ótica da produção, registraram-se aumentos nas estimativas dos desempenhos dos três setores da economia. O crescimento anual previsto para a agropecuária passou de 4,5% para 5,5%, incorporando tanto a revisão, de 1,4% para 2,3%, efetuada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em relação ao crescimento do setor no primeiro semestre, quanto os resultados relacionados aos dois últimos trimestres do ano. Ressalte-se que a projeção de crescimento de 10,3% da agropecuária no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, evidencia, especialmente, o aumento de 61,1% da safra anual de trigo, divulgado pelo Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de novembro, importante para o resultado desse trimestre. Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá manter-se estável.

O aumento projetado para a produção industrial, de 4,6% para 4,8%, reflete a revisão de 4,4% para 5,2% na indústria de transformação, com peso de 61,8% no setor, motivada tanto pelo

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano						2008 ^{1/}
	2006	2006	2007				
	Pesos	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri ^{1/}	
Agropecuária – Total	4,9	4,2	3,7	2,3	4,3	5,5	4,4
Indústria – Total	25,1	2,9	3,2	5,1	5,1	4,8	4,8
Extrativa mineral	2,1	5,7	4,0	5,0	4,0	2,8	8,1
Transformação	15,5	2,0	3,1	5,3	5,5	5,2	4,2
Construção civil	4,2	4,6	2,3	4,3	4,6	4,6	5,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,3	3,3	3,8	4,9	4,5	4,7	4,9
Serviços – Total	55,8	3,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,2
Comércio	9,6	5,1	6,2	7,2	7,3	7,2	7,3
Transporte, armazenagem e correio	4,3	3,2	3,9	4,9	4,8	4,9	6,3
Serviços de informação	3,4	2,5	7,3	7,2	7,7	6,6	5,4
Intermediação financeira ^{2/}	6,1	6,2	9,3	9,4	10,7	9,8	5,3
Outros serviços	11,8	3,1	3,7	3,2	2,8	2,8	2,9
Atividades imobiliárias e aluguel	7,7	2,3	4,5	4,2	3,9	3,9	4,5
Administração, saúde e educação públicas	12,9	3,7	2,2	1,8	1,7	1,7	1,3
Valor adicionado a preços básicos	85,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,7	4,4
Impostos sobre produtos	14,2	5,0	6,9	8,1	8,3	8,0	5,5
PIB a preços de mercado	100,0	3,8	4,5	5,0	5,3	5,2	4,5

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

dinamismo apresentado pelo setor em outubro quanto pelas perspectivas favoráveis para o restante do ano. A projeção de expansão da indústria extrativa mineral, influenciada pela substancial desaceleração do crescimento da produção de petróleo ao longo do segundo semestre do ano, foi revista de 6,2%, no Relatório anterior, para 2,8%. A projeção de crescimento da produção da indústria no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, atinge 4,2%. Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá crescer 1%.

O crescimento do setor de serviços, refletindo as alterações nas previsões relativas aos demais setores, passou de 4,3% para 4,6%, com ênfase para as elevações projetadas para os subsetores comércio, de 6,3% para 7,2%, e intermediação financeira, de 7,3% para 9,8%, trajetórias determinadas, na ordem, pelos aumentos acentuados da oferta total e do volume financeiro ao longo do ano. A projeção de crescimento do setor no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, atinge 4,2%.

Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá elevar-se 0,7%, representando o 18º aumento consecutivo nessa base de comparação.

Em relação à ótica da demanda, ressalte-se a alteração na projeção de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo, de 9,6% no último Relatório de Inflação para 12,2%, revisão consistente com o dinamismo crescente observado nos gastos com investimento. As estimativas relativas a consumo das famílias e do governo sofreram alterações na margem, enquanto as referentes às exportações e às importações de bens e serviços foram elevadas em 2 pontos percentuais (p.p.) e 2,4 p.p., respectivamente.

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

Período	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações	%
2002	2,7	1,9	4,7	2,6	-5,2	7,4	-11,8	
2003	1,1	-0,8	1,2	-0,3	-4,6	10,4	-1,6	
2004	5,7	3,8	4,1	3,9	9,1	15,3	13,3	
2005	3,2	4,5	2,3	3,9	3,6	9,3	8,5	
2006	3,8	4,6	2,8	4,2	10,0	4,7	18,3	
Contribuição (p.p.)		2,8	0,6	3,4	1,6	0,7	-2,1	
2007 (estimado)	5,2	5,9	3,8	5,4	12,2	7,3	20,8	
Contribuição (p.p.)		3,6	0,8	4,3	2,0	1,1	-2,4	
2008 (estimado)	4,5	5,9	3,7	5,4	10,4	6,6	22,4	
Contribuição (p.p.)		3,6	0,7	4,3	1,8	1,0	-2,8	

Fonte: IBGE e Banco Central

Primeira estimativa para o PIB de 2008

O crescimento do PIB deverá atingir 4,5% em 2008, sustentado, exclusivamente, pelo terceiro ano consecutivo, pelo desempenho da demanda interna. Projeta-se, adicionalmente, como observado em 2007, expansão generalizada em todos os setores da economia.

Estima-se aumento de 4,4% na produção agropecuária, evolução consistente com as perspectivas favoráveis em relação à safra de grãos – que deverá elevar-se 3,1% no ano, segundo o prognóstico realizado pelo IBGE, com colaboração da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab);

ao crescimento de outras culturas, em especial cana-de-açúcar; e à intensificação na produção da pecuária, beneficiada tanto pelo fim de embargos fitossanitários em importantes mercados consumidores externos quanto pela manutenção da demanda mundial em patamar elevado.

A projeção de expansão do setor industrial atinge 4,8%, mesmo patamar de 2007, e incorpora expectativas favoráveis em relação aos desempenhos das indústrias extrativa, estimulada pelo dinamismo dos segmentos petróleo e minério de ferro; e da construção civil, em linha com a expansão do crédito imobiliário e dos investimentos. As indústrias de transformação e de produção e distribuição de eletricidade, gás e água deverão apresentar, igualmente, desempenho robusto em 2008.

Para o setor de serviços, antecipa-se crescimento de 4,2% em 2008. A redução em relação a 2007 reflete, principalmente, recuos nas taxas associadas aos segmentos Intermediação Financeira e Administração Pública, refletindo, na ordem, alta base de comparação e ajuste do setor público. O segmento comércio deverá seguir explicitando o cenário de aumento da oferta global da economia.

Pela ótica da demanda, projeta-se expansão dos investimentos de 10,4%, seguindo-se os aumentos do consumo das famílias, 5,9%, e do governo, 3,7%. A evolução da demanda interna, em ambiente de estabilidade de preços, deverá seguir refletindo a evolução favorável dos mercados de crédito e de trabalho, além de crescimento mais significativo de obras de infra-estrutura no cronograma previsto no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A contribuição da demanda interna para o crescimento do PIB é estimada em 6,4 p.p. em 2008, correspondendo ao terceiro ano consecutivo em que o crescimento da economia é decorrente, exclusivamente, da expansão da demanda interna.

Os aumentos das importações e das exportações de bens e serviços deverão alcançar 22,4% e 6,6%, respectivamente, em 2008. Essa trajetória, embora implique em contribuição negativa do setor externo de 1,9 p.p. para o crescimento do PIB, no ano, será relevante para o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas.

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda
Taxa acumulada no ano

Discriminação	Variação %				
	2006		2007		
	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr	III Tr
PIB a preços de mercado	3,3	3,8	4,5	5,0	5,3
Consumo das famílias	4,5	4,6	5,7	5,8	5,9
Consumo do governo	3,3	2,8	4,2	4,1	3,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	9,5	10,0	8,8	11,4	12,4
Exportação	4,4	4,7	6,0	9,7	6,7
Importação	16,7	18,3	19,8	19,2	19,6

Fonte: IBGE

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto
Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	Variação %				
	2006		2007		
	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr	III Tr
Agropecuária	2,2	4,2	3,7	2,3	4,3
Indústria	2,3	2,9	3,2	5,1	5,1
Extrativa mineral	5,9	5,7	4,0	5,0	4,0
Transformação	0,9	2,0	3,1	5,3	5,5
Construção civil	5,2	4,6	2,3	4,3	4,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,1	3,3	3,8	4,9	4,5
Serviços	3,7	3,8	4,7	4,7	4,7
Comércio	4,5	5,1	6,2	7,2	7,3
Transporte, armazenagem e correio	2,9	3,2	3,9	4,9	4,8
Serviços de informação	2,2	2,5	7,3	7,2	7,7
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	7,8	6,2	9,3	9,4	10,7
Outros serviços	2,5	3,1	3,7	3,2	2,8
Atividades imobiliárias e aluguel	2,4	2,3	4,5	4,2	3,9
Administração, saúde e educação públicas	3,5	3,7	2,2	1,8	1,7
Valor adic. a preços básicos	3,1	3,5	4,1	4,5	4,8
Impostos sobre produtos	4,6	5,0	6,9	8,1	8,3
PIB a preços de mercado	3,3	3,8	4,5	5,0	5,3

Fonte: IBGE

ano, ante o mesmo período do ano anterior, constituindo-se no componente da demanda interna a apresentar expansão mais acentuada no período. O consumo das famílias aumentou 5,9%, exercendo a maior contribuição para o crescimento acumulado do PIB nos nove primeiros meses do ano, 3,5 p.p., enquanto o consumo do governo elevou-se 3,9%.

Na mesma base de comparação, as exportações cresceram 6,7% e as importações, evidenciando, em parte, o próprio dinamismo da demanda interna, 19,6%, gerando contribuição negativa de 1,3 p.p. do setor externo para o resultado do PIB, desempenho mais modesto desde 1995.

Sob a ótica da produção, assinala-se a elevação de 5,1% no produto do setor industrial, seguindo-se os setores de serviços, 4,7%; e agropecuário, 4,3%.

A performance do setor industrial evidenciou a ocorrência de aumentos generalizados em todos os subsectores. A produção da indústria de transformação, com representatividade de aproximadamente 60% no setor, cresceu 5,5% nos primeiros nove meses de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, o melhor desempenho assinalado nos últimos três anos, nessa base de comparação. A produção extrativa mineral aumentou 4% e a da construção civil, 4,6%, no mesmo período.

A evolução do setor de serviços também esteve associada a expansões generalizadas em todos os subsectores, com destaque para o segmento intermediação financeira, com crescimento de 10,7%, seguindo-se de serviços de informação, 7,7%; comércio, 7,3%; transporte, armazenagem e correio, 4,8%; e atividades imobiliárias e aluguel, 3,9%.

O resultado da agropecuária refletiu, em grande parte, o desempenho favorável das lavouras de algodão herbáceo, milho, soja, cana-de-açúcar e trigo, assim como a manutenção do dinamismo da pecuária. Apesar do comportamento do mercado interno, o setor agropecuário, ao contrário dos demais setores da economia, tem apresentado melhor resultado para os produtos de exportação, favorecidos pelos preços recordes no mercado internacional das principais *commodities*.

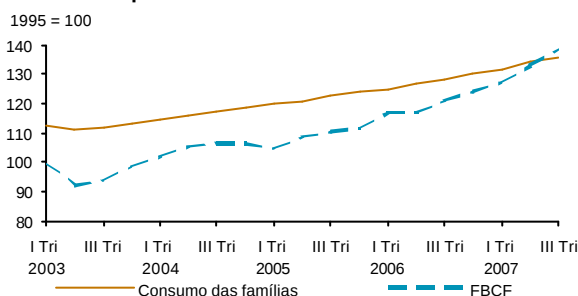
Na margem, considerando dados dessazonalizados, o PIB aumentou 1,7% no terceiro trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, constituindo-se no oitavo resultado positivo em seqüência nessa base de comparação. A agropecuária cresceu 7,2%, maior taxa dos últimos 37

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

Dados dessazonalizados

Discriminação	2006				2007		
	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr	III Tr
PIB a preços de mercado	1,6	0,2	1,8	1,4	1,1	1,3	1,7
Agropecuária	3,5	2,5	3,3	1,2	-1,9	0,3	7,2
Indústria	1,4	-2,5	3,6	2,2	-0,2	1,3	1,8
Serviços	1,4	0,5	1,2	1,2	1,6	0,7	1,2
Consumo das famílias	0,5	1,5	1,2	1,5	1,4	1,6	1,5
Consumo do governo	1,7	-0,1	0,5	-0,1	3,3	0,1	0,3
Formação Bruta de							
Capital Fixo	4,8	-0,1	3,8	2,5	2,3	4,6	4,5
Exportação	0,4	-5,9	13,0	-1,2	0,6	1,0	1,4
Importação	7,5	3,0	7,0	3,8	4,1	2,6	9,1

Fonte: IBGE

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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

trimestres, enquanto na indústria e nos serviços registraram-se aumentos respectivos de 1,8% e 1,2%, representando, na mesma ordem, o quinto e o décimo crescimentos nesse tipo de comparação.

A análise na margem sob o enfoque da demanda, considerando dados dessazonalizados, evidencia a trajetória vigorosa dos investimentos, traduzida pela expansão de 4,5% da FBCF no terceiro trimestre do ano, em relação ao período imediatamente anterior. O consumo das famílias aumentou 1,5%, e o consumo do governo, 0,3%, enquanto as exportações e as importações elevaram-se, respectivamente, 1,4% e 9,1%, assinalando-se que as compras externas aumentaram pelo décimo sétimo trimestre consecutivo.

1.5 Investimentos

O ciclo de expansão dos investimentos seguiu em trajetória robusta no terceiro trimestre de 2007. Esse desempenho tem sido sinalizado por indicadores antecedentes, a exemplo das reduções no risco-Brasil, medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), e nas taxas de juros, assim como pelo constante aumento do nível de utilização da capacidade instalada da indústria.

De acordo com o IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, cresceram 14,4% no terceiro trimestre de 2007, em relação ao mesmo trimestre de 2006, décimo quinto resultado positivo nesta base de comparação. O crescimento acumulado em quatro trimestres atingiu 12,1%, a maior taxa registrada nos últimos quarenta e oito trimestres, nessa base de comparação.

Indicadores mensais da FBCF anteciparam a trajetória dos investimentos no terceiro trimestre. Nesse sentido, a absorção de bens de capital, principal componente da FBCF, e a construção civil cresceram 20,3% e 4,9%, respectivamente, nesse trimestre, em relação ao mesmo período de 2006.

A produção de bens de capital cresceu 18% no ano, até o terceiro trimestre. Esse resultado decorreu de aumentos generalizados em seus componentes, com destaque para energia elétrica, 20,9%; construção, 17,9%; equipamentos de transportes, 17,2%; e bens de capital tipicamente industrializados, 16,9%. As produções dos segmentos relacionados à atividade agrícola experimentaram taxas de crescimento sensivelmente mais robustas, evolução

que, embora evidencie a recuperação da renda agrícola, explicita a base de comparação deprimida.

Os indicadores para o mês de outubro continuam apontando a expansão da FBCF. A absorção de bens de capital e a construção civil aumentaram, respectivamente, 32,9% e 8,9%, ante mesmo mês do ano anterior. O crescimento da absorção de bens de capital reflete expansão de 26,8% da produção, 38,5% na importação e 10,4% na exportação de bens de capital, considerando a mesma base de comparação.

De acordo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os desembolsos do sistema BNDES somaram R\$48,8 bilhões nos primeiros dez meses de 2007, elevando-se 39,7% em relação a igual período de 2006. Por setor de atividade, os financiamentos concedidos à indústria de transformação aumentaram 12,7%, seguindo-se os direcionados à indústria extrativa, 65,3%; comércio e serviços, 78,3%; e agropecuária, 52,8%.

De acordo com a sondagem da CNI, os investimentos devem continuar em trajetória de expansão nos próximos trimestres, tendo em vista que 45% das empresas consultadas pretendem investir em 2008 o mesmo que em 2007, enquanto 42% pretendem aumentar o nível de investimentos. A perspectiva favorável em relação à trajetória dos investimentos ganha contornos mais nítidos se for considerado que, ao final de 2006, apenas 32% das empresas sondadas pela CNI pretendiam investir mais em 2007 do que em 2006, e que dos investimentos previstos para 2007, 85% já foram realizados total ou parcialmente. O desempenho do investimento é fundamental para assegurar que o dinamismo da demanda interna não venha a se constituir em fonte de pressão inflacionária.

1.6 Conclusão

O crescimento da economia brasileira no terceiro trimestre de 2007, generalizado em termos setoriais e geográficos, evidenciou o desempenho da demanda doméstica, atendida por aumentos tanto da produção interna quanto das importações. O dinamismo do consumo reflete condições favoráveis nos mercados de trabalho, expressa em sua maior formalização, e de crédito, onde taxas de juros mais reduzidas e prazos mais dilatados tendem a estimular compras de produtos de maior valor.

O atual ciclo de crescimento vem ocorrendo de forma sustentada, registrando-se elevação acentuada dos investimentos, que deverá atingir 12,2% no ano, expansão mais representativa desde 1994. As perspectivas em relação à manutenção, em 2008, da trajetória de aumento da capacidade produtiva, evidenciadas pelos resultados de pesquisas junto ao empresariado industrial, continuam favoráveis e mostram-se consistentes com o dinamismo da demanda interna.

A inflação medida pelos índices gerais de preços voltou a registrar aceleração no trimestre encerrado em novembro. Esse movimento, em continuidade ao registrado no trimestre finalizado em agosto, esteve associado, fundamentalmente, à evolução dos preços no atacado, condicionada por aumentos tanto dos preços industriais quanto agrícolas.

A variação dos índices de preços ao consumidor apresentou relativo arrefecimento entre os trimestres encerrados em novembro e em agosto. Esse desempenho, consistente com a redução da inflação registrada nos preços do grupo Alimentação, deve ser considerado com cautela, tendo em vista a aceleração recente observada nos núcleos de inflação.

2.1 Índices gerais

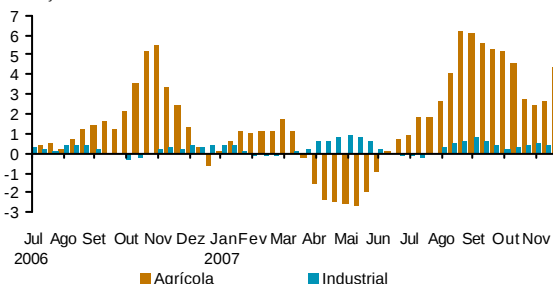
Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal					
	2007					
	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	0,26	0,37	1,39	1,17	0,75	1,05
IPA	0,09	0,42	1,96	1,64	1,02	1,45
IPC-Br	0,42	0,28	0,42	0,23	0,13	0,27
INCC	0,92	0,31	0,26	0,51	0,51	0,36

Fonte: FGV

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

A variação dos índices gerais de preços da FGV apresentou aceleração no trimestre encerrado em novembro, em relação ao período junho a agosto. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 2,99%, ante 2,04% no trimestre finalizado em agosto, resultado associado, principalmente, à evolução dos preços por atacado.

Os preços industriais, após recuarem em junho e julho, elevaram-se 0,61% em agosto e 1,24% no trimestre encerrado em novembro. Essa trajetória refletiu, em parte, os aumentos de preços em matérias plásticas, fertilizantes, rações, óleo de soja refinado e minerais não metálicos. A aceleração dos preços agrícolas no atacado, cuja variação trimestral atingiu 12,82%, 4,04 p.p. a mais do que no trimestre finalizado em agosto, reflete a maior demanda interna e o crescimento dos preços internacionais das *commodities*. Esse desempenho refletiu, por um lado, as elevações mais representativas registradas nos preços de produtos “in

natura”, cereais e grãos, enquanto, em sentido inverso, evidenciou a menor variação nos preços dos produtos de origem animal, que atingiu 1,22%, ante 19,47% no trimestre encerrado em agosto.

A variação dos preços no âmbito varejista apresentou arrefecimento no trimestre encerrado em novembro, com o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) elevando-se 0,62%, ante 1,12% no trimestre junho a agosto. Este recuo, a exemplo do observado nos demais índices de preços ao consumidor, esteve associado, principalmente, às menores elevações de preços no grupo alimentação.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice de Preços ao Consumidor Amplo

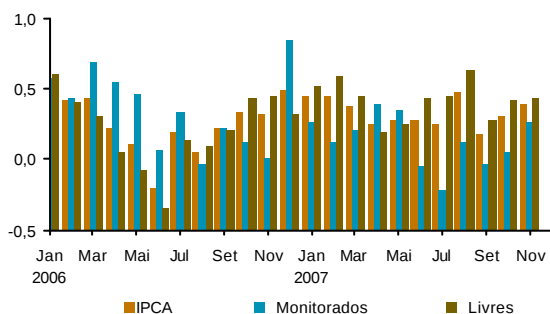
A variação do IPCA acumulada em doze meses alcançou 4,19% em novembro, reflexo de aumentos de 2,31% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 5,03% nos preços livres, seguindo em patamar estável desde agosto, quando atingiu 4,18%.

O IPCA acumulou alta de 0,86% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,99% no trimestre junho a agosto, resultado de elevações de 1,12% nos preços livres e de 0,27% nos monitorados, ante variações respectivas de 1,5% e -0,14% no trimestre finalizado em agosto. O IPCA apresentou variações mensais de 0,18% em setembro, menor taxa do ano; 0,30% em outubro; e 0,38% em novembro.

A redução da variação dos preços livres no trimestre encerrado em novembro refletiu o comportamento do grupo alimentação, cujos preços cresceram 1,70%, ante 3,80% no trimestre finalizado em agosto. Este desempenho evidenciou o arrefecimento nas elevações dos preços de alimentos semi-elaborados, em linha com o recuo nos preços do leite e dos alimentos industrializados, não obstante a variação de preços dos alimentos *in natura* atingisse 5,99%, ante -3,97% no trimestre encerrado em agosto. A variação dos preços livres, excluído o grupo alimentação, atingiu 0,87%, no trimestre, ante 0,52% no trimestre junho a agosto, evidenciando tanto a ocorrência de efeitos sazonais, em especial no segmento vestuário, quanto pressões associadas ao dinamismo da demanda interna.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

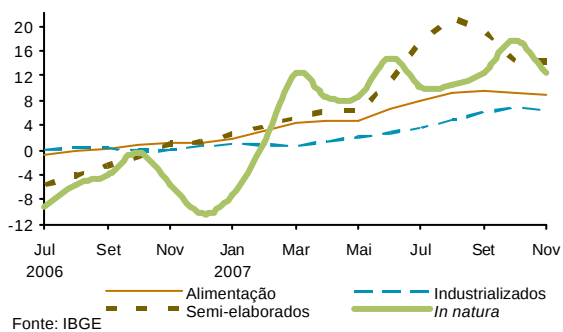
Variação % mensal



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação

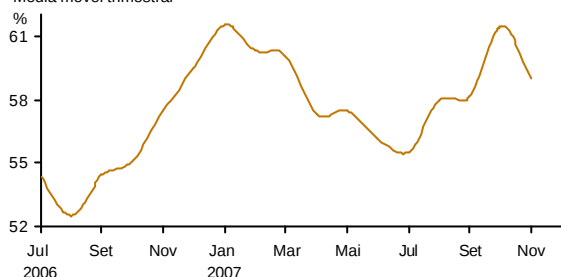
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA

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



Fonte: IBGE

1/ O IPCA é composto por 384 subitens.

A evolução do índice de difusão do IPCA – indicador que revela a proporção dos componentes do índice a apresentar variação positiva em determinado período – constituiu-se em indicativo de elevações mais generalizadas dos preços no trimestre encerrado em novembro, quando atingiu 59%, ante 58% e 57,5%, respectivamente, nos trimestres finalizados em agosto e em maio.

O IPCA acumulou variação de 3,69% nos onze primeiros meses do ano, ante 2,65% de janeiro a novembro de 2006, resultado de crescimentos de 1,47% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 4,70% nos preços livres.

2.3 Preços monitorados

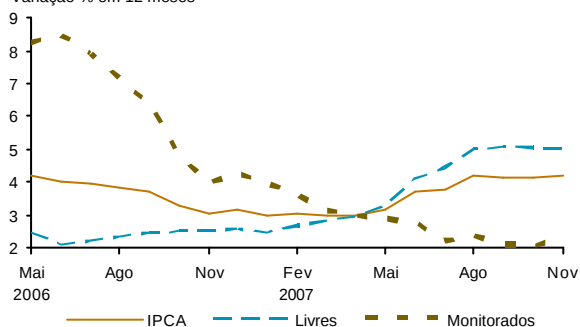
Os preços monitorados variaram 0,27% no trimestre encerrado em novembro, correspondendo a 0,08 p.p. da elevação trimestral do IPCA, ante -0,14% no período junho a agosto, comportamento associado, principalmente, aos recuos nos preços das tarifas de energia elétrica e telefone fixo, contrapondo-se aos impactos dos aumentos nos itens plano de saúde, remédios, taxa de água e esgoto e gasolina.

O item energia elétrica residencial apresentou variação negativa de 1,58% no trimestre encerrado em novembro, registrando-se reduções de 5,89% em Goiânia, 5,51% em São Paulo, 3,85% em Belém, 0,46% em Salvador e 0,32% no Rio de Janeiro. Em sentido inverso, os preços da gasolina e dos remédios aumentaram 0,2% e 1,11% no trimestre, ante reduções respectivas de 2,15% e 0,67% no trimestre encerrado em agosto. A taxa de água e esgoto apresentou variação de 1,96%, no período, registrando-se elevações de 5,09% em Recife, 4,33% no Rio de Janeiro e 4,23% em São Paulo.

A inflação dos preços monitorados atingiu 2,31% em 12 meses encerrados em outubro, situando-se em patamar inferior à dos preços livres desde maio, nessa base de comparação. Assinale-se que a variação anual destes preços deverá, pela primeira vez desde a implementação do plano Real, situar-se em patamar inferior à relativa aos preços livres.

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2007					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,24	0,47	0,18	0,30	0,38	3,69
Livres	69,23	0,45	0,62	0,28	0,41	0,43	4,70
Monitorados	30,77	-0,22	0,12	-0,04	0,05	0,26	1,47
Principais itens							
Energia elétrica	3,58	-3,01	-0,49	-0,15	-1,65	0,22	-5,80
Água e esgoto	1,61	0,23	0,02	1,23	0,71	0,01	4,82
Ônibus urbano	3,82	0,00	0,43	0,21	0,00	0,00	4,32
Passagem aérea	0,28	0,21	2,19	0,22	0,32	0,26	2,90
Gasolina	4,53	-0,51	-0,89	-0,79	0,36	0,64	-1,69
Gás de bujão	1,17	-0,18	0,05	0,68	0,08	-0,07	0,30
Remédios	2,94	-0,32	0,04	0,22	0,36	0,53	1,67
Plano de saúde	3,35	0,69	0,56	0,53	0,53	0,53	7,57

Fonte: IBGE

2.4 Núcleo de inflação

A variação das três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central atingiu, no trimestre encerrado

Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2007				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,24	0,47	0,18	0,30	0,38
Exclusão	0,08	0,35	0,25	0,40	0,37
Médias aparadas					
Com suavização	0,20	0,40	0,34	0,43	0,36
Sem suavização	0,17	0,43	0,19	0,35	0,35
IPC-Br (cheio)	0,28	0,42	0,23	0,13	0,27
Médias aparadas	0,26	0,37	0,24	0,24	0,25

Fontes: IBGE, Bacen e FGV

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses

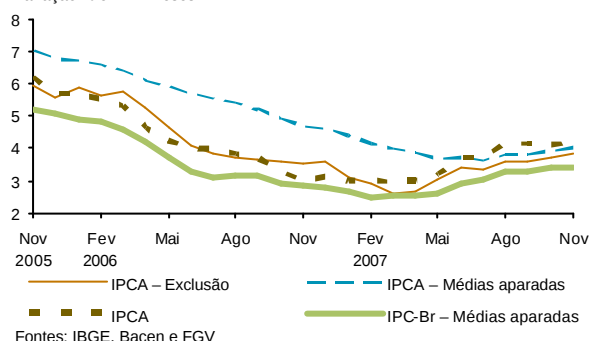


Gráfico 2.7 – IPCA

Medianas

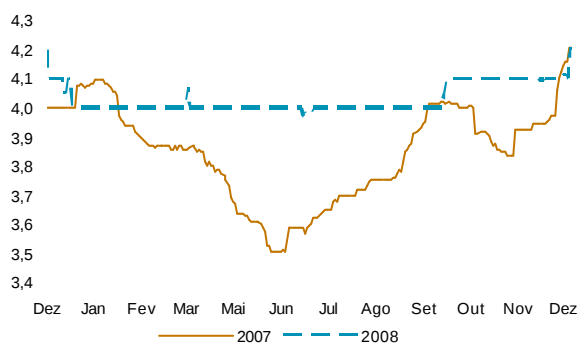
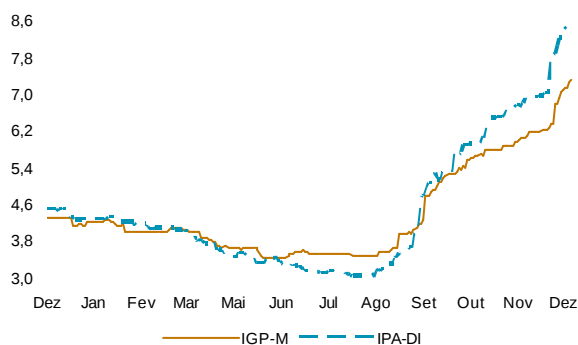


Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2007



1/ Núcleo por exclusão de preços de alimentos no domicílio e de preços monitorados.

2/ Utiliza-se o método de médias aparadas com suavização.

em novembro, patamar superior à relativa ao IPCA. Adicionalmente, a variação dos núcleos mostrou-se mais intensa, em relação ao trimestre encerrado em agosto, em suas três modalidades de cálculo.

O núcleo por exclusão¹ aumentou 1,02% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,64% no período junho a agosto. O núcleo do IPCA calculado pelo método das médias aparadas com suavização variou 1,13% e 0,93% nos períodos correspondentes, enquanto, sem o procedimento de suavização, as variações atingiram, na mesma ordem, 0,89% e 0,83%. Nos últimos doze meses, os três métodos de cálculo do núcleo da inflação cresceram 3,86%, 4,02% e 3,43%, comparativamente à variação de 4,19% apresentada pelo IPCA.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV², cresceu 0,73% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,97% no período de junho a agosto, acumulando variação de 3,37% em doze meses.

2.5 Expectativas de mercado

A mediana das expectativas para o IPCA em 2007, coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) passou de 4%, no final do terceiro trimestre deste ano, para 4,2%, na segunda semana de dezembro, elevando-se de 4,1% para 4,2%, para 2008. Estas projeções estão consistentes com a meta para a inflação estabelecida pelo CMN, com centro em 4,5%, e margens de dois pontos percentuais.

A expectativa para a evolução do IPCA doze meses à frente passou de 3,8%, ao final de setembro, para 4,2%, na segunda semana de dezembro. As perspectivas tanto de menor inércia inflacionária quanto de cumprimento das metas para a inflação pelo quinto ano consecutivo contribuem para manter as expectativas de inflação futura em patamar inferior à meta.

As estimativas em relação às variações dos índices gerais de preços em 2007 aumentaram, com as medianas relativas ao Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) e ao Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingindo 7,3% e 8,5%, respectivamente, na segunda semana de dezembro, ante 5,3% e 5,8%, ao final

de setembro. Para 2008, as medianas das projeções do mercado para o IGP-M e para IPA-DI aumentaram para 4,3%.

As perspectivas de reajustes reduzidos para os preços administrados seguem contribuindo para a consolidação de um cenário com menor inércia inflacionária, facilitando a ancoragem das expectativas à trajetória das metas. A mediana das expectativas relacionadas à correção dos preços administrados em 2007 atingiu 2% na segunda semana de dezembro, ante 2,5%, no final de setembro. Para 2008, a projeção da mediana recuou de 3,8%, no final de setembro, para 3,7%, na segunda semana de dezembro.

As projeções de mercado para a taxa de câmbio continuam refletindo a percepção de continuidade de um cenário favorável para as contas externas. A mediana para a taxa de câmbio média em 2007 recuou ligeiramente, passando de R\$1,96/US\$1,00, ao final de setembro, para R\$1,93/US\$1,00, na segunda semana de dezembro. A taxa de câmbio de final de período para 2007 passou de R\$1,86/US\$1,00 para R\$1,76/US\$1,00, no período. Considerada a mesma base de comparação, as medianas das expectativas para a taxa de câmbio média e para a taxa de final de período para 2008 recuaram de R\$1,90/US\$1,00 para R\$1,78/US\$1,00 e R\$1,80/US\$1,00, respectivamente.

As projeções para a taxa Selic acompanharam a tendência de maior incerteza nos mercados globais. A taxa Selic projetada para o final de 2007 foi revista de 11% a.a., ao final de setembro, para 11,25% a.a., no final de novembro, enquanto a previsão para a taxa média Selic manteve-se em 11,9% a.a. Adicionalmente, na segunda metade de dezembro, a mediana das projeções para a taxa Selic para o final de 2008 passou de 10,3% a.a. para 10,5% a.a., enquanto a mediana da taxa média para o próximo ano aumentou para 10,9% a.a.

Considerando a mesma base de comparação, a mediana relativa a projeção do crescimento do PIB em 2007 aumentou para 5,1% enquanto a relativa a 2008 manteve-se estável em 4,4%.

Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2007

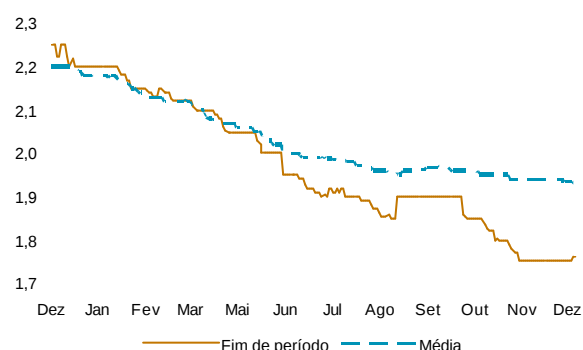


Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

	29.6.2007		28.9.2007		14.12.2007	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
IPCA	3,6	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2
IGP-M	3,5	4,0	5,3	4,1	7,3	4,3
IPA-DI	3,1	4,0	5,8	4,3	8,5	4,3
Preços Administrados	3,1	3,8	2,5	3,8	2,0	3,7
Selic (fim de período)	10,8	9,8	11,0	10,3		10,5
Selic (média do período)	11,8	10,1	11,9	10,6		10,9
Câmbio (fim de período)	1,90	2,00	1,86	1,90	1,76	1,80
Câmbio (média do período)	1,99	2,00	1,96	1,90	1,93	1,78
PIB	4,3	4,1	4,7	4,4	5,1	4,4

2.6 Conclusão

Embora o comportamento da inflação nos últimos meses indique a progressiva exaustão dos efeitos da elevação dos preços dos alimentos sobre os demais preços da economia, permanece o cenário de maior risco de

aceleração. Nesse ambiente, associado tanto ao crescente dinamismo do mercado interno quanto à relativa instabilidade do cenário externo, persistem as perspectivas favoráveis em relação ao cumprimento das metas de inflação, expressas de forma recorrente pelas estimativas de mercado. Este posicionamento, consistente com as perspectivas favoráveis sobre o nível da oferta global decorrentes da maturação de investimentos efetuados em elos importantes da cadeia produtiva, evidencia a confiança dos agentes econômicos em relação à continuidade do acerto na condução da política monetária.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

A evolução do crédito vem se consolidando como importante fator para a sustentação da demanda interna. O aumento da procura de crédito bancário por parte das empresas evidencia o aquecimento das atividades industriais e comerciais associado, também, às vendas de fim de ano. O crescimento dos empréstimos destinados a pessoas físicas, em linha com o aumento da renda disponível e da ocupação, segue impulsionado pelas modalidades de crédito pessoal, em especial pelas operações consignadas em folha de pagamento e pelos financiamentos para aquisição de bens duráveis. Destaque-se ainda, em ambos os segmentos, o desempenho expressivo das operações de arrendamento mercantil.

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram-se em trajetória de expansão no trimestre encerrado em outubro, refletindo desempenhos positivos das operações contratadas tanto com recursos livres quanto com recursos direcionados. O volume total de crédito atingiu R\$880,8 bilhões em outubro, com aumentos de 7,7% no trimestre e de 26,3% em doze meses, passando a representar 34% do PIB, ante 32,6% em julho e 29,8% em outubro de 2006.

Relativamente à distribuição do crédito segundo o controle de capital das instituições financeiras, os financiamentos efetuados pelos bancos privados nacionais somaram R\$383 bilhões em outubro, com aumento de 8,7% em relação a julho. Esse volume correspondeu a 43,5% da carteira total do sistema financeiro, destacando-se a evolução dos empréstimos destinados a pessoas físicas, indústria e outros serviços. As operações contratadas com os bancos estrangeiros aumentaram 8,8% no trimestre, representando 22,3% do total de crédito, com ênfase para as concessões aos segmentos pessoas físicas e indústria. Os financiamentos concedidos pelas instituições financeiras

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2007				Variação %	
	Jul	Ago	Set	Out	3	12
					meses	meses
Total	817,9	842,3	857,3	880,8	7,7	26,3
Recursos livres	572,7	590,8	602,3	619,4	8,2	30,1
Direcionados	245,2	251,5	255,0	261,4	6,6	17,9
Participação %:						
Total/PIB	32,6	33,0	33,3	34,0		
Rec. livres/PIB	22,8	23,2	23,4	23,9		
Rec. direc./PIB	9,8	9,9	9,9	10,1		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

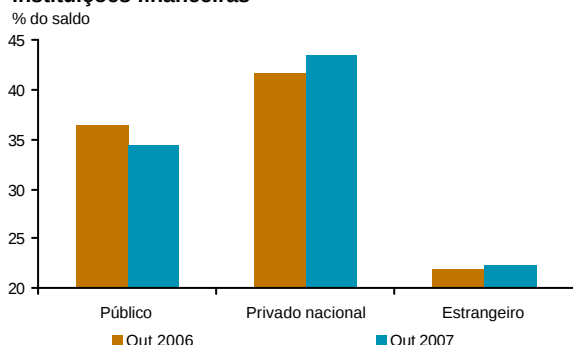


Gráfico 3.2 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais

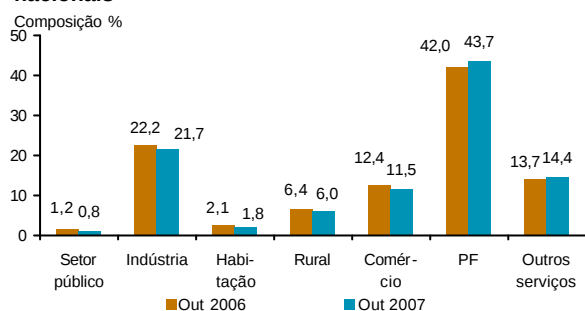


Gráfico 3.3 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

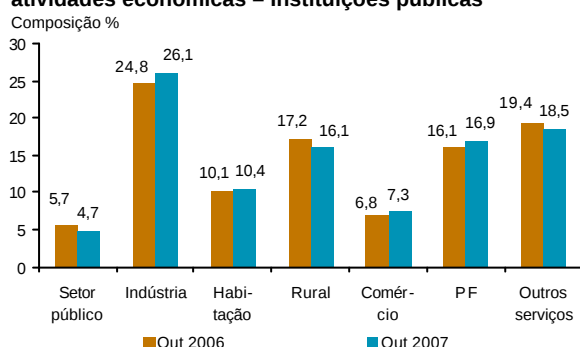


Gráfico 3.4 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

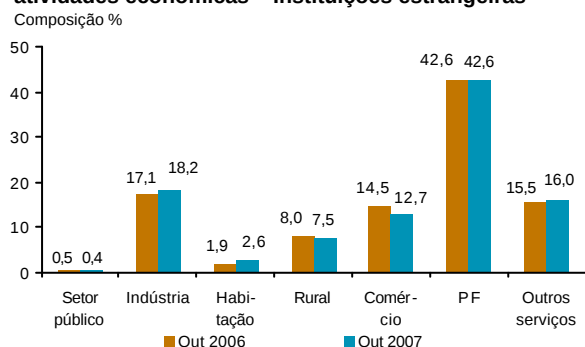
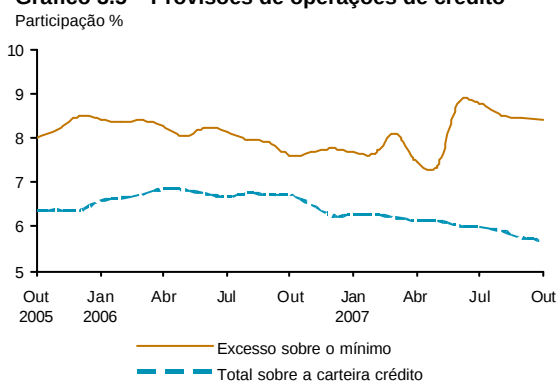


Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito



públicas, que, ao somarem R\$301,7 bilhões totalizaram 34,2% dos empréstimos, foram absorvidos, especialmente, pelos segmentos industrial e outros serviços.

O volume de crédito destinado ao setor privado, incluindo recursos livres e direcionados, totalizou R\$862,6 bilhões em outubro, elevando-se 7,9% em relação a julho. As operações contratadas com pessoas físicas cresceram 7,9%, com destaque para as modalidades de crédito pessoal e de financiamento para aquisição de veículos, enquanto o total destinado ao setor industrial aumentou 8,8%, estimulado pelas concessões aos segmentos energia, agroindústria e química. Os empréstimos direcionados ao comércio cresceram 8,7% no trimestre, com ênfase para o setor varejista, representado, principalmente, pelos segmentos de supermercados e automóveis, enquanto as operações com o segmento outros serviços elevaram-se 7,7%, destacando-se os desembolsos para os ramos de telecomunicações, energia e transportes.

O crédito destinado ao setor público somou R\$18,2 bilhões em outubro, com recuo de 0,2% em relação a julho. Esse resultado evidenciou a retração de 2,3% no estoque de crédito do governo federal, que atingiu R\$3,7 bilhões, refletindo a amortização e a apreciação cambial em contratos com empresas de gás, petróleo e de geração de eletricidade. A dívida bancária dos governos estaduais e municipais aumentou 0,4%, concentrando-se em operações com empresas do setor de eletricidade.

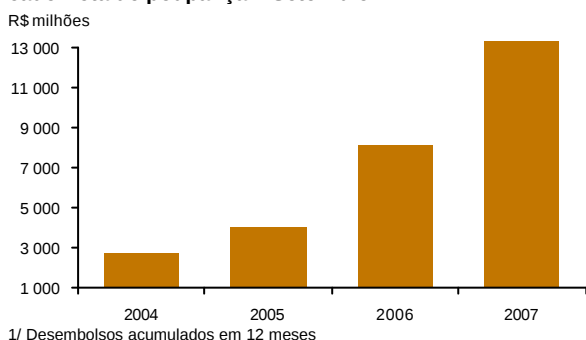
O saldo das provisões constituídas pelas instituições financeiras representou 5,7% da carteira total de crédito em outubro. A redução de 0,3 p.p. em relação a julho esteve influenciada pelo recuo de 0,2 p.p., para 3,3%, na inadimplência da carteira de crédito total.

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito realizadas com recursos direcionados atingiram R\$261,4 bilhões em outubro, registrando acréscimos de 6,6% em relação a julho e de 17,9% em doze meses. O desempenho trimestral foi determinado, principalmente, pela expansão de 6,7% nos financiamentos realizados pelo BNDES, cujo volume totalizou R\$152 bilhões, refletindo elevações respectivas de 8,3% e de 5,3% nas operações concedidas sob a forma direta e por meio de repasses das instituições financeiras. No trimestre, os empréstimos destinados ao setor rural

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2007				Variação %	
	Jul	Ago	Set	Out	3 meses	12 meses
Total	245,2	251,5	255,0	261,4	6,6	17,9
BNDES	142,4	146,9	148,0	152,0	6,7	16,6
Direto	67,4	70,5	70,9	73,0	8,3	8,8
Repasse	75,0	76,4	77,1	79,0	5,3	24,9
Rural	56,7	57,6	59,3	60,9	7,5	18,1
Bancos e agências	54,1	54,8	56,3	57,7	6,7	17,2
Cooperativas	2,6	2,8	3,0	3,2	23,9	38,4
Habituação	39,3	40,1	40,8	41,5	5,7	23,5
Outros	6,9	6,9	7,0	7,0	2,6	14,1

Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Setembro^{1/}

1/ Desembolsos acumulados em 12 meses

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-Out		Variação %
	2006	2007	
Total	34 957	49 825	42,5
Indústria	18 423	21 007	14,0
Outros equipamentos de transportes ^{1/}	4 115	1 341	-67,4
Veículo automotor	2 609	2 065	-20,9
Metalurgia básica	1 122	2 659	137,0
Prod. alimentício e bebidas	2 913	4 279	46,9
Produtos químicos	711	1 714	141,1
Refino petróleo, coque e álcool	957	1 297	35,5
Comércio/Serviços	13 925	24 833	78,3
Transporte terrestre	5 800	8 833	52,3
Eletricidade, gás, água quente	3 232	4 785	48,1
Construção	1 145	2 214	93,4
Comércio e reparação de veículos	959	2 197	129,1
Correio e telecomunicação	517	3 032	486,5
Agropecuária	2 609	3 985	52,7

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

cresceram 7,5%, e as operações contratadas com o segmento habitacional, 5,7%.

Os financiamentos rurais com recursos direcionados, excetuados os realizados pelo BNDES, refletindo, sobretudo, as liberações para o custeio da safra 2007/2008, somaram R\$60,9 bilhões em outubro, elevando-se 7,5% no trimestre e passando a representar 70,6% da carteira total de crédito rural. Consideradas as modalidades de crédito rural envolvendo recursos livres e direcionados, as operações de custeio aumentaram 6,5% no trimestre, enquanto as parcelas referentes a investimentos e comercialização rurais cresceram 3,6% e 13,6%, representando, na mesma ordem, 37,7%, 48,9% e 13,4% do total do crédito rural.

Os financiamentos destinados ao setor habitacional, englobando pessoas físicas e cooperativas habitacionais, somaram R\$41,5 bilhões em outubro, com aumento de 5,7% em relação a julho. Os desembolsos com recursos da caderneta de poupança acumularam R\$11,6 bilhões no período de janeiro a setembro, com expansão de 75,6% em relação a igual período de 2006. No mesmo período, os fluxos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) destinados ao financiamento de imóveis para a população de menor renda, embora declinassem 22,9%, totalizando R\$4,3 bilhões, seguiram em patamar elevado, em relação aos anos anteriores.

Os desembolsos concedidos pelo BNDES alcançaram R\$49,8 bilhões no período de janeiro a outubro, aumentando 42,5% em relação a igual período do ano anterior (ver box Contribuição dos Financiamentos do BNDES para a Evolução Recente dos Investimentos). Em termos setoriais, as concessões mais expressivas foram destinadas ao segmento de comércio e serviços, R\$24,8 bilhões, com relevância para os setores de transporte terrestre, telecomunicação e energia. Os financiamentos para a indústria totalizaram R\$21 bilhões, evidenciando o aumento na demanda dos ramos vinculados à metalurgia básica e a alimentos e bebidas, enquanto as operações destinadas ao setor agropecuário totalizaram R\$4 bilhões. Assinale-se que, do total de desembolsos, R\$9,9 bilhões corresponderam a contratações de micro, pequenas e médias empresas, com expansão de 51,8%, no período.

As consultas formalizadas ao BNDES somaram R\$103,3 bilhões nos dez primeiros meses do ano. O acréscimo de 35,8% em relação ao período correspondente de 2006 refletiu, basicamente, a expansão de 88,6% nos

Contribuição dos Financiamentos do BNDES para a Evolução Recente dos Investimentos

Os investimentos vêm registrando importante ciclo de expansão traduzido, principalmente, na crescente absorção de bens de capital, suprida tanto pelo mercado nacional como pelas importações. Esse movimento reflete, sob a ótica da demanda, o estímulo às decisões dos agentes econômicos proporcionado pelo ambiente de estabilidade de preços, enquanto, em relação às condições da oferta de crédito, evidencia a melhora consistente – explícita em reduções nas taxas e ampliação de prazos – registrada nesse mercado, incluindo o crescimento do crédito com recursos livres, o desenvolvimento do mercado de capitais e a ação exercida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como um importante provedor de recursos para investimentos de médio e longo prazos.

Gráfico 1 – Indicadores de investimento

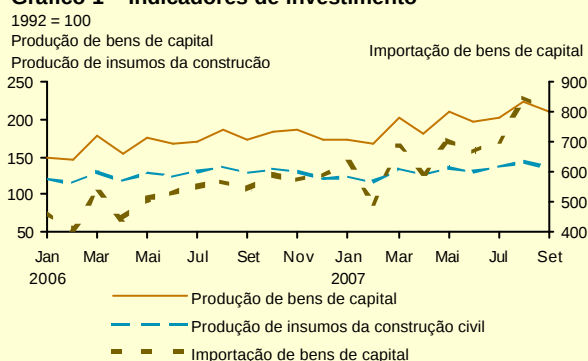
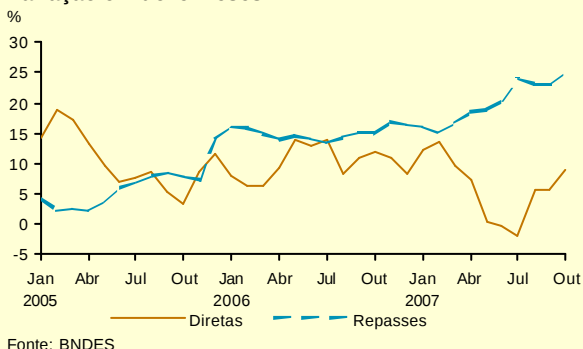


Gráfico 2 – Evolução dos financiamentos do BNDES – Variação em doze meses



Ressalte-se que o atual ciclo, contrariando o padrão verificado em períodos recentes, tem sido liderado pelo setor de bens de capital, cuja produção acumulada em doze meses aumentou 16,9% em outubro, ante 5,5% no período correspondente de 2006, enquanto na categoria de bens de consumo duráveis registraram-se aumentos respectivos de 7,4% e 6,8%. As importações de bens de capital elevaram-se 33,3% e 22%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação. Cabe salientar que mesmo com o crescimento do investimento, as taxas de utilização da capacidade continuaram se elevando nos últimos meses.

Nesse ambiente, o estoque de crédito do BNDES atingiu R\$152 bilhões em outubro de 2007, aumentando 16,6% em relação ao mesmo mês do ano anterior, ante elevações respectivas de 13,4% e 5,4% nos períodos correspondentes de 2006 e 2005. O crescimento dos empréstimos do BNDES esteve

vinculado, fundamentalmente, à expansão de 24,9% assinalada nas operações realizadas por meio de repasses às instituições financeiras credenciadas, que totalizaram R\$79 bilhões em outubro, estimuladas pela elevação de 19% observada nas linhas de crédito no âmbito da Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame), destinadas ao financiamento da produção e da comercialização de máquinas e equipamentos novos.

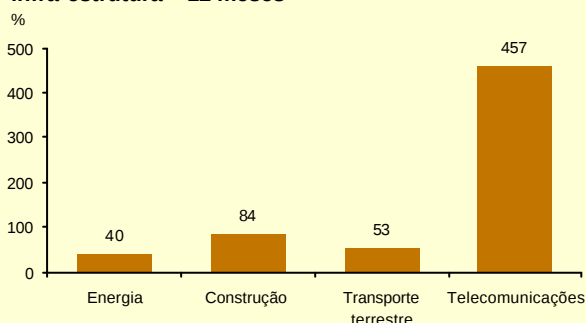
A relevância das operações amparadas pela Finame para o dinamismo das operações do BNDES torna-se evidente quando se analisa a trajetória dos desembolsos, que representam a liberação efetiva dos recursos dos financiamentos contratados.

Nesse sentido, enquanto os desembolsos do BNDES acumulados em doze meses totalizaram R\$66,6 bilhões em outubro de 2007, com expansão de 37% em relação aos doze meses anteriores, os relativos às operações com a Finame somaram R\$19,5 bilhões, aumentando 62,8% na mesma base de comparação.

A análise dos desembolsos por segmento econômico revela a predominância das concessões destinadas aos segmentos industrial e de infraestrutura, cujos volumes somaram R\$29,8 bilhões e R\$25,9 bilhões, respectivamente, nos doze meses encerrados em outubro, registrando, na ordem, crescimentos de 15% e de 60%, no período. O desempenho do setor industrial foi favorecido pelas concessões aos ramos de metalurgia, química e petroquímica, enquanto o dinamismo do setor de infraestrutura evidenciou, em linha com os incentivos proporcionados pelo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), aumento em linhas de financiamentos que deverão contribuir, nos próximos anos, para a sustentação dos investimentos privados.

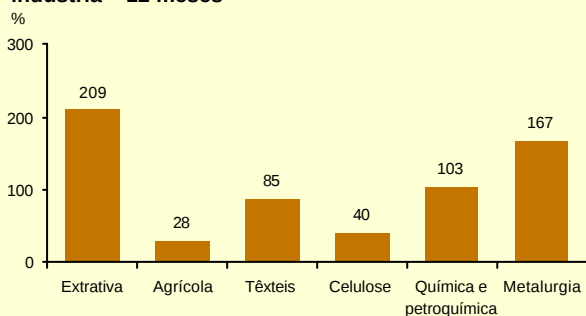
Ressalte-se, ainda, que o aumento na demanda por recursos para investimentos vem sendo influenciado pelas altas taxas de utilização da capacidade observadas em vários setores e pelo nível, menor desde 1994, atingido pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – principal indexador dos financiamentos contratados junto ao sistema BNDES, corrigindo 76% da carteira de operações diretas e 83% dos contratos vinculados a repasses

Gráfico 3 – Evolução dos desembolsos para infraestrutura – 12 meses



Fonte: BNDES

Gráfico 4 – Evolução dos desembolsos para indústria – 12 meses



Fonte: BNDES

Gráfico 5 – Distribuição da carteira do BNDES por encargos financeiros – Outubro 2007

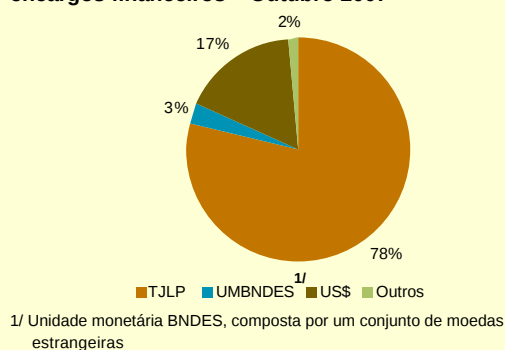
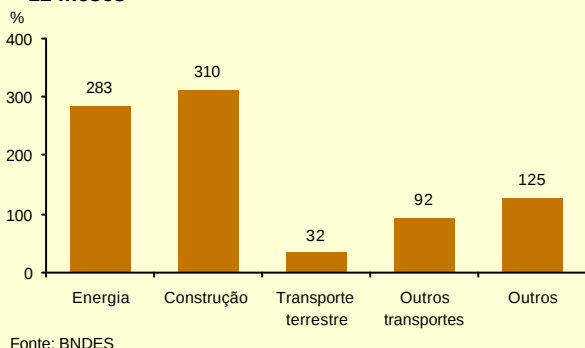


Gráfico 6 – Evolução das consultas para infra-estrutura – 12 meses



interfinanceiros, que recuou de 9% a.a., no primeiro trimestre de 2006, para 6,25% a.a. no último trimestre de 2007.

As perspectivas de manutenção da trajetória crescente dos empréstimos do BNDES podem ser antecipadas pelo exame das consultas ao órgão, que representam indicador antecedente de potenciais desembolsos. Essas solicitações, que atingiram R\$133,4 bilhões nos doze meses finalizados em outubro, aumentaram 41% em relação ao mesmo período de 2006, concentrando-se no segmento de infra-estrutura, responsável por 50,2% do total.

O dinamismo dos investimentos em infra-estrutura deverá ser mais intenso nos setores de construção e energia elétrica, nos quais as consultas cresceram, respectivamente, 310% e 283%. Esse desempenho reflete, em parte, a priorização desses setores no PAC, beneficiados com reduções específicas nos custos dos financiamentos e deve contribuir para reduzir o risco de escassez de energia no médio prazo.

Pesquisas recentes relacionadas às intenções de investir por parte das empresas ratificam as perspectivas favoráveis quanto à continuidade da expansão dos investimentos nos próximos trimestres, trajetória essencial para que o descompasso entre o ritmo de expansão entre oferta e demanda agregadas não venha a colocar riscos significativos para a dinâmica inflacionária.

pedidos do segmento comércio e serviços, traduzindo maior procura nos ramos construção civil e energia e eletricidade. As solicitações da atividade agropecuária cresceram 17,5%, enquanto, em sentido oposto, as consultas formuladas pelo setor industrial, evidenciando a retração na procura do segmento outros equipamentos de transporte, que inclui a indústria aeronáutica, recuaram 2,6%.

Operações de crédito com recursos livres

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2007				3	
	Jul	Ago	Set	Out	meses	meses
Total	572,7	590,8	602,3	619,4	8,2	30,1
Pessoa jurídica	290,1	300,4	306,6	314,5	8,4	27,9
Recursos domésticos	229,8	234,6	242,1	249,6	8,6	29,6
Referencial ^{1/}	180,0	182,0	188,9	193,6	7,6	26,0
Leasing	26,7	28,6	31,4	32,8	22,7	82,5
Rural	1,9	1,8	1,8	1,8	-2,4	3,8
Outros	21,2	22,2	20,0	21,4	1,0	11,4
Recursos externos	60,3	65,7	64,5	64,8	7,5	21,8
Pessoa física	282,6	290,4	295,7	304,9	7,9	32,5
Referencial ^{1/}	221,9	226,0	229,5	234,8	5,8	24,2
Cooperativas	11,2	11,5	11,7	11,9	5,7	25,1
Leasing	20,3	21,8	22,1	24,6	21,5	86,2
Outros	29,2	31,2	32,4	33,6	15,1	83,0

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular 2.957, de 30.12.1999.

Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

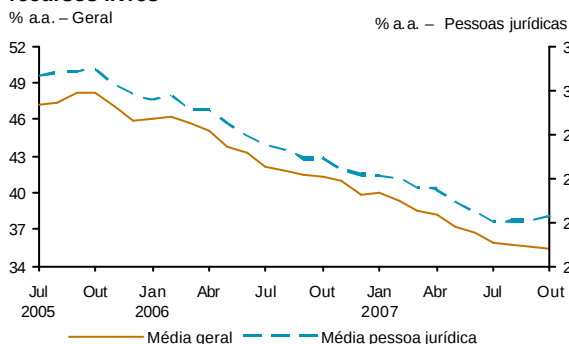
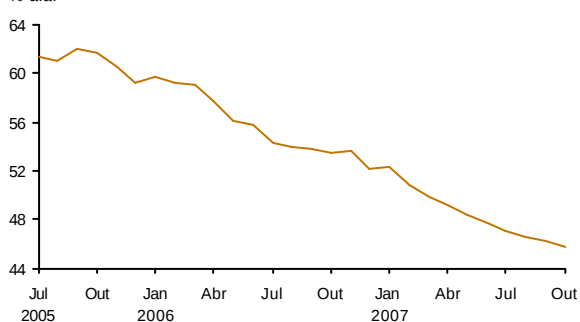


Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros pré-fixados – Pessoa física



As operações de crédito com recursos livres alcançaram R\$619,4 bilhões em outubro, registrando expansões de 8,2% em relação a julho e de 30,1% em doze meses. A participação desses empréstimos no estoque total de crédito do sistema financeiro alcançou 70%, ante 68% em outubro do ano anterior.

Os empréstimos para pessoas jurídicas somaram R\$314,5 bilhões em outubro, registrando a expansão mais significativa, de 8,4%, em relação a julho. As modalidades contratadas com recursos domésticos atingiram R\$249,6 bilhões, elevando-se 8,6% no trimestre.

As operações de crédito referencial para taxa de juros aumentaram 7,6% no período, em linha com a demanda mais intensa por recursos nos últimos meses do ano, em função do aquecimento dos negócios e de despesas com funcionários. Adicionalmente, o estoque das operações de *leasing* atingiu R\$32,8 bilhões, com os aumentos de 22,7% no trimestre e de 82,5% em doze meses traduzindo o dinamismo dos arrendamentos de veículos destinados à renovação e à ampliação de frotas das empresas.

O total de crédito contratado no segmento de pessoas físicas somou R\$304,9 bilhões em outubro, com acréscimos de 7,9% em relação a julho e de 32,5% em doze meses. O resultado trimestral esteve influenciado pelo dinamismo do segmento automotivo, evidenciado pelos aumentos de 21,5% nas operações de *leasing*, concentradas em veículos automotores, e de 5,8% nas relativas a crédito referencial para taxa de juros, com ênfase para as modalidades voltadas ao consumo, em particular crédito pessoal e financiamentos para aquisição de bens duráveis, especialmente veículos.

A taxa média de juros das operações de crédito livre referencial recuou 0,5 p.p. no trimestre encerrado em outubro, em relação ao período maio a julho, situando-se

Gráfico 3.9 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres
p.p. – Média e PJ

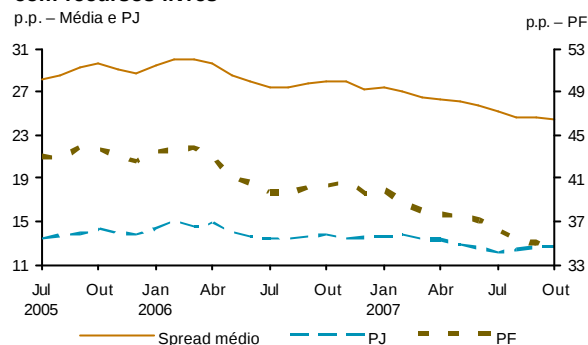
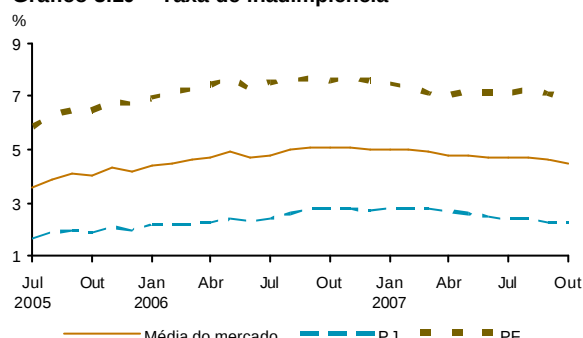


Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência^{1/}



1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 90 dias.

Gráfico 3.11 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

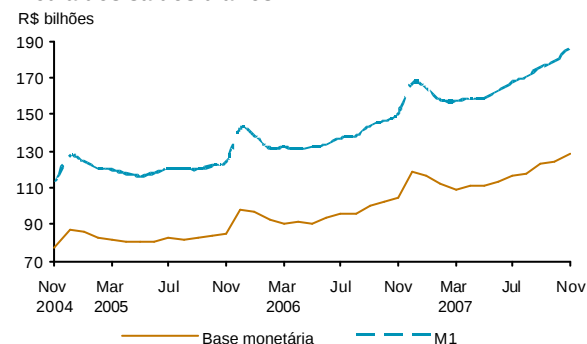
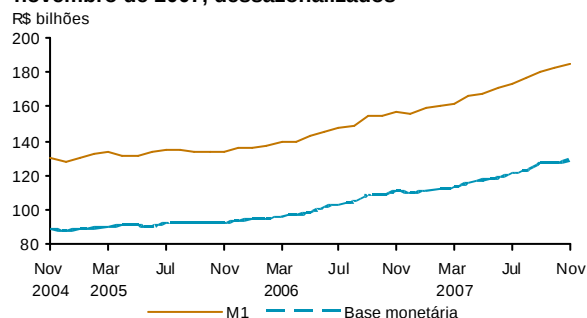


Gráfico 3.12 – M1 e base monetária a preço de novembro de 2007, dessazonalizados^{1/}



1/ Índice de preço: IPCA.

em 35,4% a.a., menor valor da série histórica iniciada em junho de 2000. O custo das operações do segmento de pessoas físicas recuou 1,2 p.p. no trimestre, para 45,8%, o menor patamar da série, refletindo, principalmente, a retração de 1,7 p.p. na taxa de crédito pessoal, que atingiu 48,9%, também o menor percentual da série. A taxa média de juros relativa aos empréstimos com pessoas jurídicas aumentou 0,4 p.p. em relação a julho, situando-se em 23,4% a.a., influenciada pelo acréscimo de 1 p.p. nas taxas pós-fixadas, associado à apreciação cambial observada no período.

O *spread* bancário alcançou 24,4 p.p. em outubro, com decréscimo de 0,7 p.p. em relação a julho. Esse comportamento resultou de decréscimo de 1,8 p.p. no segmento de pessoas físicas e expansão de 0,6 p.p. no relativo a pessoas jurídicas, situando-se, na ordem, em 34,5 p.p., menor valor da série, e 12,7 p.p.

A inadimplência da carteira de crédito referencial, considerados os atrasos superiores a noventa dias, atingiu 4,5% em outubro. O recuo de 0,2 p.p. em relação a julho decorreu de reduções de 0,1 p.p. em ambos os segmentos, cujas taxas situaram-se em 7% e 2,3%, respectivamente.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1), considerados os saldos médios diários, alcançaram R\$183,8 bilhões em novembro. A elevação de 22,4% assinalada nos últimos doze meses decorreu de aumentos de 18,2% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 25,1% na posição dos depósitos à vista.

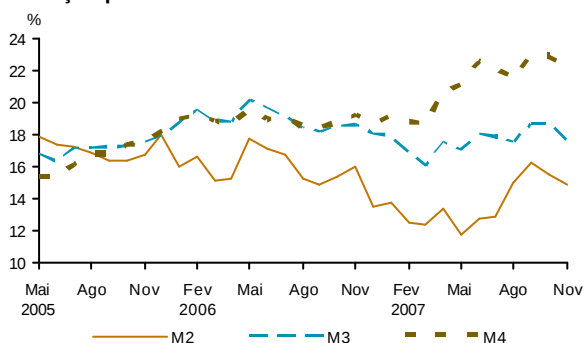
Quando considerados dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o agregado M1 registrou crescimento de 4,4% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao trimestre finalizado em agosto, persistindo a tendência ascendente observada no decorrer de 2007. Esse comportamento mostrou-se consistente, em especial, com o ritmo de expansão das operações de crédito e com a antecipação de parcela do décimo terceiro salário dos beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), em setembro. Em novembro, em linha com a evolução do M1, a média dos saldos diários da base monetária atingiu R\$127,4 bilhões, elevando-se 21,5% em doze meses, resultado de aumentos de 18% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 29,3% no referente às reservas bancárias.

As operações do setor externo, evidenciando as compras líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio, exerceram impacto expansionista de R\$16,4 bilhões sobre a base monetária, no trimestre encerrado em novembro. Adicionalmente, os ajustes nas operações com derivativos determinaram expansão de R\$4,3 bilhões, enquanto, em sentido inverso, as operações do Tesouro Nacional originaram impacto contracionista de R\$21 bilhões, a exigibilidade adicional sobre depósitos, de R\$1,9 bilhão, e o recolhimento compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), de R\$1,8 bilhão. O conjunto desses fatores e os resgates líquidos de títulos públicos federais de R\$20,4 bilhões determinaram o aumento de R\$16,4 bilhões na base monetária no trimestre.

Os meios de pagamento no conceito M2, que agrega M1, depósitos para investimento, depósitos de poupança e títulos emitidos por instituições financeiras, elevaram-se 5% em novembro, em relação a agosto, e 14,9% comparativamente ao mesmo mês de 2006. Os saldos das cadernetas de poupança e dos títulos privados cresceram 4,7% e 1,8%, respectivamente, no trimestre.

O saldo de M3, conceito que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas entre o público e o setor financeiro, cresceu 4,7% em relação a agosto, atingindo R\$1,6 trilhão. O M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,9 trilhão em novembro, com crescimento de 6% no trimestre.

Gráfico 3.13 – Meios de pagamento ampliados – Variação percentual em 12 meses



Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional (TN) com títulos públicos federais resultaram em resgate líquido de R\$4,3 bilhões no trimestre encerrado em novembro, registrando-se vencimentos de R\$82,5 bilhões, resgates antecipados de R\$8,2 bilhões e colocações de R\$86,3 bilhões em títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). As trocas somaram R\$27 bilhões, das quais 39,7% em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B). O resultado expansionista das operações primárias refletiu, basicamente, a redução no ritmo de colocações de títulos pelo TN, em resposta ao aumento da volatilidade no mercado financeiro.

Gráfico 3.14 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

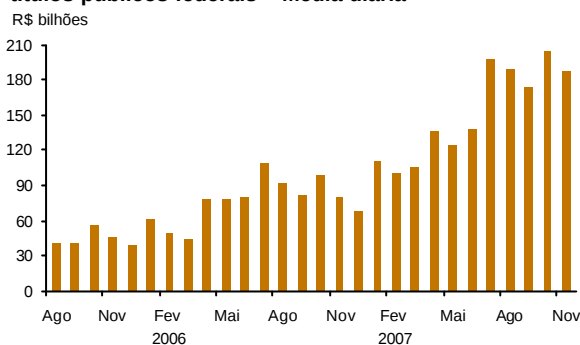
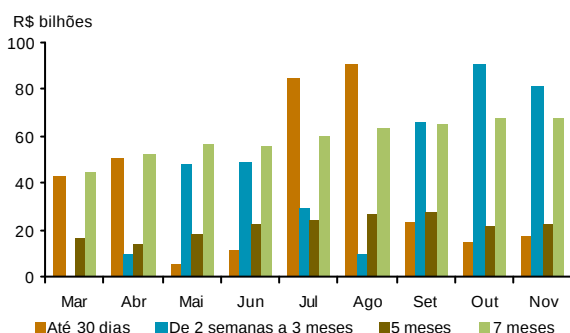


Gráfico 3.15 – Operações Compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período

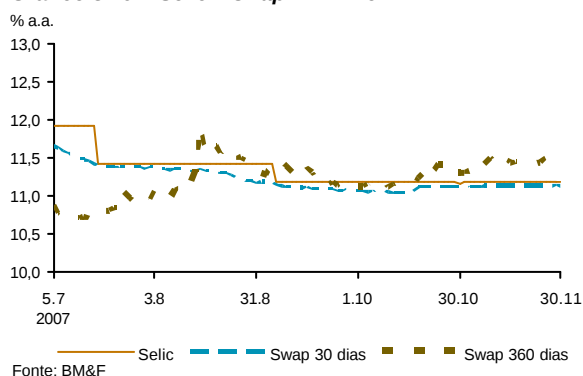


Os títulos prefixados respondiam, ao final de outubro, por 35,2% da DPMFi, seguindo-se os remunerados pela taxa Selic, 35,5%; e os vinculados a índices de preços, 26,1%. Consistente com as diretrizes estratégicas do Plano Anual de Financiamento (PAF) do TN, o prazo médio da DPMFi alcançou 36,7 meses, evidenciando as colocações de NTN-B, caracteristicamente de médio e longo prazos.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go-around* realizadas pelo Banco Central, que visam à adequação das condições de liquidez do sistema, recuou de R\$90 bilhões, no início de setembro, para R\$15,6 bilhões, ao final de novembro. No mesmo sentido, o saldo diário das operações compromissadas com prazo de cinco meses passou de R\$26,2 bilhões para R\$21,9 bilhões. Em sentido inverso, o saldo médio diário das operações com prazos de duas semanas a três meses e o daquelas com prazo de sete meses aumentaram, na ordem, de R\$9,7 bilhões para R\$81,2 bilhões e de R\$63,3 bilhões para R\$66,7 bilhões. A posição líquida de financiamento do Banco Central no *open market*, após alcançar R\$204,2 bilhões em outubro, situou-se em R\$185,4 bilhões ao final de novembro, ante R\$189,1 bilhões no final de agosto. Cabe adicionar que, sob essas circunstâncias, a situação de liquidez no mercado de reais continua confortável, em contraste com o que tem sido observado em algumas economias maduras.

A posição cambial ativa da dívida pública federal foi mantida no trimestre encerrado em novembro, registrando-se colocações de US\$4,7 bilhões e resgates de US\$5,4 bilhões em *swaps* cambiais reversos. A parcela da DPMFi exposta à variação cambial passou de -2,5%, no início de setembro, para -2,2%, no final de outubro. Os ajustes nas operações de *swaps* reversos, realizados em moeda nacional em função da variação da taxa de juros dos Certificados de Depósito Interfinanceiro (CDI) e da taxa de câmbio, resultaram em fluxo financeiro de R\$4,3 bilhões em favor do público.

Gráfico 3.16 – Selic x swap DI x Pré



Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A inclinação da curva de juros derivada dos contratos de *swap* DI x pré para novembro manteve-se estável em relação ao trimestre encerrado em agosto. A taxa para o contrato de *swap* DI x pré de 360 dias atingiu 11,6% a.a., em novembro. Durante outubro, esse contrato chegou a sofrer redução de 28 pontos base ante o trimestre anterior, evidenciando redução da curva de juros para todos os

Gráfico 3.17 – Taxa de juros *ex ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses
% a.a.

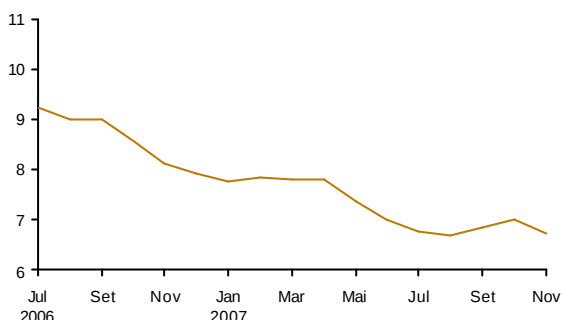
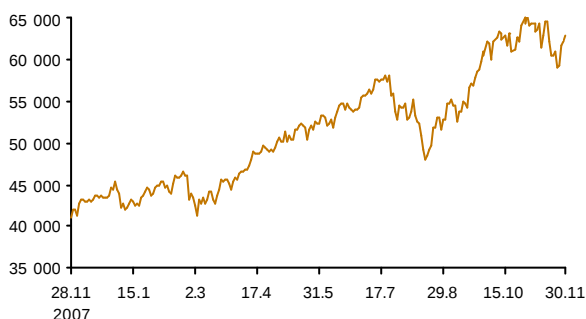


Gráfico 3.18 – Ibovespa
Pontos



Fonte: Bovespa

Gráfico 3.19 – Bolsas de valores

Outubro 2006 = 100

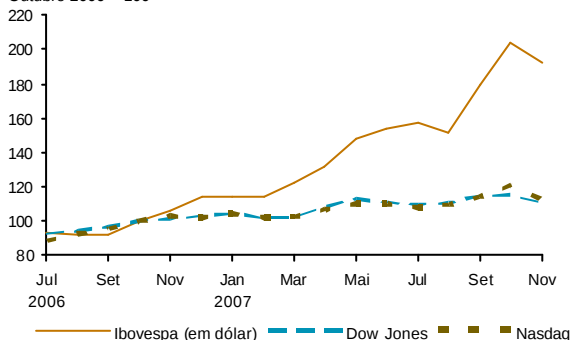
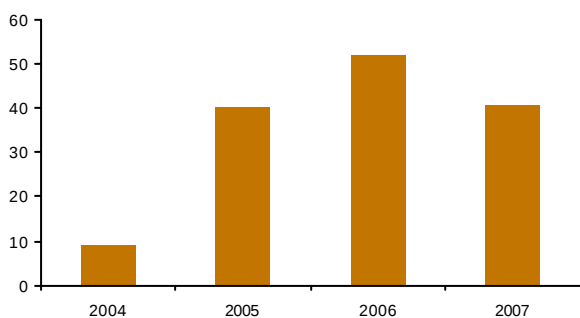


Gráfico 3.20 – Emissão primária de debêntures

R\$ bilhões – Acumulado até Novembro



Fonte: CVM

vértices. Esse movimento foi revertido, porém, em razão do acirramento das incertezas nos mercados financeiros internacionais, refletido na trajetória do risco-país, que registrou média de 191 pontos no trimestre, ante 171 pontos nos três meses anteriores.

A taxa de juros do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base na pesquisa Relatório de Mercado de 30 de novembro, do Banco Central, manteve-se estável em relação ao final de agosto, quando alcançou 6,7% a.a., registrando-se aumentos, na margem, nas expectativas tanto para a inflação medida pelo IPCA quanto para a taxa Selic para 12 meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), após acumular perdas no bimestre julho-agosto, retomou a tendência de alta observada no primeiro semestre alcançando, ao final de setembro, o patamar vigente antes do início do período de instabilidade no mercado financeiro internacional. A partir de outubro, o Ibovespa assinalou sucessivos recordes, atingindo o máximo de 65.317 pontos ao final daquele mês e acumulando alta de 15,3% no trimestre encerrado em novembro. A média diária do volume transacionado no trimestre totalizou R\$6,1 bilhões, registrando acréscimo de 18,7% em relação ao trimestre encerrado em agosto e assinalando recordes diário de R\$15,8 bilhões, em 17 de outubro, e mensal de R\$6,7 bilhões, em novembro. Avaliado em dólares, o Ibovespa registrou elevação de 26,8% no período, favorecido pela evolução do câmbio, enquanto os índices *Dow Jones* e *Nasdaq* variaram 0,1% e 2,5%, respectivamente.

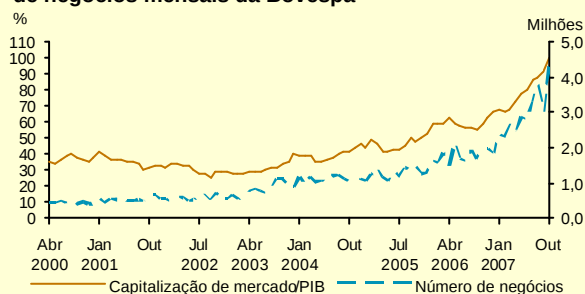
O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$93,9 bilhões no ano, até novembro. As emissões de debêntures somaram R\$45,4 bilhões, ante R\$51,5 bilhões no período equivalente de 2006, das quais 73% realizadas por empresas de arrendamento mercantil e, portanto, caracterizando-se por apresentar prazos longos e volume elevado (ver box Mercado de Capitais, Crédito e Crescimento Econômico).

As emissões primárias de ações somaram R\$29,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2007, elevando-se 114,7% em relação a igual período do ano anterior. O setor

Mercado de Capitais, Crédito e Crescimento Econômico

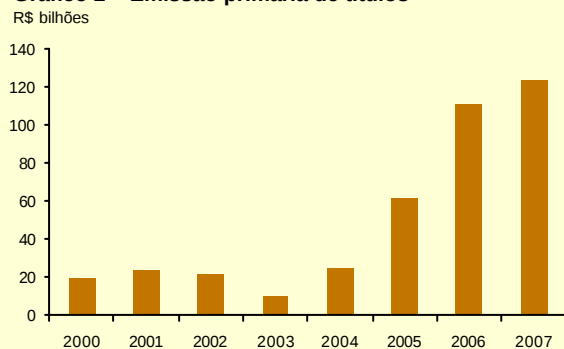
A experiência internacional sugere a existência de correlação positiva entre o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros e as taxas de crescimento da economia. Essa relação é estabelecida uma vez que, em mercados desenvolvidos, os intermediários financeiros alocam recursos com mais eficiência e se beneficiam do aumento de liquidez dos ativos para oferecer novos serviços. Esse contexto favorece a disponibilidade de informações sobre as empresas, a redução dos custos de transação, a realização de projetos de longo prazo e a melhoria da alocação de recursos, do ponto de vista da diversificação de riscos.

Gráfico 1 – Capitalização de mercado/PIB^{1/} e número de negócios mensais da Bovespa



Fonte: Bovespa
1/ PIB acumulado em 12 meses.

Gráfico 2 – Emissão primária de títulos



Fonte: CVM

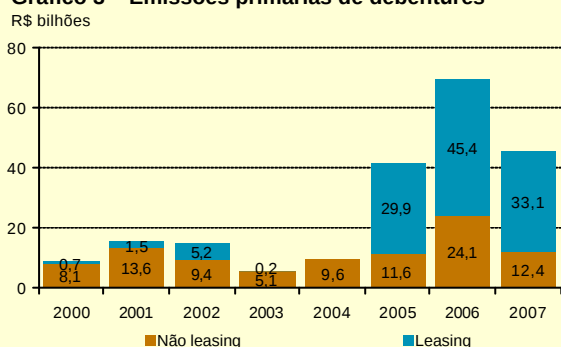
No Brasil, a estabilização macroeconômica que sucedeu a implementação do Plano Real favoreceu a abertura da economia à liquidez internacional, enquanto os ajustes mais recentes no sistema financeiro – associados, por exemplo, à criação do Fundo Garantidor do Crédito e da Central de Risco de Crédito, à regulamentação da tributação no mercado de capitais, à implementação do Sistema Brasileiro de Pagamentos e da Lei de Falências – consolidaram as bases para o fortalecimento e a expansão do mercado de capitais como fonte alternativa de captação de recursos por parte das empresas. Nesse sentido, as emissões primárias de títulos privados registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) alcançaram R\$122 bilhões em 2007, até novembro, com 454 registros de ofertas públicas de títulos, comparativamente a R\$19 bilhões e 258 registros, em 2000.

Entre as modalidades de captação, a emissão de debêntures somou R\$69,5 bilhões em 2006 e R\$45,5 bilhões em 2007, até novembro, comparativamente a R\$14,9 bilhões no biênio 2003 e

2004. A participação das companhias de *leasing* tem sido determinante para a dinâmica desse mercado, respondendo, desde 2005, por cerca de 70% das emissões, e provendo a sustentação para o acentuado crescimento das operações de arrendamento mercantil, voltadas, principalmente, para o financiamento de veículos, máquinas e equipamentos.

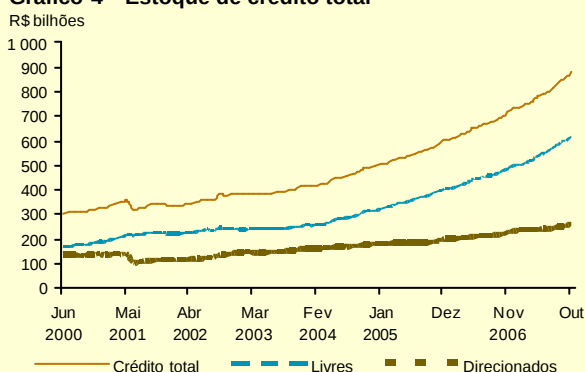
O mercado acionário vem apresentando dinamismo similar, explícito no crescimento acentuado, de 30% em 2003, para 100,1% em outubro de 2007, da relação entre a capitalização das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e o PIB acumulado em 12 meses. As emissões de ações atingiram R\$29,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2007, superando o total das emissões realizadas de 2000 a 2006, com ênfase para o desempenho das empresas do setor imobiliário, responsáveis por 44,4% das colocações efetuadas em 2007.

Gráfico 3 – Emissões primárias de debêntures



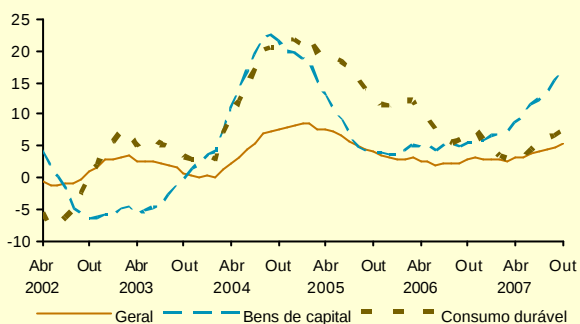
Assinale-se, ainda, a trajetória crescente das emissões amparadas em novos instrumentos de captação de recursos, como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP), que juntos registraram volume de R\$28,7 bilhões em emissões primárias nos onze primeiros meses de 2007. Os FIP, criados em 2003, visando a captação para investimentos setoriais, constituíram-se na modalidade de maior crescimento relativo, tendo suas emissões avançando de R\$2,1 bilhões, em 2005, para R\$19,1 bilhões, nos onze primeiros meses de 2007.

Gráfico 4 – Estoque de crédito total



Paralelamente, a expansão do mercado de crédito, que evoluiu de 26% para 34% do Produto Interno Bruto (PIB), entre junho de 2000 e outubro de 2007, tem contribuído decisivamente para o fortalecimento da atividade econômica, estimulando, particularmente, o consumo de bens duráveis e as aquisições de veículos. As melhores condições do mercado de crédito refletem, em parte, a própria evolução do mercado de capitais, na medida em que se ampliam, potencialmente, as fontes de capitalização das instituições financeiras. Nesse sentido, ressalte-se que, em 2007, onze bancos, a maioria dos quais especializados em crédito consignado ou em operações destinadas a empresas de médio porte, abriram seu capital, com emissões da ordem de R\$6,1 bilhões.

Gráfico 5 – Produção industrial – Por categoria de uso
Variação acumulada em 12 meses

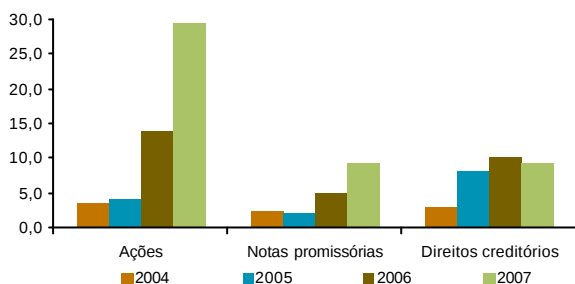


A relação positiva entre os mercados de capitais e de crédito e a atividade econômica é sugerida também pelo comportamento dos indicadores de produção industrial. Sob a ótica da oferta, as categorias que apresentaram maior crescimento foram a de bens de consumo duráveis e de bens de capital, que se relacionam, respectivamente, com o desempenho do crédito com recursos livres e com o desenvolvimento do mercado de capitais.

Verifica-se, portanto, que a evolução recente do mercado de capitais no Brasil acompanha de perto o desempenho da economia, favorecendo a expansão do nível de atividade ao ampliar a disponibilidade de recursos destinados ao investimento e ao consumo. Esses recursos alcançam sua destinação tanto por meio do mercado de crédito, que se beneficia da liquidez ampliada para aumentar sua capacidade de intermediação financeira, quanto pela emissão de títulos por parte das empresas, que favorece a realização de projetos de investimento financiados a custos mais baixos e por prazos mais longos. Ao mesmo tempo, o aquecimento do nível de atividade e a estabilidade macroeconômica favorecem o desenvolvimento do mercado de capitais, ao ampliarem a atratividade dos papéis negociados. Dessa forma, realimenta-se o processo inicial, que tende a ganhar maior robustez em um ambiente de ingressos consistentes de recursos externos.

Gráfico 3.21 – Emissões primárias no mercado de capitais

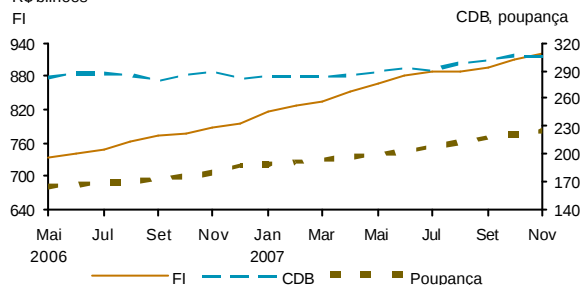
R\$ bilhões – Acumulado até Novembro



Fonte: CVM

Gráfico 3.22 – Evolução patrimonial de poupança, CDB e FI^{1/}

R\$ bilhões



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

Gráfico 3.23 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador

% – Selic

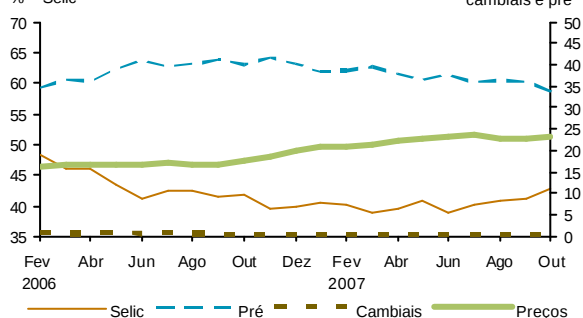
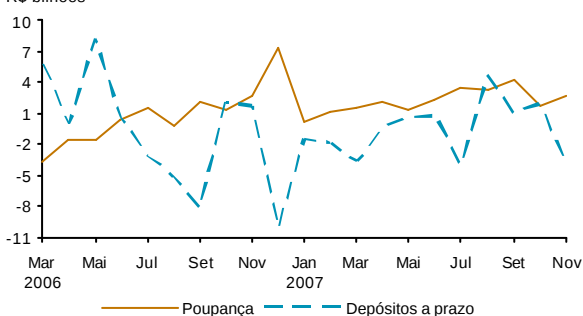


Gráfico 3.24 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo

R\$ bilhões



imobiliário constituiu-se no principal emissor, respondendo por cerca de 44% do total emitido no período. As emissões de fundos em direitos creditórios atingiram R\$9,3 bilhões, ante R\$10,2 bilhões no mesmo período do ano anterior. Assinale-se a captação de R\$19,1 bilhões pelos fundos de investimento em participações (FIP), regulamentados em 2003 e destinados ao investimento em projetos de empresas de capital aberto ou fechado, nas quais é aberta aos cotistas a participação no processo decisório.

Aplicações financeiras

As aplicações em fundos de investimento, depósitos a prazo e cadernetas de poupança totalizaram R\$1,5 trilhão em novembro, registrando aumentos de 3,8% em relação a agosto e de 15,6% em doze meses.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento, considerados os fundos cambiais, os de curto prazo, os de renda fixa, os multimercados e os referenciados, cresceu 3,6% no trimestre encerrado em novembro, totalizando R\$921,7 bilhões.

A carteira consolidada dos fundos de investimento concentrava, ao final de outubro, 57,2% das aplicações em títulos públicos, 20% sob a forma de operações compromissadas e 10,7% em títulos bancários, comparativamente a 63,1%, 15,6% e 11,7%, respectivamente, no mesmo período de 2006.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento extramercado, que administram recursos de propriedade das entidades da administração federal indireta, totalizou R\$26,9 bilhões em novembro, registrando acréscimo de 8,1% em relação a agosto.

Os recursos aplicados em fundos de renda variável totalizaram R\$145,6 bilhões, em novembro, elevando-se 18,3% no trimestre e 77,8% em doze meses, enquanto o patrimônio líquido dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP-FGTS) e dos Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre (FMP-FGTS-CL) somaram, em conjunto, R\$17,7 bilhões, aumentando 32,3% no trimestre.

Os saldos das cadernetas de poupança, cujas captações líquidas totalizaram R\$24,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano, e dos depósitos a prazo atingiram, na ordem, R\$225 bilhões e R\$305,1 bilhões, em novembro, apresentando crescimentos de 25,4% e 5,4%,

respectivamente, em relação ao mês correspondente do ano anterior.

3.3 Política fiscal

A Emenda Constitucional 55, promulgada em setembro, aumentou, de 22,5% para 23,5%, o percentual da arrecadação dos impostos sobre a renda e sobre produtos industrializados repassados pela União ao Fundo de Participação dos Municípios (FPM). Essa alteração, considerando a estimativa de arrecadação da União na proposta orçamentária para 2008, deverá aumentar os repasses aos municípios em, aproximadamente, R\$2 bilhões, no próximo ano.

É importante ressaltar que a proposta de orçamento da União para 2008 incorpora previsão de R\$40,1 bilhões de arrecadação referente à CPMF. Tendo em vista a representatividade desse tributo e a rejeição da proposta de sua prorrogação, no âmbito do Senado, devem ser considerados os riscos de sua descontinuidade para a manutenção do ritmo esperado de redução da Dívida Líquida do Setor Público nos próximos anos.

Necessidades de financiamento do setor público

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

Segmento	2005		2006		2007	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-59,8	-3,4	-57,2	-3,0	-63,7	-3,1
Governos regionais	-20,8	-1,2	-19,2	-1,0	-28,6	-1,4
Empresas estatais	-14,5	-0,8	-14,6	-0,8	-14,6	-0,7
Total	-95,1	-5,4	-91,0	-4,8	-106,9	-5,1

O superávit primário do setor público não financeiro totalizou R\$106,6 bilhões de janeiro a outubro de 2007, representando 5,1% do PIB. A distribuição desse resultado por esferas do setor público evidencia aumentos nos superávits dos governos regionais e do Governo Central e redução no relativo às empresas estatais.

O desempenho do superávit do Governo Central refletiu o crescimento de 12,7% das receitas, em relação ao mesmo período de 2006, cuja participação no PIB passou de 23,3% para 24%, no período. A evolução das receitas, consistente com o dinamismo da atividade econômica, foi favorecida, ainda, pelos programas de parcelamento de débitos em atraso junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional de Seguridade Social.

A receita bruta do Tesouro Nacional cresceu 12,8%, na mesma base de comparação, enquanto as demais receitas, evidenciando recuos nas arrecadações relativas à cota parte de compensações financeiras e a dividendos –

Gráfico 3.25 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Janeiro-outubro
% do PIB

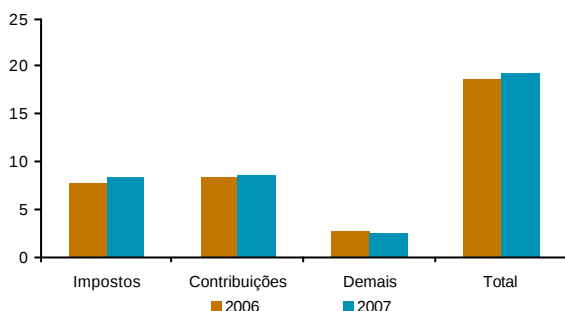


Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Janeiro-outubro

Discriminação	2006		2007	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Total	179 754	10,20	204 146	10,72
Pessoal e encargos	83 208	4,72	93 107	4,89
Custeio e capital	96 035	5,45	110 713	5,81
FAT	12 466	0,71	15 084	0,79
Subs. e subv.	5 275	0,30	5 815	0,31
Loas/RMV	9 566	0,54	11 183	0,59
Outras	57 556	3,27	64 386	3,38
Transf. ao Bacen	511	0,03	326	0,02

Fonte: STN

Gráfico 3.26 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos (PPI)

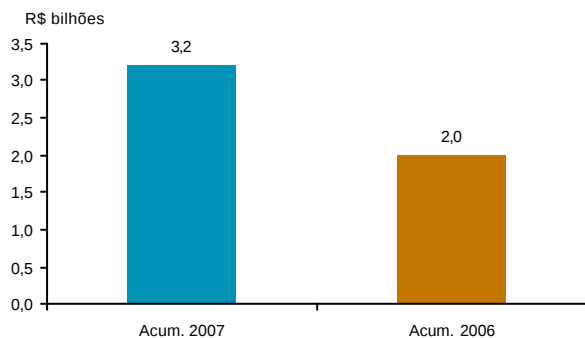
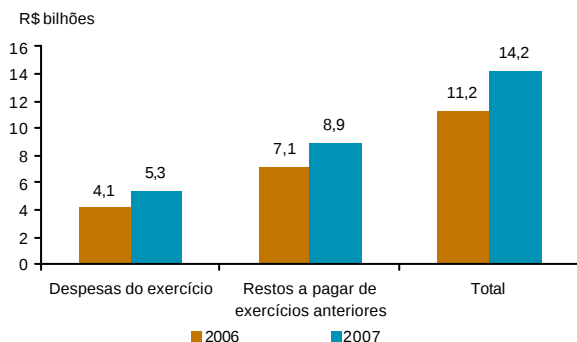


Gráfico 3.27 – Governo federal: despesas pagas de investimentos até setembro



essa última decorrente da redução no volume de recursos distribuídos pelas empresas financeiras federais, registraram elevação de 2,9%.

A arrecadação conjunta do Imposto de Renda – Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido cresceu 18% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2006, impulsionada pela elevação no nível de atividade e pelo aumento nos processos de abertura de capital e ofertas de ações, resultando em crescimento no volume global de negócios realizados no mercado acionário. Esse último fator, em conjunto com a intensificação no controle de operações e atividades imobiliárias, contribuiu, ainda, para que a arrecadação do Imposto de Renda – Pessoa Física aumentasse 46,4%, no período.

As receitas associadas ao Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e à Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) cresceram 19% e 11,4%, respectivamente, beneficiadas pelo dinamismo dos setores metalurgia e fabricação de veículos. O desempenho da arrecadação do IPI esteve relacionado, adicionalmente, às elevações de 29,9% no valor em dólar das importações tributadas e de 11,5% na alíquota média do imposto.

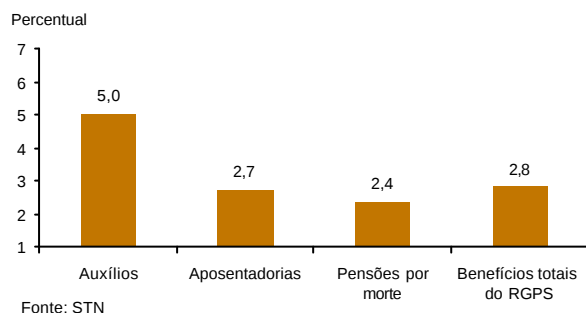
As despesas do Tesouro, que cresceram 12,4% em relação aos dez primeiros meses de 2006, passaram a representar 9,81% do PIB. As despesas com pessoal e encargos sociais, refletindo o processo de reestruturações de carreiras específicas de servidores públicos civis e militares, cresceram 13,1% no período.

Os gastos associados a custeio e capital elevaram-se 15,3%, registrando-se aumentos de 21% nas despesas com o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e 16,9% com benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – LOAS/Renda Mensal Vitalícia). A evolução dessas despesas refletiu tanto o crescimento do número de beneficiários quanto o reajuste do salário mínimo, que sensibiliza os valores dos benefícios pagos.

Os gastos com investimentos do governo federal, traduzindo o impacto das diretrizes adotadas para a retomada da capacidade de investimento do governo federal, aumentaram 27,5%, atingindo R\$14,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano. Desse total, R\$3,2 bilhões encontram-se no âmbito do Projeto Piloto de Investimento (PPI), passível de ser deduzido do superávit primário, ante R\$2 bilhões no mesmo período de 2006.

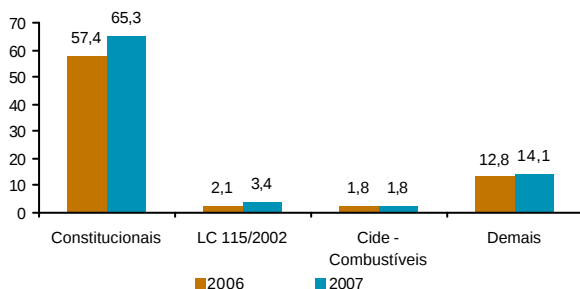
Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Discriminação	2006	R\$ bilhões	
		2006 Jan-out	2007 Jan-out
Arrecadação bruta	133,7	104,2	120,5
Restituição/devolução	-0,5	-0,4	-0,4
Transf. a terceiros	-9,7	-8,1	-11,2
Arrecadação líquida	123,5	95,7	108,8
Benefícios previdenciários	165,6	132,8	147,3
Resultado Primário	-42,1	-37,1	-38,4
Resultado Primário/PIB	-1,81%	-1,95%	-1,85%

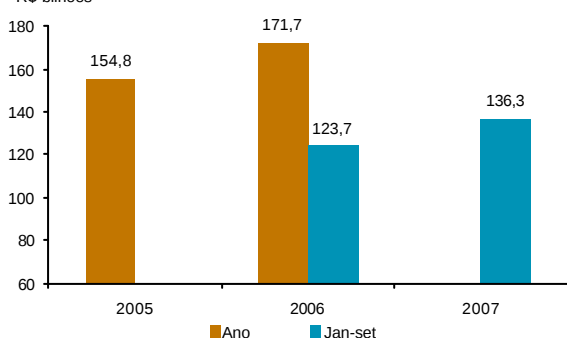
Gráfico 3.28 – Crescimento da quantidade média de benefícios emitidos pela Previdência Social (Jan-out 2007/Jan-out 2006)**Gráfico 3.29 – Transferências para estados e municípios**

Acumulado até outubro

R\$ bilhões

**Gráfico 3.30 – Arrecadação de ICMS**

R\$ bilhões



O déficit da Previdência Social, evidenciando crescimento mais acentuado das receitas relativamente às despesas, reduziu-se de 1,95% do PIB, nos primeiros dez meses de 2006, para 1,85% do PIB, em igual período de 2007. A elevação na arrecadação das contribuições, consistente com o aumento da formalização do mercado de trabalho, alcançou 13,7%, enquanto o crescimento das despesas com benefícios, resultante do reajuste do salário mínimo e do aumento na quantidade média de benefícios pagos, atingiu 10,8%.

As transferências constitucionais para estados e municípios aumentaram 14,1%, no ano, acompanhando o comportamento da arrecadação dos tributos partilhados com esses dois níveis de governo. Esse aumento correspondeu a 0,2 p.p. do PIB.

As receitas de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), favorecendo o crescimento do superávit dos governos regionais, cresceram 10,2% de janeiro a setembro de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior.

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$135,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano, dos quais R\$104,6 bilhões no âmbito do Governo Central e R\$32,5 bilhões na esfera regional, enquanto as empresas estatais registraram receita líquida de juros de R\$1,9 bilhão no período. A diminuição da taxa Selic, que passou de 12,8% no acumulado de janeiro a outubro de 2006 para 10% no mesmo período de 2007, contribuiu para que os juros apropriados apresentassem redução de 0,6% p.p. do PIB.

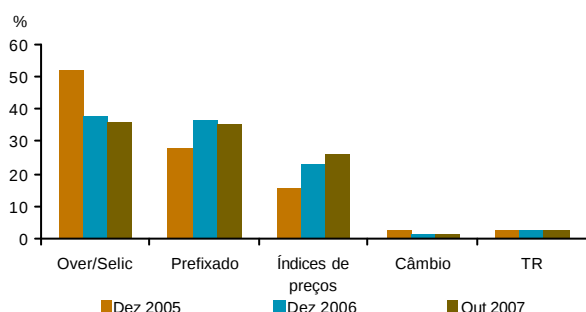
As necessidades de financiamento do setor público, que abrangem o resultado primário e os juros nominais apropriados, totalizaram R\$28,7 bilhões nos dez primeiros meses de 2007, ante R\$43,9 bilhões no mesmo período do ano anterior, representando, na ordem, 1,4% e 2,3% do PIB. O Governo Central e os governos regionais apresentaram reduções respectivas em suas necessidades de financiamento equivalentes a 0,8 p.p. e 0,2 p.p. do PIB, enquanto o superávit das empresas estatais recuou 0,1 p.p.

Com relação às fontes de financiamento do déficit nominal acumulado no ano, os recursos de origem interna expandiram-se em R\$221,4 bilhões, resultado de elevações de R\$238,7 bilhões na dívida mobiliária e de R\$4,8 bilhões nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, e de retração de R\$22 bilhões na dívida bancária. O financiamento externo líquido reduziu-se em

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

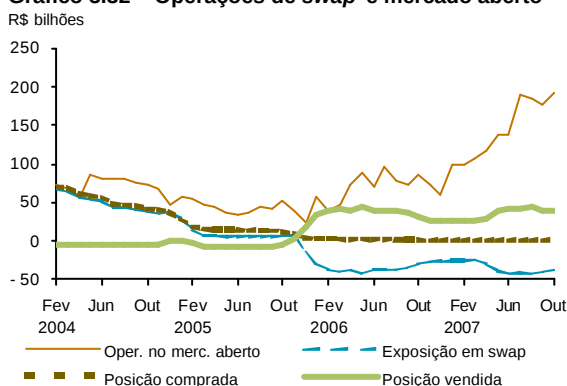
Discriminação	2006		2007	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	43,9	2,3	28,1	1,4
Primário	-91,0	-4,8	-106,9	-5,1
Juros	134,9	7,1	135,0	6,5
Fontes	43,9	2,3	28,1	1,4
Financiamento interno	140,2	7,4	220,9	10,6
Dívida mobiliária	151,1	7,9	238,7	11,5
Dívida bancária	-10,9	-0,6	-22,6	-1,1
Outros	0,0	0,0	4,8	0,2
Financiamento externo	-96,3	-5,1	-192,7	-9,3

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



^{1/} Sem swap.

Gráfico 3.32 – Operações de swap e mercado aberto



R\$192,7 bilhões, em função, principalmente, da elevação das reservas internacionais.

Dívida mobiliária federal

Em outubro de 2007, o estoque da dívida mobiliária federal, avaliado pela posição de carteira, alcançou R\$1.199 bilhões, 46,3% do PIB, apresentando crescimento de R\$27,9 bilhões em relação a julho. Essa variação evidenciou resgates líquidos de R\$8,5 bilhões no mercado primário, redução de R\$0,9 bilhão referente à apreciação cambial de 7,1% registrada no trimestre, e incorporação de juros de R\$37,3 bilhões.

A participação dos títulos indexados à taxa Selic e a índices de preços no total da dívida mobiliária federal cresceu 0,2 p.p. e 1,1 p.p., respectivamente, no trimestre, atingindo, na ordem, 30,6% e 22,5%, enquanto a relativa a títulos prefixados recuou 0,9 p.p., para 30,4%. O financiamento tomado pelo Banco Central por meio de operações de mercado aberto atingiu, em outubro, R\$190,8 bilhões, nível semelhante ao de julho de 2007.

A posição de outubro evidencia, mais uma vez, a continuidade da melhora no perfil de maturação da dívida mobiliária federal. O cronograma de amortização da dívida em mercado, exceto operações de financiamento, indica que 2,7% dos vencimentos ocorrerão em 2007; 27,3%, em 2008; e 70%, a partir de janeiro de 2009. O prazo médio passou de 35,6 meses, em julho, para 36,7 meses, em outubro.

As operações de *swap* cambial reverso atingiram R\$37,9 bilhões, em outubro. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, apurado pelo critério caixa, foi desfavorável ao Banco Central em R\$3 bilhões no trimestre encerrado em outubro. O resultado destas operações, desde o seu início, em 2002, apresenta-se desfavorável ao Banco Central em R\$0,9 bilhão.

Dívida Líquida do Setor Público

A DLSP atingiu R\$1.132 bilhões em outubro, 43,7% do PIB, ante R\$1.067,4 bilhões, 44,9% do PIB, em dezembro de 2006. Essa trajetória foi resultante, em termos contracionistas, de contribuições do superávit primário, 4,1 p.p. do PIB, e do crescimento do PIB valorizado, 3,7 p.p.,

Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

		R\$ milhões					
		Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2003	Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717	100
2004	Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207	100
2005	Mar	5 239	11,5	40 506	88,5	45 744	100
	Jun	4 099	12,3	29 165	87,7	33 264	100
	Set	-6 857	-16,4	48 591	116,4	41 734	100
	Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856	100
2006	Mar	-8 399	-18,3	54 395	118,3	45 996	100
	Jun	7 241	10,3	62 821	89,7	70 062	100
	Set	19 120	26,6	52 779	73,4	71 899	100
	Dez	5 800	9,7	54 231	90,3	60 030	100
2007	Jan	46 943	47,0	52 882	53,0	99 825	100
	Fev	41 464	42,2	56 883	57,8	98 347	100
	Mar	41 656	39,3	64 281	60,7	105 937	100
	Abr	-5 028	-4,3	120 726	104,3	115 698	100
	Mai	12 947	9,4	124 885	90,6	137 832	100
	Jun	10 198	7,5	126 562	92,5	136 760	100
	Jul	99 117	52,1	91 202	47,9	190 320	100
	Ago	85 662	46,4	98 887	53,6	184 548	100
	Set	7 561	4,3	168 525	95,7	176 086	100
	Out	20 723	10,9	170 112	89,1	190 835	100

Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2005		2006		2007- out	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1002 485	46,5	1067 363	44,9	1131 481	43,6
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	45 488	-0,5	64 879	-1,5	64 118	-1,3
Fatores	45 488	2,1	64 879	2,7	64 118	2,5
NFSP	63 641	2,9	69 883	2,9	28 123	1,1
Primário	-93 505	-4,3	-90 144	-3,8	-106 890	-4,1
Juros	157 146	7,3	160 027	6,7	135 013	5,2
Ajuste cambial	-18 202	-0,8	-4 881	-0,2	32 462	1,3
Div. interna ^{1/}	-4 554	-0,2	-2 222	-0,1	-2 610	-0,1
Div. externa	-13 648	-0,6	-2 659	-0,1	35 072	1,4
Outros ^{2/}	-2 258	-0,1	2 302	0,1	3 582	0,1
Reconhecimento						
de dívidas	3 262	0,2	-375	0,0	1 215	0,0
Privatizações	-954	0,0	-2049	-0,1	-1265	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,6		-4,3		-3,7

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

enquanto, em sentido inverso, os juros nominais apropriados e o ajuste decorrente da valorização cambial de 18,4% acumulada no ano exerceram impactos expansionistas de 5,2 p.p. e 1,3 p.p., respectivamente.

A composição da DLSP revela que, em linha com o aumento das reservas internacionais, a participação dos ativos líquidos atrelados ao dólar em seu total aumentou 13,3 p.p., ao longo de 2007. A parcela da DLSP indexada à taxa Selic, incluindo as operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central, cresceu 10 p.p. no período.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que inclui os passivos financeiros do governo federal, do INSS e dos governos regionais, alcançou R\$1.678,4 bilhões em outubro, 64,7% do PIB, ante R\$1.556,5 bilhões, 65,5% do PIB, em dezembro de 2006.

3.4 Conclusão

As operações de crédito continuaram a registrar crescimento significativo, trajetória compatível com a evolução do mercado de trabalho – traduzida em maior formalização, elevação da massa salarial e expectativas favoráveis dos trabalhadores em relação à manutenção do emprego, com desdobramentos sobre decisões relativas a comprometimento de renda – e com o processo de melhora nas condições de crédito, expresso na redução contínua das taxas de juros e no alongamento dos prazos. Esse ambiente favorece a sustentação do consumo de bens duráveis, estimulando a intensificação da demanda de crédito por parte das empresas, tanto para prover capital de giro, quanto para viabilizar novos investimentos.

Além da procura crescente por crédito bancário, o setor empresarial vem aumentando sua inserção no mercado de capitais, confirmando tendência que se evidencia desde 2006. Nesse sentido, a capitalização das empresas a partir da emissão de ações e de debêntures permanece expressiva, ao mesmo tempo em que ganha destaque a utilização de novos mecanismos, tais como os fundos de investimento em participações e os fundos de investimento em direitos creditórios. Tal diversidade de instrumentos de *funding* para a atividade produtiva tende a conferir sustentabilidade à evolução do investimento agregado e, em consequência, do nível geral de atividade econômica.

O superávit primário acumulado nos dez primeiros meses de 2007 assegura o cumprimento das metas fiscais

estabelecidas para o ano. Esse resultado refletiu tanto a evolução favorável das contas da Previdência Social, quanto o crescimento do superávit dos governos regionais, particularmente dos estados. A redução no déficit da Previdência refletiu o desempenho das receitas, favorecido pelas melhores condições do mercado de trabalho, enquanto a melhora nos superávits dos estados combina crescimento das receitas e maior controle de despesas primárias. Adicionalmente, a redução da taxa básica de juros segue contribuindo para que a relação DLSP/PIB mantenha-se em trajetória declinante. Entretanto, a rejeição da proposta de prorrogação da CPMF a partir de 2008 eleva o grau de incerteza associado às perspectivas para a política fiscal.

O crescimento da economia mundial, contrastando com as expectativas de desaceleração formadas a partir da crise no mercado de empréstimos hipotecários de segunda linha nos Estados Unidos da América (EUA) – *subprime*, continuou em ritmo acelerado no terceiro trimestre de 2007, registrando-se desempenhos favoráveis tanto nas três principais áreas econômicas quanto na maior parte das economias emergentes. O balanço geral de riscos ao crescimento global, no entanto, permaneceu deteriorando-se frente aos desdobramentos da crise no mercado *subprime* sobre instituições financeiras e a oferta de crédito em economias maduras e em decorrência da acentuada elevação do preço do barril de petróleo, cujas cotações, em termos reais, aproximaram-se de seu recorde histórico.

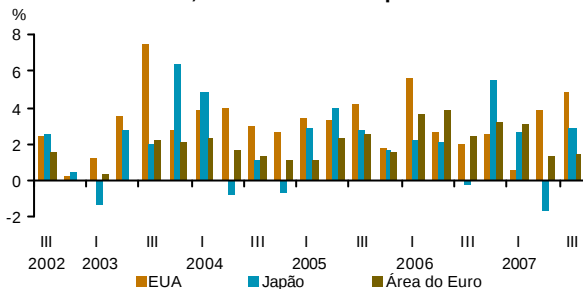
A crise no mercado *subprime* condicionou a atuação conjunta dos principais bancos centrais. Por um lado, diversos bancos centrais tiveram, e continuam tendo, que atuar objetivando a manutenção da liquidez do sistema financeiro internacional em níveis adequados. Por outro, os bancos centrais adotaram medidas para mitigar o impacto macroeconômico das dificuldades no setor financeiro. Nesse ambiente, o *Federal Reserve* (Fed) reduziu, cumulativamente, a taxa básica de juros em 0,75 p.p., enquanto o Banco Central Europeu e o Banco do Japão adotaram postura mais cautelosa no processo de elevação de suas taxas básicas.

Ainda que essas ações tenham contribuído decisivamente para o abrandamento das restrições de liquidez, que caracterizaram o auge da instabilidade financeira nos mercados financeiros maduros em agosto, alguns mercados não voltaram inteiramente à normalidade. Persistem restrições de liquidez nos mercados interbancários a termo, em especial no que se refere a operações que cobrem o período da virada do ano. As dificuldades financeiras sugerem que as condições do mercado de crédito devem condicionar o crescimento econômico nos próximos trimestres, principalmente nos Estados Unidos e na Europa,

podendo ensejar revisão negativa das perspectivas para o crescimento da economia mundial em 2008.

4.1 Atividade econômica

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



De acordo com dados preliminares, as economias dos EUA, Área do Euro e Japão cresceram, em termos anualizados, 4,9%, 2,9% e 1,5%, respectivamente, no trimestre encerrado em setembro, em relação ao período maio a junho. Para as três áreas, as taxas de crescimento observadas no terceiro trimestre parecem ter excedido as estimativas consensuais sobre o ritmo de expansão do PIB potencial.

Nos EUA, apesar da continuidade da correção do mercado imobiliário residencial, que exerceu contribuição negativa de 1 p.p. para crescimento total da economia, os demais componentes da demanda doméstica apresentaram robustez. Os gastos de consumo, sustentados pela continuidade dos ganhos de emprego e de renda, apresentaram expansão anualizada de 2,7%, enquanto os investimentos das empresas elevaram-se 9,4%.

Pela quinta vez, nos últimos sete trimestres, o comércio exterior contribuiu positivamente para o crescimento econômico norte-americano. Este comportamento, oposto ao verificado ao longo da fase ascendente do ciclo econômico nos EUA, evidencia o aumento da demanda por produtos e serviços norte-americanos, estimulado tanto pelo crescimento de outras economias quanto pela depreciação do dólar (cerca de 12% contra o dólar canadense, 11% contra o euro e 4% contra o iene, entre o final de novembro de 2006 e novembro passado), e os desdobramentos da gradual desaceleração da economia dos EUA sobre as suas importações.

Na Área do Euro e no Japão, economias mais influenciadas pela demanda externa, o crescimento do PIB refletiu, ainda, a expansão da demanda doméstica. No Japão, os investimentos empresariais cresceram, em termos anualizados, 4,5% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, após haver registrado variação negativa no segundo trimestre do ano.

Ressalte-se que, embora os indicadores de expectativas do consumidor nos EUA e na Área do Euro tenham evidenciado os desdobramentos da crise no mercado *subprime*, seguem em níveis satisfatórios, sugerindo a continuidade da expansão dos gastos das famílias. Os

Gráfico 4.2 – Índice de Confiança dos Consumidores – EUA e Área do Euro

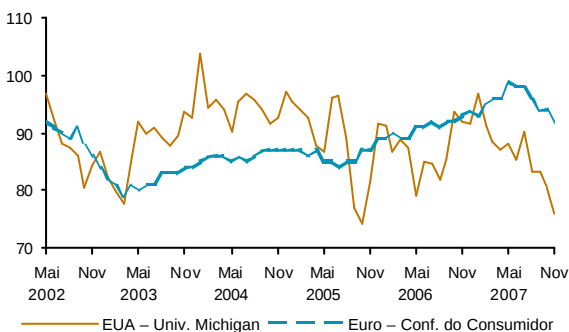
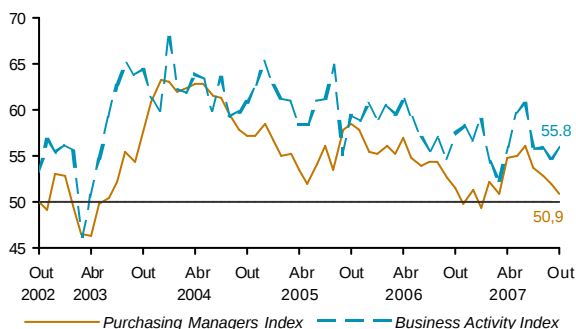


Gráfico 4.3 – EUA – Expectativas empresariais



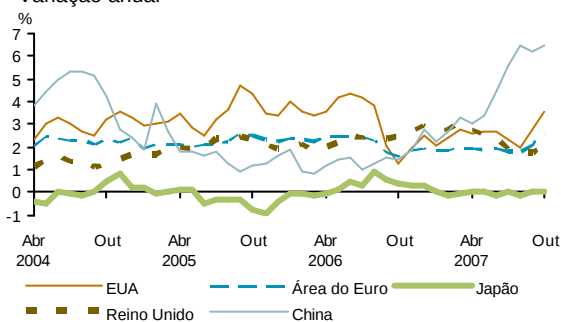
Fonte: Bloomberg

Year	Percentage (%)
2002	8.1
2003	8.1
2004	7.9
2005	9.6
2006	10.0
2007	11.9

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

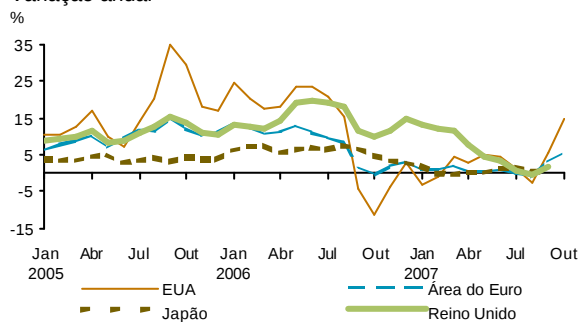
O nível de atividade nos países emergentes continua em expansão vigorosa. O PIB da China, sugerindo eficácia das iniciativas contracionistas adotadas pelo banco central, registrou, no trimestre encerrado em setembro, o terceiro crescimento consecutivo superior a 11%, quando comparado com igual período do ano anterior. O crescimento anualizado da produção industrial na Índia e na Rússia atingiu 11,6% e 6,1%, respectivamente, no terceiro trimestre, em relação ao trimestre finalizado em junho.

Variacão anual



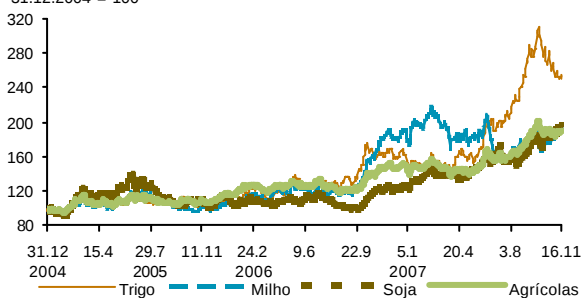
Fonte: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Variação anual



Fonte: Thomson Datastream

31.12.2004 = 100



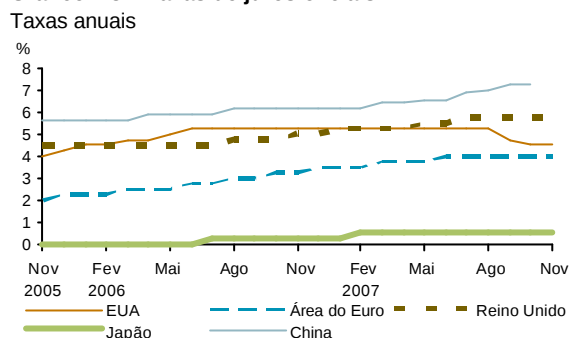
Fonte: Thomson Datastream

A economia mundial experimentou, no terceiro trimestre, o recrudescimento de pressões inflacionárias. Esse movimento esteve associado às elevações dos preços do petróleo e das *commodities* agrícolas, em ambiente de ampliação da demanda mundial por alimentos, de choques de oferta e do progressivo emprego de grãos para a produção de bioenergia. Em linhas gerais, há sinais de que o crescimento da economia poderia, em diversas regiões, estar se aproximando dos limites da capacidade produtiva.

À exceção dos países do G3 (Estados Unidos, Japão e Área do Euro), os bancos centrais de economias maduras como Canadá, Suécia, Noruega, Suíça e Austrália assumiram postura monetária mais restritiva. No mesmo sentido, bancos centrais de países emergentes, notadamente Chile, Polônia, África do Sul, Coreia, Índia e Malásia, acompanharam o movimento de elevação dos juros básicos, atuação com impacto potencial mais acentuado sobre as respectivas economias, tendo em vista o peso mais elevado de bens de consumo e alimentos em suas cestas de consumo. China e Rússia, além da restrição monetária, anunciaram o congelamento de preço de gêneros alimentícios essenciais.

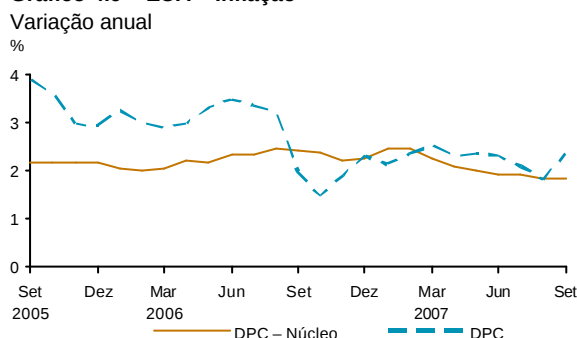
Dezembro 2007 | Relatório de Inflação | 65

Gráfico 4.8 – Taxas de juros oficiais



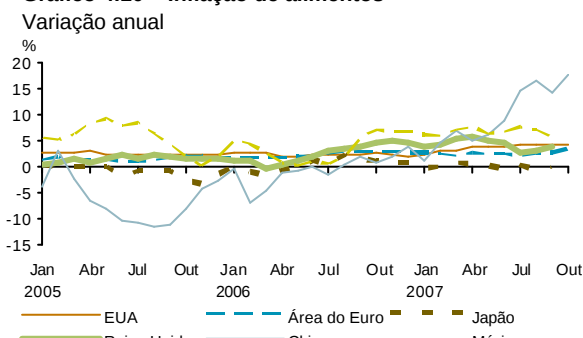
Fonte: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Gráfico 4.9 – EUA – Inflação



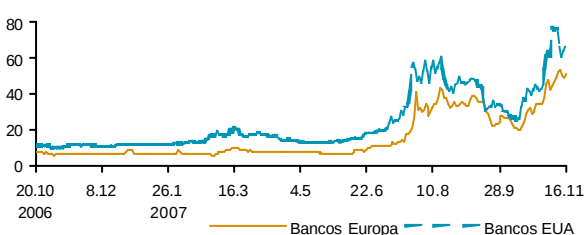
Fonte: Bureau of Labor Statistics

Gráfico 4.10 – Inflação de alimentos



Fonte: Thomson Datastream e Escritório Nacional de Estatística da China

Gráfico 4.11 – Prêmios CDS 5 anos – Principais Bancos^{1/}



Fonte: Thomson Datastream

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

permanecerem elevadas, as perspectivas são de que o balanço entre os riscos de recuo do crescimento e aqueles relativos à alta da inflação teria sido alcançado.

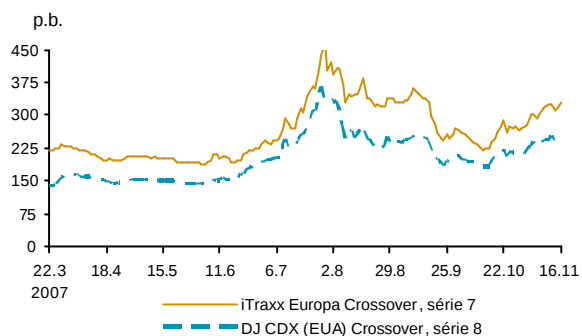
No Japão, apesar da elevação dos preços das *commodities* e da relativa expansão econômica, o índice de preços ao consumidor não sinaliza aumento. Nesse ambiente, a autoridade monetária optou por manter inalteradas as taxas de juros. Na Área do Euro, o Banco Central Europeu (BCE) mantém a *refi rate* em 4% a.a. desde junho, em que pesem a reduzida taxa de desemprego e a crescente taxa de inflação, que, evidenciando as pressões derivadas das elevações dos preços das *commodities* agrícolas e do petróleo, atingiu 2,6% nos doze meses encerrados em outubro. A tensão entre as responsabilidades prudenciais (zelar pela estabilidade do sistema bancário) e macroeconômicas (a meta de inflação abaixo, mas não distante, de 2% ao ano) talvez seja mais evidente no caso do BCE do que em outras economias.

Na China, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,5% em outubro, igualando a maior taxa registrada na década. Esse comportamento refletiu, principalmente, a evolução dos preços de alimentos e de energia, que se elevaram 17,6% e 4,5%, respectivamente, no período. Nesse cenário, o Banco do Povo da China (BPC), objetivando reduzir a liquidez e a especulação nos mercados imobiliário e de valores, assim como ancorar as expectativas inflacionárias, intensificou o emprego de medidas restritivas, elevando a taxa relativa a depósitos compulsórios para 13,5% e os juros básicos, para 7,29% a.a. Ainda objetivando conter o processo inflacionário, foram aprovadas a utilização dos estoques governamentais de carne e a redução nas tarifas de importação de grãos, assim como a imposição de novas restrições no mercado imobiliário e o aumento da emissão direcionada de títulos do BPC.

4.3 Mercados financeiros internacionais

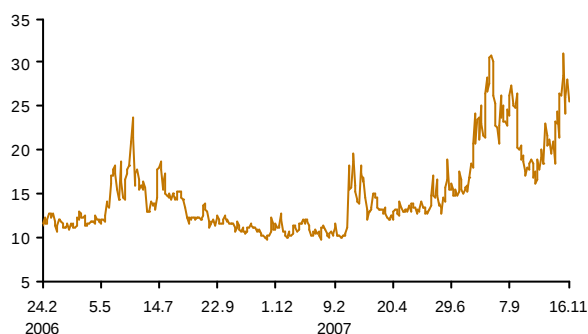
A turbulência financeira experimentada pelos mercados financeiros nos meses de julho e agosto segue influenciando o desempenho desses mercados. Desde o último relatório de inflação, diversos bancos sediados, principalmente, nos EUA e na Europa reportaram elevadas perdas resultantes de baixas contábeis associadas aos efeitos adversos da crise no mercado *subprime*. Esse processo influenciou as condições de financiamento, que se tornaram

Gráfico 4.12 – iTraxx e DJ CDX



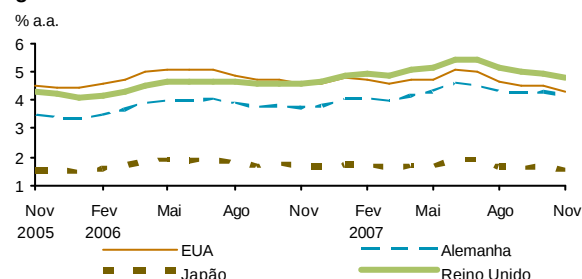
Fonte: Thomson Datastream

Gráfico 4.13 – VIX



Fonte: Thomson Datastream

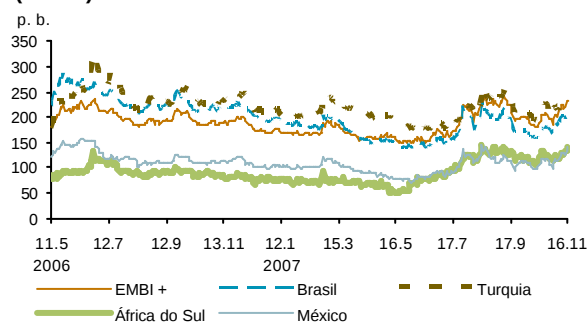
Gráfico 4.14 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 16 de novembro de 2007.

Gráfico 4.15 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



Fonte: Bloomberg

mais restritivas, evidenciando o encarecimento do custo de financiamento dessas instituições.

A evolução dos prêmios médios dos *credit default swap* (CDS) de cinco importantes bancos dos Estados Unidos e de cinco importantes bancos europeus atingiram 77,2 p.b. e 53,8 p.b., respectivamente, em meados de novembro, após recuarem para 25,9 p.b. e 20,5 p.b., na mesma ordem, em meados de outubro. Em agosto, esses prêmios haviam atingido valores recordes de 61,4 p.b. e 44,3 p.b. A evolução dos prêmios exigidos para garantia de empréstimos de companhias norte-americanas e européias, em ambiente de deterioração das condições de crédito para o setor corporativo, seguiu trajetória semelhante à dos CDS, com os índices *iTraxx Crossover* e *Dow Jones CDX US Crossover*, que medem o custo médio anual para proteção de empréstimos de companhias européias e americanas, respectivamente, com classificação abaixo do grau de investimento, voltando a se elevar a partir da segunda metade de outubro.

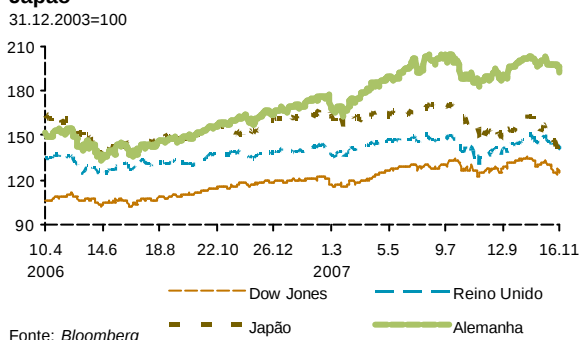
Os desdobramentos da turbulência financeira também foram percebidos nos mercados de capitais. O índice *Chicago Board Options Exchange* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's* (S&P 500) e é considerado um indicador da aversão ao risco dos investidores, registrou alta expressiva na primeira quinzena de novembro, após o arrefecimento iniciado na segunda quinzena de agosto, apresentando média de 25,60 pontos e máxima de 31,09 pontos, ante 30,83 pontos assinalado em 16 de agosto.

Desde o final de agosto, os rendimentos anuais dos títulos governamentais de 10 anos da Alemanha e do Japão recuaram 14 pontos base (p.b.), enquanto os retornos dos papéis de igual prazo do Reino Unido e dos Estados Unidos registraram reduções respectivas de 40 p.b. e 36 p.b., trajetória consistente com a insegurança em relação aos retornos futuros de ativos de maior risco, responsável por esse movimento de fuga para qualidade. Em 16 de novembro, os retornos anuais dos títulos de 10 anos da Alemanha e do Japão situavam-se em 4,10% e 1,48%, enquanto os relativos a papéis de mesmo prazo dos Estados Unidos e do Reino Unido atingiam 4,17% e 4,64%, respectivamente.

O Embi+, indicador de prêmio de risco associado a mercados emergentes, apresentou trajetória semelhante ao do índice VIX, elevando-se acentuadamente em novembro, após assinalar redução expressiva no bimestre setembro-

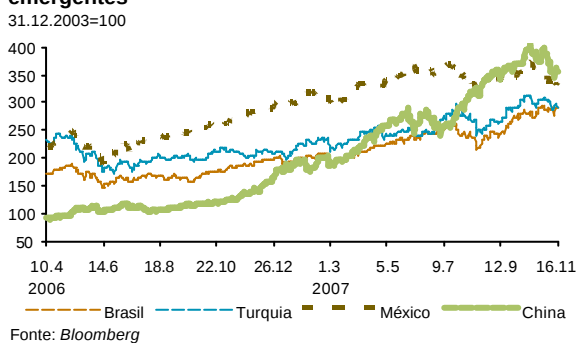
outubro. Embora o Embi+ aumentasse apenas 5 p.b. entre 31 de agosto e 16 de novembro, se elevou em 48 p.b., para 232 pontos, nos dezesseis primeiros dias de novembro. Os indicadores Embi+ associados ao Brasil, Turquia, África do Sul, México e Rússia atingiram, nesta sequência, 210, 239, 141, 141 e 156 pontos-base, em 16 de novembro, aumentando 72 p.b, 64 p.b., 91 p.b., 70 p.b. e 72p.b. em relação às pontuações mínimas registradas ao longo de 2007. Considerando o período de 31 de agosto a 16 de novembro, os Embi+ do Brasil, Turquia, África do Sul, México e Rússia aumentaram 15 p.b, 8 p.b., 11 p.b., 31 p.b. e 22p.b., respectivamente.

Gráfico 4.16 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão



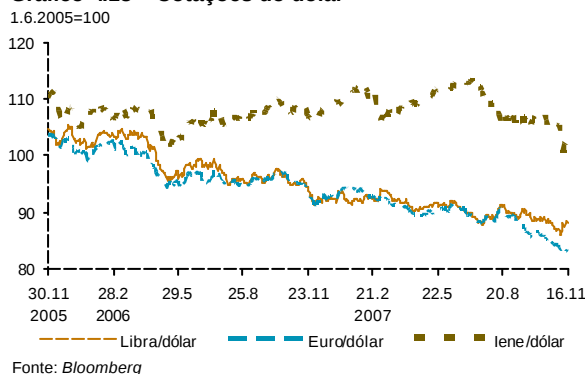
As principais bolsas de valores, após delinearem, até o final de outubro, movimento de recuperação em relação às perdas registradas em julho e agosto, passaram a registrar desempenho negativo. Nesse sentido, em linha com o recrudescimento das turbulências nos mercados de crédito, os índices *Dow Jones*, dos EUA, *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha, e *Nikkei*, do Japão, recuaram, na ordem, 5,4%, 6,4%, 5,1% e 9,5%, nos dezesseis primeiros dias de novembro, acumulando perdas de 1,4%, 0,2%, 0,3% e 8,5%, em relação a 31 de agosto. No ano, até dezesseis de novembro, enquanto o índice DAX acumulou alta de 15,4%, o *Nikkei* registrou recuo de 12%.

Gráfico 4.17 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



As bolsas de valores das principais economias emergentes apresentaram trajetória semelhante. Do dia primeiro ao dia 16 de novembro, os índices *Índice de Precios y Cotizaciones* (IPC) do México, *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia, e Ibovespa registraram perdas respectivas de 5,8%, 5,7% e 1,1%. O índice Xangai Composto, da China, que, ao longo do ano tem registrado comportamento descolado dos demais mercados, registrou queda mais expressiva, 10,7%, influenciado por determinantes de ordem doméstica. Considerado o período de 31 de agosto a 16 de novembro, enquanto o IPC recuou 2,4%, as bolsas da Turquia e do Brasil registraram, na ordem, valorizações de 8,2% e 18,3%.

Gráfico 4.18 – Cotações do dólar



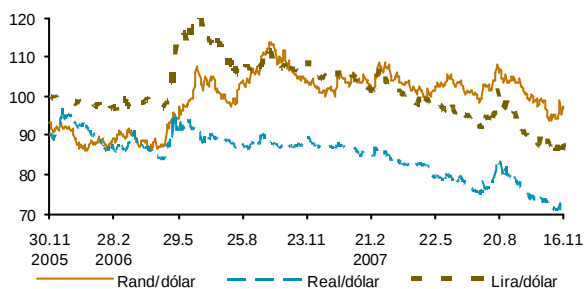
Desde o último relatório de inflação, a cotação do dólar continuou sofrendo importante depreciação frente às principais moedas. Esse movimento evidencia tanto expectativas em relação a possíveis desdobramentos da política monetária do Fed *vis-a-vis* a de outros importantes bancos centrais, em um cenário de intensificação da desaceleração da economia norte-americana, como o estreitamento do diferencial de rendimento ao longo das

curvas de juros. Entre 31 de agosto e 16 de novembro, o dólar norte americano depreciou 7% frente ao euro e 4,1% e 1,8%, em relação ao iene e à libra, respectivamente. No ano, até 16 de novembro, o dólar acumula perda de 10% frente ao euro. O recrudescimento da turbulência financeira com a conseqüente elevação da aversão ao risco encorajou investidores a liquidarem operações consideradas de alto risco, proporcionando o desmonte de operações de *carry trade*, dando suporte à apreciação do iene frente às demais moedas. Nos primeiros 16 dias de novembro, a moeda japonesa valorizou-se 4,1%, 4,8% e 2,3% frente ao dólar, libra esterlina e euro, respectivamente.

Gráfico 4.19 – Moedas de países emergentes

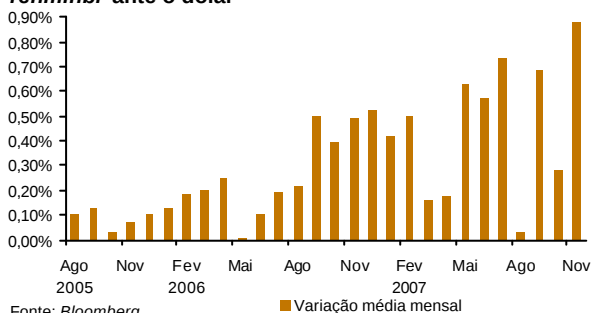
África do Sul, Brasil, Turquia

1.6.2005=100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.20 – Valorização média mensal do renminbi ante o dólar ^{1/}



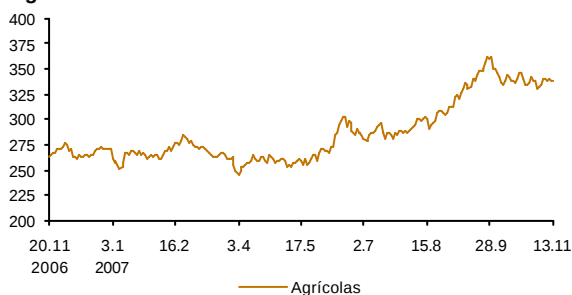
Fonte: Bloomberg

1/ Até 16 de novembro de 2007.

A depreciação do dólar em relação às moedas de países emergentes que apresentam bons fundamentos macroeconômicos, perspectiva de crescimento econômico consistente e taxas de juros mais elevadas mostrou-se ainda mais acentuada. Entre 31 de agosto e 16 de novembro, o *rand* sul africano, o real brasileiro e a lira turca apreciaram 6%, 11% e 9%, respectivamente, em relação à moeda norte-americana. Assinale-se que em novembro, o ambiente de aumento da percepção de risco no mercado financeiro favoreceu a recuperação da moeda norte-americana, traduzida em apreciação de 3,3%, 1,8% e 0,6%, respectivamente, em relação às moedas sul-africana, turca e brasileira.

Na China, a combinação de redução nas taxas dos *Fed funds* e elevação na taxa básica de juro chinesa, que este ano já contabilizou cinco aumentos, pressiona o ritmo de apreciação da moeda chinesa que, no ano, até 16 de novembro, valorizou-se 4,9% frente ao dólar. O excesso de divisas decorrente de resultados comerciais robustos tem sido neutralizado com a venda de títulos do BPC.

Gráfico 4.21 – S&P GSCI Índice spot de commodities agrícolas



Fonte: S&P GSCI Thomson

4.4 Comércio mundial

4.4.1 Commodities

Embora aspectos conjunturais relacionados à crise no mercado *subprime* tenham exercido, em agosto, pressão temporária baixista sobre os preços das principais *commodities*, a dinâmica da economia mundial, as restrições ao aumento da oferta de alguns produtos e o enfraquecimento do dólar norte-americano frente às principais moedas seguem determinando o aumento dessas cotações.

Os preços das *commodities* agrícolas aumentaram 9% entre 31 de agosto e 16 de novembro, apresentando

relativa estabilidade a partir do início de outubro, quando registraram cotações mais elevadas. As cotações da soja e do milho subiram mais de 15%, beneficiadas, na ordem, pelo desempenho dos preços do óleo de soja e pela intensa demanda para a produção de etanol, principalmente nos EUA. As cotações do café seguem evidenciando os baixos estoques mundiais e a oferta relativamente contida frente às perspectivas de consumo, reflexo, em parte, do longo período de estiagem no Brasil. A perspectiva para a evolução dos preços das *commodities* agrícolas nos próximos meses é de alta moderada, em linha tanto com limitações de oferta determinadas pela ocorrência de problemas climáticos e pelos baixos estoques mundiais, quanto pela continuidade das pressões de demanda.

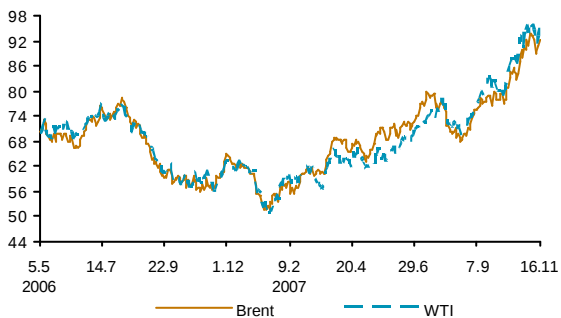
O dinamismo da economia mundial continua pressionando os preços das *commodities* metálicas, que mesmo recuando 1,1% de 31 de agosto a 16 de novembro, mantém-se em patamar historicamente elevado. Registraram-se, no período, reduções nos preços do zinco, 19,1%, e do cobre, 6,2%, reflexo, em parte, da contração no segmento imobiliário norte-americano, e aumentos nos relativos ao ouro, 16,4%; níquel, 4,9%; e chumbo, 5,8%.

4.4.2 Petróleo

Após breve período de retração em agosto, os preços internacionais do petróleo apresentaram forte elevação entre 31 de agosto e 16 de novembro, traduzida em aumentos respectivos de 28% e 28,4% nas cotações dos barris tipo Brent e *West Texas Intermediate* (WTI), patamar próximo, em termos reais, às suas cotações recordes. Esse comportamento reflete tanto a continuidade do dinamismo da demanda mundial, com ênfase para o aumento da demanda chinesa, em cenário de crescimento apenas moderado da oferta de petróleo, quanto à perspectiva de que a demanda pela *commodity* continuará elevada no último trimestre do ano e em 2008. Adicionalmente, pressiona o preço do petróleo o enfraquecimento do dólar frente às principais moedas e a persistência de conflitos geopolíticos.

Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

4.5 Conclusão

A economia mundial continua sustentando altas taxas de crescimento em 2007, evolução que, mesmo registrando desaceleração, deverá persistir no próximo ano. Nos EUA, espera-se crescimento mais lento em 2008, em linha com as repercussões, mais intensas e prolongadas do

que previsto anteriormente, da crise do setor imobiliário, que poderá afetar negativamente a capacidade de investimento das empresas e o nível de consumo das famílias. A expressiva depreciação do dólar frente às moedas da Área do Euro e do Japão deverá exercer influência negativa sobre a expansão dos respectivos setores exportadores, com desdobramentos sobre o dinamismo das economias desses países, assinalando-se, que, na Área do Euro, somam-se os efeitos negativos da exposição do setor bancário à crise financeira.

Por outro lado, as principais economias emergentes parecem não ter sido afetadas significativamente pela turbulência nos mercados financeiros, continuando a registrar expansão robusta da demanda doméstica e constituindo-se em fonte de absorção de bens e serviços no mercado internacional. Para 2008, espera-se que as economias emergentes sigam sustentando o crescimento global.

Cabe, contudo, a ressalva de que o cenário prospectivo moderadamente favorável para a atividade econômica global em 2008, incorporado por exemplo nas últimas projeções divulgadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), parece depender sensivelmente de três questões, sobre as quais persiste considerável incerteza: quão intensos serão os efeitos da crise imobiliária sobre a economia dos EUA, quão forte será o impacto da desaceleração americana sobre outras economias maduras e quão resistentes serão as economias emergentes a um cenário de desaceleração potencialmente pronunciada nos EUA, Europa e Japão.

Por outro lado, as pressões inflacionárias recrudesceram nos últimos meses, principalmente em razão das elevações dos preços do petróleo e das *commodities* agrícolas, enquanto nos EUA, a expressiva depreciação do dólar frente às demais moedas se constitui em elemento adicional aos riscos de alta da inflação. Os bancos centrais permanecem com a conflitante tarefa de evitar o agravamento da crise na oferta de crédito, acomodando o recuo do crescimento econômico, e ancorar as expectativas inflacionárias. O dilema atual do Fed consiste em contrabalançar crescimento e inflação, enquanto na Área do Euro, a despeito da inflação estar acima do desejado, a forte depreciação do dólar frente ao euro, a flexibilização da política monetária adotada pelo Fed e as incertezas provenientes da turbulência financeira internacional têm levado o BCE a atrasar a retomada do ciclo de alta dos juros. No Japão, a apreciação do iene e a relevância do

setor exportador para o dinamismo da economia têm retardado a decisão do BoJ em relação a alterações na condução da política monetária.

Os desdobramentos sobre o setor de crédito derivados da crise no mercado *subprime* ainda persistirão por algum tempo. A recente turbulência nos mercados financeiros, embora favoreça a maior disciplina nos mercados de crédito a médio prazo, atua como elemento restritivo, no curto prazo, ao crescimento econômico mundial, devendo contribuir, por algum tempo, para o aumento da volatilidade.

A evolução das contas externas do país segue apresentando solidez, a exemplo do enfatizado em edições anteriores deste Relatório de Inflação, permitindo o financiamento integral do balanço de pagamentos no ano, o expressivo crescimento das reservas internacionais e a melhora significativa dos indicadores de sustentabilidade externa. Resultados na margem e as perspectivas para os próximos períodos delineiam, no entanto, o início do processo de reversão dos saldos em transações correntes, estando previstas redução no superávit, para US\$2,4 bilhões, em 2007, e obtenção de déficit, de US\$3,5 bilhões, em 2008. Nesse contexto, cabe lembrar que o saldo médio em transações correntes nos últimos vinte anos, quando a economia atravessou conjunturas internacionais bastante diversas, foi deficitário em US\$7 bilhões, ou 1% do PIB.

Os superávits da balança comercial acumulados em doze meses, embora permaneçam no patamar de US\$40 bilhões, apresentam trajetória de moderação quando comparados com resultados de períodos correspondentes do ano anterior. Essa retração, observada em cenário de elevação da corrente de comércio e de maior desconcentração das exportações, seja em termos de número de parceiros comerciais ou de produtos, reflete, com maior intensidade, o aumento das importações associado ao maior dinamismo da atividade econômica, fator que favorece o equilíbrio entre a demanda e a oferta global de bens. A trajetória dos resultados em transações correntes está condicionada, também, ao aumento nas remessas líquidas de lucros e dividendos, estimuladas pela maior lucratividade das empresas no país, pelo aumento do estoque dos investimentos estrangeiros diretos e pelo fortalecimento do real. Em sentido contrário, tem contribuído a redução dos pagamentos líquidos de juros derivada do aumento das receitas associadas à remuneração das reservas internacionais.

As contas externas brasileiras foram pouco afetadas pela volatilidade observada nos mercados financeiros

internacionais a partir da eclosão da crise no segmento de hipotecas *subprime*. O superávit da conta financeira registrou aumento em relação ao ano anterior, reflexo de ingressos líquidos recordes tanto em investimentos estrangeiros diretos (IED) quanto nos investimentos em carteira, enquanto a taxa de rolagem da dívida externa privada de médio e longo prazos permaneceu ligeiramente superior a 100%.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio gerou ingressos líquidos de US\$82,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2007, ante US\$40,7 bilhões no período correspondente do ano anterior. O saldo do segmento comercial alcançou US\$73,5 bilhões, elevando-se 47,5% no período, resultante de contratações de exportações de US\$170,7 bilhões e de importações de US\$97,3 bilhões, aumentando 32,5% e 23,1%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2006.

Os ingressos líquidos no segmento financeiro totalizaram US\$8,6 bilhões, ante saídas líquidas de US\$9,1 bilhões de janeiro a novembro do ano anterior, registrando-se aumentos de 71,1% nas compras e de 58,3% nas vendas de moeda estrangeira.

O superávit cambial acumulado nos onze primeiros meses do ano possibilitou que as compras de divisas pelo Banco Central totalizassem US\$76,3 bilhões no período, ante US\$34,3 bilhões durante todo o ano de 2006. A diferença entre o saldo do mercado cambial e as aquisições líquidas do Banco Central foi determinada pela ampliação da posição comprada dos bancos, que atingiu US\$3,8 bilhões ao final de novembro, comparativamente à posição vendida de US\$2 bilhões, observada ao final de 2006.

5.2 Comércio de bens

As exportações totalizaram US\$14,1 bilhões e as importações, US\$12 bilhões, em novembro, resultando em superávit de US\$2 bilhões, menor valor mensal registrado em 2007. No ano, o saldo comercial, que atingiu US\$36,4 bilhões, recuou 12,1% em relação a igual período de 2006, evidenciando aumentos de 30,8% nas importações e de 16,6% nas exportações. A corrente de comércio somou US\$256 bilhões, superando a relativa ao ano de 2006.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2006			2007		
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	
Comercial	5,1	49,8	57,6	7,3	73,5	
Exportação	12,8	128,8	144,4	17,2	170,7	
Importação	7,7	79,0	86,8	9,9	97,3	
Financeiro ^{1/}	0,4	-9,1	-20,3	-2,0	8,6	
Compras	17,3	179,3	195,4	32,3	306,7	
Vendas	16,9	188,4	215,7	34,3	298,1	
Saldo	5,5	40,7	37,3	5,3	82,1	

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-Nov	2007	146 418	110 016	36 402	256 435
Jan-Nov	2006	125 543	84 138	41 405	209 680
Var. %		16,6	30,8	-12,1	22,3

Fonte: MDIC/Secex

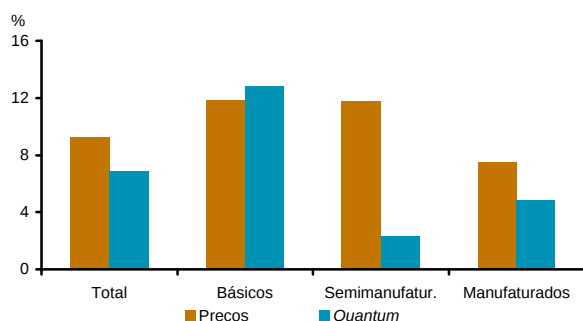
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-Novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2006	2007	Var. %
Total	548,2	636,6	16,1
Básicos	162,0	203,1	25,4
Industrializados	374,2	420,6	12,4
Semimanufaturados	77,0	87,0	13,0
Manufaturados	297,2	333,6	12,3
Operações especiais	12,1	12,9	6,8

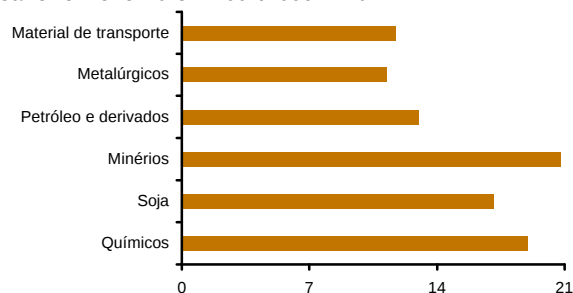
Fonte: MDIC/Secex

A média diária das vendas externas, em novembro, embora declinantes pelo segundo mês consecutivo, permaneceu acima de US\$700 milhões, enquanto a relativa às compras externas se constituiu em valor mensal recorde. Registraram-se aumentos generalizados, em relação ao mesmo mês de 2006, nas exportações de todas as categorias de fator agregado, atingindo 25,3% em produtos básicos, 7,4% em semimanufaturados, e 17,1% em manufaturados. O dinamismo das exportações de produtos básicos evidenciou a evolução das cotações internacionais das principais *commodities* metálicas e agrícolas, traduzida em aumentos nas vendas de milho, 356%; petróleo, 47,9%; soja, 22,9%; carne de frango, 33,7%; e fumo em folhas, 79,5%. O desempenho do segmento de produtos semimanufaturados refletiu aumentos das exportações de óleo de soja, 27,3%; celulose, 12,7%; ferro fundido, 25%; e ferro-ligas, 105,7%; enquanto, em sentido inverso, as vendas de açúcar em bruto e de produtos semimanufaturados de ferro ou aço recuaram 20,7% e 6%, respectivamente. Em relação a produtos manufaturados, assinalam-se os aumentos das exportações de gasolina, 507%; óleos combustíveis, 438,5%; aviões, 139,1%; tratores, 46,1%; e automóveis, 24,2%; e as reduções nas relativas a aparelhos transmissores ou receptores, 31,3%, e açúcar refinado, 45,4%.

Gráfico 5.1 – Exportações – Índices de preços e quantum – Janeiro-Outubro – 2007/2006

Fonte: Funcex

As exportações médias diárias elevaram-se 16,1% nos onze primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2006, resultado de aumentos em todas as categorias de produtos. As vendas de produtos básicos cresceram 25,4% no período, seguindo-se as relativas a semimanufaturados, 13%, e a manufaturados, 12,3%, enquanto os dez principais produtos enviados ao exterior, nesse período, representaram 33% do total exportado, com realce para minérios de ferro, petróleo, soja, automóveis, carne de frango e aviões.

Gráfico 5.2 – Exportações por principais setores Janeiro-Novembro – 2007/2006^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

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

Considerando os principais setores exportadores, destacaram-se, na mesma base de comparação, as expansões nas vendas de minérios, 20,8%; produtos químicos, 19%; soja, 17,1%; produtos metalúrgicos, 11,2%; material de transportes, 11,7%; e petróleo e derivados, 13%. O valor exportado por esses setores somou US\$80 bilhões, equivalentes a 60,4% do total das vendas brasileiras no período.

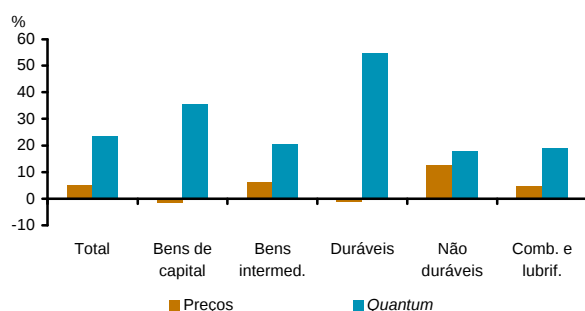
De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o desempenho das exportações nos dez primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2006, refletiu crescimentos de 9,3% no índice de preços das exportações e de 6,9% no índice de *quantum*. A análise

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

Discriminação	US\$ milhões		
	2006	2007	Var. %
Total	367,4	478,3	30,2
Bens de capital	75,6	99,4	31,6
Matérias-primas	181,8	236,3	30,0
Naftas	7,1	7,7	8,5
Bens de consumo	47,5	63,9	34,4
Duráveis	24,2	32,6	35,1
Automóveis de passageiros	7,4	12,0	63,8
Não duráveis	23,4	31,2	33,6
Combustíveis e lubrificantes	62,5	78,8	26,0
Petróleo	38,2	46,9	22,7

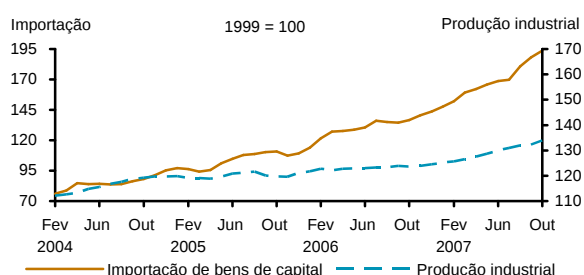
Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.3 – Importações – Índices de preços e quantum – Janeiro-Outubro – 2007/2006



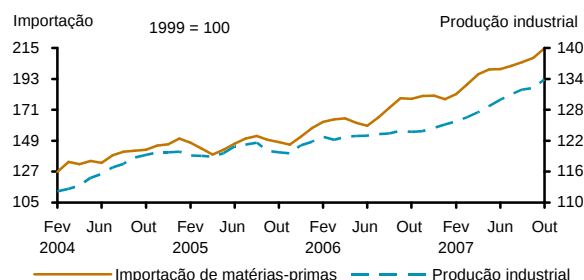
Fonte: Funcex

Gráfico 5.4 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fonte: Funcex e IBGE

Gráfico 5.5 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



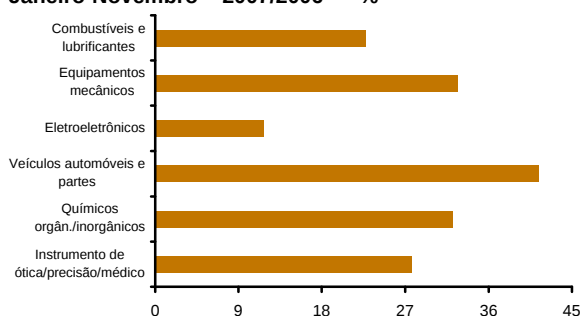
Fonte: Funcex e IBGE

das exportações por categoria de fator agregado revela a predominância do efeito preço nas vendas de produtos semimanufaturados e manufaturados, registrando aumentos de 11,8% e 7,5%, respectivamente, ante elevações de 2,3% e 4,8% nas respectivas quantidades exportadas. O desempenho das vendas de produtos básicos, favorecidas pelo aquecimento da economia mundial, resultou em elevações de 12,8% no *quantum* exportado e de 11,8% nos preços.

A média diária das importações apresentou, em novembro, crescimento generalizado em todas as categorias de uso final, em relação ao mês correspondente de 2006. As compras externas de bens de capital elevaram-se 46,8% no período, refletindo aumentos nas aquisições de maquinaria industrial, 69,2%; máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 31,7%; e partes e peças para bens de capital para a indústria, 129,7%. O aumento nas importações de bens de consumo duráveis alcançou 41,4%, com destaque para automóveis de passageiros, 71,5%; objetos de adorno e de uso pessoal, 31,8%; e máquinas e aparelhos de uso doméstico, 52%. As compras de bens de consumo não-duráveis evidenciaram crescimentos nos segmentos produtos alimentícios, 28,1%; farmacêuticos, 22,9%; e vestuário e têxteis, 34,7%; enquanto as relativas à categoria matérias-primas e produtos intermediários, equivalentes a 46,8% do total importado no mês, foram estimuladas pelo dinamismo nos setores acessórios de equipamento de transporte, 58,5%; produtos minerais, 41,3%; produtos químicos e farmacêuticos, 27,4%. As importações de combustíveis e lubrificantes aumentaram 31,7%, na mesma base de comparação.

Considerando os onze primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2006, as importações médias diárias referentes a todas as categorias de uso registraram, igualmente, aumentos acentuados e generalizados. Esse resultado, que traduz o dinamismo do processo de retomada da atividade econômica, ocorreu com maior intensidade nas importações de bens de consumo duráveis, cuja elevação de 35,1% foi impulsionada pelo aumento – consistente com as melhoras nos mercados de trabalho e de crédito – de 63,8% nas aquisições de automóveis de passageiros. As importações de bens de consumo não-duráveis registraram expansão de 33,6%; seguindo-se as relativas a bens de capital, 31,6%; matérias-primas e produtos intermediários, 30%; e combustíveis e lubrificantes, 26,0%.

A análise segmentada das importações, a exemplo do assinalado em relação às exportações, indica crescimento

Gráfico 5.6 – Importações por principais setores**Janeiro-Novembro – 2007/2006^{1/} – %**

Fonte: MDIC/Secex

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

generalizado das compras externas classificadas nos seis principais setores importadores, que responderam por 63,4% do valor importado nos onze primeiros meses de 2007. As importações de veículos automóveis e partes elevaram-se 41,4%, em relação ao mesmo período de 2006, seguindo-se as relativas a equipamentos mecânicos, 32,6%; produtos químicos orgânicos e inorgânicos, 32,1%; instrumentos de ótica, precisão e médicos, 27,7%; combustíveis e lubrificantes, 22,8%; e eletroeletrônicos, 11,8%.

De acordo com a Funcex, o aumento de 29,8% no valor importado no período de janeiro a outubro de 2007, ante o mesmo período do ano anterior, refletiu elevações de 5,1% nos preços e de 23,3% no *quantum*. A variação do volume importado foi determinante para o crescimento das importações de todas as categorias de uso, com ênfase em bens de consumo duráveis, 54,4%, e em bens de capital, 35,3%. O *quantum* importado de matérias-primas e produtos intermediários, combustíveis e lubrificantes, e de bens de consumo não duráveis aumentou, 20,6%, 19% e 17,9%, respectivamente, no período. A evolução dos preços não exerceu pressão uniforme sobre as importações das diversas categorias de uso final, registrando-se aumentos nos preços de bens de consumo não-duráveis, 12,7%, matérias-primas e produtos intermediários, 6,4%; e de combustíveis e lubrificantes, 4,5%, paralelamente a reduções nos referentes a bens de capital, 1,4%, e a bens de consumo duráveis, 1,2%.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-Outubro

Descri- minação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2006	2007	Var. %	2006	2007	Var. %	2006	2007
Total	548	637	16,1	367	478	30,2	181	158
Aladi	125	144	14,9	65	81	24,9	61	63
Mercosul	56	69	23,4	35	45	29,1	21	23
Argentina	47	57	21,6	32	41	28,5	15	16
Demais	9	12	32,9	4	5	34,5	5	7
México	18	17	- 4,7	5	8	51,4	13	9
Demais	51	58	12,5	24	27	13,0	27	31
EUA ^{1/}	100	100	0,8	59	76	27,9	40	25
UE	123	160	29,3	81	107	31,7	42	53
Europa Or.	15	17	13,3	6	11	92,2	9	6
Ásia	83	100	20,6	92	122	32,1	- 9	- 21
Japão	15	17	12,0	16	19	19,4	0	- 1
Coreia (Sul)	8	8	2,4	13	14	7,2	- 5	- 6
China	34	44	28,2	32	50	57,1	2	- 6
Outros	26	31	21,1	32	39	23,2	- 6	- 8
Demais	102	116	13,4	65	83	27,6	37	33

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Ressalte-se que, apesar do expressivo crescimento do volume importado de bens de consumo duráveis no ano, as compras externas classificadas nesta categoria de uso seguem representando parcela reduzida do valor importado total, atingindo 6,8% nos primeiros onze meses de 2007.

A desagregação, em termos de principais parceiros, do resultado comercial registrado nos onze primeiros meses do ano revela a manutenção, com exceção da Ásia, de superávits com os principais blocos e regiões. A redução de 12,5% no superávit comercial, em relação ao mesmo período de 2006, traduziu o menor dinamismo das exportações destinadas aos EUA e a trajetória crescente das importações provenientes da Ásia, sobretudo da China.

Os principais mercados de destino das exportações brasileiras, no período, foram a União Européia, 25,1% do total, e a Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), 22,6%, enquanto o principal país comprador, mesmo com redução de 2,4 p.p. em relação à sua participação nas vendas brasileiras relativas ao período janeiro a novembro de 2006, continuou a ser os Estados Unidos. Na mesma base de

comparação e considerando as médias diárias, as exportações para a União Européia e a China cresceram 29,3% e 28,2%, respectivamente, e as destinadas à Aladi, evidenciando a redução de 4,7% nas vendas destinadas ao México, 14,9%.

As participações relativas das principais regiões e blocos nas importações brasileiras mantiveram-se relativamente estáveis, no período, com as compras provenientes da Ásia, União Européia e Aladi representando, na ordem, 25,4%, 22,3% e 16,9% do total importado pelo Brasil. Os EUA se mantiveram como o principal fornecedor individual, apesar da participação crescente das compras originárias da China, que aumentaram 57,1% no período.

5.3 Serviços e renda

O superávit em transações correntes atingiu US\$4,7 bilhões nos doze meses encerrados em novembro de 2007, equivalendo a 0,37% do PIB, ante US\$13,7 bilhões no período correspondente no ano anterior, 1,3% do PIB. O recuo do saldo comercial foi responsável por 47% dessa redução, seguindo-se as influências dos crescimentos das remessas líquidas relativas a serviços e do déficit em rendas. A trajetória de redução do superávit em conta corrente segue consistente com a aceleração do dinamismo da atividade econômica interna.

Nos primeiros onze meses do ano, as remessas líquidas de serviços somaram US\$11,3 bilhões e as de rendas, US\$24,5 bilhões, registrando, na ordem, expansões de 28,1% e 4,8% em relação a igual período de 2006. Paralelamente ao aumento do déficit, ressaltou-se a permanência da tendência de elevação dos valores transacionados na rubrica de serviços, tanto nas receitas como nas despesas.

As receitas com viagens internacionais atingiram US\$4,5 bilhões e as despesas, US\$7,4 bilhões, valores recordes para o período, com crescimentos de 14,5% e de 41,5%, respectivamente, em relação a igual período de 2006. As despesas líquidas totalizaram US\$2,9 bilhões, ante US\$1,3 bilhão no período anterior.

As despesas líquidas com juros acumularam US\$6,8 bilhões de janeiro a novembro, ante US\$10,3 bilhões no período correspondente de 2006. Esse resultado refletiu o aumento da receita com juros decorrente da ampliação de ativos brasileiros no exterior, com ênfase para a elevação de 126,1% na remuneração das reservas internacionais, totalizando US\$5,7 bilhões.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,4	13,2	13,6	-1,3	4,3	2,4	-3,5
Balança comercial	3,2	41,4	46,5	2,0	36,4	39,0	30,0
Exportações	11,9	125,5	137,8	14,1	146,4	160,0	172,0
Importações	8,7	84,1	91,3	12,0	110,0	121,0	142,0
Serviços	-0,7	-8,8	-9,7	-1,2	-11,3	-12,6	-13,5
Transportes	-0,3	-3,0	-3,1	-0,3	-3,5	-4,0	-3,9
Viagens internacionais	-0,1	-1,3	-1,4	-0,4	-2,9	-3,4	-3,5
Computação e inform.	-0,1	-1,7	-1,9	-0,1	-1,9	-2,1	-2,2
Aluguel equipamentos	-0,5	-4,4	-4,9	-0,6	-4,9	-5,4	-5,2
Demais	0,2	1,6	1,7	0,2	2,0	2,2	1,2
Rendas	-1,5	-23,4	-27,5	-2,4	-24,5	-27,9	-24,2
Juros	-0,8	-10,3	-11,3	-0,3	-6,8	-7,5	-4,5
Lucros e dividendos	-0,8	-13,3	-16,4	-2,1	-18,1	-20,9	-20,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,2	0,0	0,4	0,5	0,4
Transferências correntes	0,4	3,9	4,3	0,3	3,6	4,0	4,2

1/ Projeção.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$18,1 bilhões, das quais US\$14,1 bilhões relativas a investimentos diretos e US\$4 bilhões a investimentos em carteira, ante US\$13,3 bilhões de janeiro a novembro de 2006. O crescimento das remessas refletiu o aumento da lucratividade das empresas que atuam no país, a apreciação da taxa nominal de câmbio e o estoque crescente de IED. As remessas relativas aos segmentos veículos automotores, serviços financeiros, metalurgia, eletricidade e gás, e bebidas representaram, em conjunto, 53,2% do total enviado no período, elevando-se 72,3% em relação a igual período de 2006.

As transferências unilaterais líquidas somaram US\$3,6 bilhões nos primeiros onze meses do ano. A redução de 8,2% em relação ao período correspondente de 2006 evidenciou, tanto o recuo de 2,2% nos ingressos brutos para manutenção de residentes, que representam, aproximadamente, 60% das receitas líquidas totais da rubrica, quanto o aumento de 64,5% nas despesas brutas.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos foi superavitária em US\$7,8 bilhões em novembro, acumulando saldo de US\$84,7 bilhões no ano. Os investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD) apresentaram constituição líquida de haveres no exterior de US\$3,3 bilhões no ano, até novembro. Enquanto os empréstimos intercompanhias apresentaram amortizações líquidas de US\$6,1 bilhões no período, os investimentos de companhias brasileiras em aquisições no exterior ou capitalização de filiais e subsidiárias registraram saídas líquidas de US\$9,4 bilhões, ratificando a manutenção do processo de internacionalização das empresas nacionais.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$33,7 bilhões nos primeiros onze meses do ano, recorde para o período, ante US\$16,3 bilhões de janeiro a novembro de 2006. Os ingressos líquidos em participação no capital atingiram US\$24,9 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$8,9 bilhões. Considerados os valores acumulados em doze meses, os ingressos líquidos de IED totalizaram US\$36,2 bilhões em novembro.

Os investimentos estrangeiros em carteira registraram déficit de US\$1 bilhão em novembro, totalizando ingressos líquidos de US\$40,8 bilhões no ano. Os investimentos em *portfólio* negociados no país – ações e

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões							
	2006			2007			2008	
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	
Conta financeira	2,6	13,2	15,1	7,8	84,7	86,9	10,3	
Investimentos diretos	0,5	-8,6	-9,4	0,1	30,5	28,7	18,0	
Brasileiros no exterior	-2,1	-24,9	-28,2	-2,4	-3,3	-6,3	-10,0	
Estrangeiros no país	2,7	16,3	18,8	2,5	33,7	35,0	28,0	
Participação	2,6	12,6	15,4	2,3	24,9	25,9	24,8	
Intercompanhias	0,0	3,7	3,4	0,2	8,9	9,1	3,2	
Investimentos em carteira	2,5	7,8	9,6	-1,2	39,6	46,4	20,8	
Ativos	-0,1	0,7	0,5	-0,2	-1,2	-1,0	-1,1	
Passivos	2,6	7,1	9,1	-1,0	40,8	47,4	21,9	
Derivativos	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,0	0,0	
Outros investimentos	-0,5	13,7	14,6	9,0	14,4	11,8	-28,5	
Ativos	-3,2	-10,4	-8,9	5,1	-15,7	-17,4	-30,2	
Passivos	2,7	24,1	23,5	4,0	30,2	29,1	1,6	

1/ Projeção.

títulos de renda fixa – apresentaram saídas líquidas de US\$496 milhões, no mês, e ingressos líquidos de US\$35,9 bilhões no ano. Os ingressos relativos a ações, que seguem favorecendo o desempenho do Ibovespa, atingiram US\$17,1 bilhões nos primeiros onze meses do ano, respondendo por aproximadamente três quartos das aquisições de ações em ofertas iniciais ao longo do ano, incluindo US\$3 bilhões relativos ao lançamento de ações da Bovespa. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa no país somaram US\$18,7 bilhões nos onze primeiros meses do ano e o estoque desses investimentos atingiu US\$44,4 bilhões, em outubro.

Em relação aos investimentos estrangeiros em carteira, as ações de companhias brasileiras negociadas no exterior apresentaram ingressos líquidos, tanto em novembro quanto no acumulado do ano. Entre os títulos de renda fixa, os bônus soberanos, influenciados pelo programa de recompras de papéis da dívida externa executado pelo Tesouro Nacional, apresentaram amortizações líquidas ao longo do ano. Em novembro, os bônus de médio e longo prazos apresentaram saídas líquidas de US\$590 milhões, resultantes de amortizações pagas de US\$462 milhões e de ágios de US\$128 milhões. No ano, as saídas líquidas de bônus da República totalizaram US\$7,7 bilhões, resultado de desembolsos de US\$2,9 bilhões e de amortizações de US\$10,6 bilhões, das quais US\$9,1 bilhões em valor de face e US\$1,5 bilhão referente a ágio no âmbito do programa de recompras.

Relativamente a títulos privados de médio e longo prazos, as amortizações líquidas atingiram US\$307 milhões em novembro, acumulando ingressos líquidos de US\$7,2 bilhões nos primeiros onze meses do ano, resultando em taxa de rolagem de 231%. No último período, os desembolsos líquidos dos títulos de curto prazo somaram US\$4,6 bilhões.

A rubrica outros investimentos brasileiros registrou redução de haveres no exterior de US\$5,1 bilhões, em novembro, totalizando aumento de US\$15,7 bilhões nos onze primeiros meses do ano, dos quais US\$5,6 bilhões relativos à constituição de depósitos de bancos brasileiros.

Os ingressos líquidos relativos a outros investimentos estrangeiros somaram US\$4 bilhões em novembro. O crédito comercial de fornecedores registrou ingressos líquidos de US\$1,7 bilhão, associados, fundamentalmente, a amortizações líquidas de créditos de curto prazo, US\$1,6 bilhão. Os empréstimos somaram ingressos líquidos de US\$2 bilhões, resultado de pagamentos líquidos de US\$241 milhões

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	3,9	32,3	33,5	1,0	22,4	23,7	15,5
Bônus públicos	1,5	4,4	4,8	0,0	2,9	2,9	0,0
Títulos privados	1,1	9,8	10,3	0,7	14,0	15,0	9,7
Empréstimos diretos	1,3	18,1	18,4	0,4	5,5	5,8	5,8
Empréstimos de curto prazo (líq.) ^{2/}	-0,8	-3,1	-0,5	-0,2	14,5	15,3	0,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,0	0,6	0,1	0,0	4,6	3,5	0,0
Portfólio (líq.)	1,6	14,9	16,9	-0,5	35,9	46,0	26,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/} (%)							
Total:	531%	450%	206%	211%	116%	100%	100%
Títulos privados	255%	212%	206%	187%	231%	162%	100%
Emprést. diretos	2594%	1129%	205%	275%	51%	50%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas de comércio repassadas por bancos.

3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos, excluindo as amortizações decorrentes de conversão de dívida em investimento direto.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2006		2007		2008
	Jan-Nov	Ano	Jan-Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no					
período anterior	53,8	53,8	85,8	85,8	177,7
Compras líquidas do Bacen	31,9	34,3	76,3	76,3	-
Serviço da dívida (líquido)	-22,9	-22,8	-8,4	-7,8	1,4
Juros	-3,0	-2,8	0,9	1,5	3,5
Receita	2,5	2,8	5,7	6,4	7,8
Despesa	-5,5	-5,6	-4,8	-4,9	-4,3
Amortização	-19,9	-20,0	-9,2	-9,3	-2,1
Desembolsos	6,3	6,6	2,9	2,9	-
Organismos multilaterais	1,2	1,2	-	-	-
Bônus da República	5,1	5,5	2,9	2,9	-
Demais ^{2/}	1,8	1,5	6,6	6,6	-
Compras do Tesouro Nacional	12,3	12,3	13,9	14,0	6,4
Variação de haveres	29,3	32,0	91,2	91,9	7,8
Posição de reservas brutas	83,1	85,8	177,1	177,7	185,5

1/ Projeção.

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

de empréstimos de curto prazo e de desembolsos líquidos de US\$2,2 bilhões relativos a empréstimos de longo prazo. Nos onze primeiros meses do ano, os outros investimentos estrangeiros acumularam ingressos líquidos de US\$30,2 bilhões, com o crédito comercial de curto prazo registrando desembolsos líquidos de US\$15,8 bilhões e os empréstimos apresentando comportamento distinto, de acordo com o prazo das operações: as de médio e longo prazos resultaram em saídas líquidas de US\$610 milhões e as de curto prazo, em ingressos líquidos de US\$14,5 bilhões.

As reservas internacionais cresceram US\$91,2 bilhões no ano, até novembro, totalizando US\$177,1 bilhões. Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$76,3 bilhões, enquanto entre as operações externas sobressaíram os desembolsos de US\$2,9 bilhões em bônus da República e as amortizações relativas a Acordo Plurianual de Facilidade de Depósito (MYDFA), de US\$138 milhões. Ocorreram inéditas receitas líquidas de juros, US\$880 milhões, resultantes de ingressos de US\$5,7 bilhões relativos à remuneração das reservas e de despesas de US\$4,8 bilhões com juros de bônus. As demais operações geraram aumento de US\$6,6 bilhões nas reservas. A mudança na posição financeira do Estado em moeda estrangeira contribui para ampliar as perspectivas para o financiamento externo ao setor privado.

O estoque das reservas internacionais foi estimado em US\$177,7 bilhões, ao final de 2007, com crescimento de US\$91,9 bilhões no ano. Incluindo-se as operações realizadas nos onze primeiros meses, estão previstos pagamentos de US\$86 milhões relativos ao serviço da dívida externa de responsabilidade do Tesouro e lançamentos, já ocorridos, de US\$2,9 bilhões de bônus soberanos. Estimam-se, ainda, liquidações de compras de US\$76,3 bilhões do Banco Central no mercado doméstico de câmbio, integralmente efetuadas de janeiro a novembro.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de sustentabilidade externa mantiveram, nos onze primeiros meses de 2007, a trajetória favorável observada nos dois anos anteriores, especialmente em virtude do crescimento das exportações, do PIB em dólares e das reservas internacionais.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005 Dez	2006 Dez	2007			
			Mar	Jun	Set	Nov ^{2/}
Exportações de bens	118,3	137,8	142,4	150,0	153,5	158,7
Exportações de bens e serviços	134,4	157,3	162,8	171,3	175,9	182,0
Serviço da dívida	66,0	56,9	59,4	53,2	55,0	56,2
Dívida externa total	169,5	172,6	182,1	191,4	195,3	196,2
Dívida externa total líquida	101,1	74,8	60,0	28,9	17,0	3,7
Reservas internacionais	53,8	85,8	109,5	147,1	163,0	177,1
PIB	882	1072	1120	1175	1231	1266
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	19,2	16,1	16,3	16,3	15,9	15,5
Dívida total líquida/PIB (%)	11,5	7,0	5,4	2,5	1,4	0,3
Dívida total/exportações	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	0,9	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	0,8	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0
Serviço dívida/exportação (%)	55,8	41,3	41,8	35,4	35,8	35,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	49,2	36,2	36,5	31,0	31,3	30,9
Reservas/dívida total (%)	31,7	49,7	60,2	76,9	83,4	90,2

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

^{2/} Dados estimados.

O serviço da dívida externa, mesmo incorporando os efeitos do programa de recompra dos títulos soberanos da dívida externa, iniciado em janeiro de 2006, reduziu-se em US\$659 milhões em comparação a dezembro de 2006. A redução do serviço da dívida atinge US\$9,9 bilhões, na comparação com o patamar do início do referido programa. A participação do serviço da dívida nas exportações recuou de 41,3%, em dezembro de 2006, para 35,4%, em novembro de 2007.

No mesmo período, a dívida total elevou-se em US\$23,6 bilhões, para US\$196,2 bilhões, resultado de aumentos de US\$20,6 bilhões na dívida de curto prazo e de US\$3 bilhões na dívida de médio e longo prazos; a dívida total líquida recuou US\$71,1 bilhões; e o PIB em dólares cresceu US\$194,5 bilhões, para US\$1.266 bilhões. Assim, a relação dívida total sobre PIB recuou 0,6 p.p., para 15,5%, e a proporção entre a dívida total líquida e o PIB decresceu 6,7 p.p., para 0,3%, o menor valor da série, iniciada em 1970.

Os coeficientes dívida total sobre exportações e dívida total líquida sobre exportações atingiram 1,2 e zero, respectivamente, em novembro de 2007.

A relação entre as reservas internacionais, que se elevaram em US\$91,2 bilhões, e a dívida externa total passou de 49,7%, em dezembro, para 90,2%, em novembro, o maior valor desde o início de sua apuração, em 1970. Adicionalmente, as reservas representavam, em novembro, 282,5% da dívida de curto prazo, pelo critério de prazo residual.

5.6 Conclusão

Os ingressos líquidos do balanço de pagamentos nos onze primeiros meses do ano já possibilitam o integral financiamento das contas externas em 2007, além de permitir a expressiva acumulação de reservas observada no período. Em ambiente de redução dos superávits comercial e em transações correntes, os ingressos recordes de fluxos financeiros, tanto de IED quanto de investimentos em carteira, vêm contribuindo de forma mais intensa para o resultado do balanço de pagamentos.

A perspectiva de reversão dos saldos em transações correntes, depois de prolongado período de significativos superávits, não se constitui em restrição à robustez das contas externas. Cabe ressaltar que os sucessivos resultados positivos, observados a partir de 2003, contribuíram para a

consolidação de importantes ajustes nos estoques, evidenciados tanto pela redução da dívida externa do setor público quanto pela elevação das reservas internacionais, que tornaram o setor público liquidamente credor em moeda estrangeira, fortalecendo a posição internacional da economia brasileira. Além disso, a perspectiva de déficits em transações correntes inferiores à média histórica não afeta a percepção de solidez das contas externas do país, tendo em vista o financiamento confortável proporcionado pelos ingressos de investimentos.

Projeções do Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Usos	-0,6	-22,6	-30,5	-3,3	-30,2	-34,6	-33,0
Transações correntes	1,4	13,2	13,6	-1,3	4,3	2,4	-3,5
Amortizações de MLP ^{2/}	-2,0	-35,8	-44,1	-2,0	-34,4	-37,0	-29,5
Papéis	-1,5	-25,1	-25,6	-1,1	-18,1	-20,0	-13,8
Pagas	-1,5	-23,7	-24,2	-1,1	-17,6	-19,5	-13,8
Refinanciadas	0,0	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	0,0	-0,7	-0,7	0,0	-0,5	-0,5	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,3	-1,7	-0,2	-1,2	-1,4	-2,8
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,4	-9,4	-16,9	-0,7	-15,1	-15,6	-12,9
Fontes	0,6	22,6	30,5	3,3	30,2	34,6	33,0
Conta capital	0,1	0,8	0,9	0,1	0,6	0,8	1,0
Inv. estrangeiros diretos	2,7	16,3	18,8	2,5	33,7	35,0	28,0
Papéis domésticos ^{4/}	1,1	13,2	14,7	-0,5	31,0	38,5	26,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	4,6	41,9	43,7	3,8	32,8	35,0	27,1
Papéis	2,6	14,9	15,8	0,7	16,9	17,9	9,7
Créd. de fornecedores	0,0	0,7	0,8	0,2	1,4	1,7	3,3
Empréstimos ^{6/}	2,0	26,3	27,1	2,9	14,5	15,4	14,1
Ativ. brasil. no exterior	-5,4	-34,2	-36,1	2,4	-20,0	-24,6	-41,3
Demais ^{7/}	1,8	11,9	19,1	1,4	36,4	35,0	0,0
Ativos de reservas	-4,3	-27,4	-30,6	-6,4	-84,4	-85,1	-7,8

1/ Projeção.

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

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

As projeções para o balanço de pagamentos de 2008 foram atualizadas em relação às apresentadas no "Relatório de Inflação" de setembro. Além dos efeitos de carregamento em função de resultados observados nos últimos meses, foram incorporadas modificações no serviço da dívida externa compatíveis com seu estoque em setembro. Adicionalmente, foram consideradas as compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio e a recompras de dívida externa soberana pelo Tesouro Nacional, efetivadas até novembro.

O superávit em transações correntes para 2007 foi revisado de US\$7,8 bilhões, constante do "Relatório de Inflação" anterior, para US\$2,4 bilhões, fundamentalmente como resultado da revisão da projeção de remessas líquidas de lucros e dividendos, de US\$16,5 bilhões para US\$20,9 bilhões. Também foram revistas as projeções de superávit comercial, despesas líquidas com serviços e juros, e receitas líquidas de transferências unilaterais.

A trajetória delineada pelos resultados observados em transações correntes, em cenário de continuidade da aceleração da demanda interna e da maior integração internacional da economia brasileira, deverá implicar em reversão da sequência de saldos positivos iniciada em 2003 para déficit de US\$3,5 bilhões, em 2008.

As exportações deverão apresentar aumento anual de 7,5% em 2008, enquanto a expansão das importações, consistente com a manutenção do dinamismo da demanda interna, é projetada em

17,4%. Nesse cenário, o saldo da balança comercial se reduzirá de US\$39 bilhões, em 2007, para US\$30 bilhões, projeção US\$4 bilhões inferior à registrada no relatório anterior.

A conta de serviços deverá apresentar déficit de US\$13,5 bilhões, em 2008, representando elevação de US\$0,9 bilhão em relação ao ano anterior. O principal determinante dessa mudança se constitui no déficit de US\$3,5 bilhões projetado para a rubrica viagens internacionais, estimativa consistente com a aceleração registrada, nos últimos meses, nas saídas líquidas, trajetória que deverá permanecer no próximo ano, em linha tanto com o processo de ganhos de renda quanto com o patamar da taxa de câmbio.

A projeção para as despesas líquidas com juros no próximo ano foi reduzida de US\$6,9 bilhões para US\$4,5 bilhões. As receitas com juros de ativos brasileiros no exterior, evidenciando o expressivo crescimento desses ativos, foram elevadas para US\$11,8 bilhões, dos quais US\$7,8 bilhões referem-se à remuneração das reservas internacionais do país, enquanto as despesas, traduzindo a posição do estoque da dívida de setembro, foram ampliadas de US\$15,9 bilhões para US\$16,3 bilhões.

A projeção do resultado em transações correntes para 2008 contempla, ainda, a revisão da estimativa para as remessas líquidas de lucros e dividendos, de US\$16,8 bilhões para US\$20 bilhões. A redução de US\$0,9 bilhão em relação à projeção para 2007 está fundamentada nas hipóteses de maior reinvestimento dos ganhos auferidos por empresas estrangeiras no país e de aumento nas receitas com ativos brasileiros no exterior. As transferências unilaterais para 2008 foram reduzidas, de US\$4,5 bilhões, previstos em setembro, para US\$4,2 bilhões.

O superávit de US\$10,3 bilhões estimado para a conta financeira, no próximo ano, está de acordo com o cenário conservador que considera redução anual dos fluxos líquidos de ingressos de investimentos estrangeiros nas modalidades direta, em carteira e outros. É significativa, para esse cenário, a hipótese de rolagem integral dos fluxos de curto prazo. Dessa forma, em 2008, o balanço de pagamentos permanecerá integralmente financiado e, adicionalmente, o setor financeiro ampliará a

constituição de haveres no exterior, como resultado do superávit das transações externas de mercado.

O processo de internacionalização das empresas brasileiras permanece em expansão. Nesse contexto, as remessas líquidas de investimentos diretos brasileiros no exterior, após registrarem o recorde de US\$28,2 bilhões, em 2006, deverão situar-se em US\$6,3 bilhões em 2007, influenciadas por amortizações de empréstimos intercompanhias, e em US\$10 bilhões, em 2008, mesmo patamar da projeção anterior. Os investimentos estrangeiros diretos devem totalizar US\$35 bilhões em 2007, volume inferior ao acumulado em doze meses até novembro, mas recorde para valores anuais. Para 2008, a projeção foi mantida em US\$28 bilhões.

As amortizações de dívida externa de médio e longo prazos em 2007 foram elevadas de US\$36,1 bilhões para US\$37 bilhões, em função da incorporação dos resultados do programa de recompras. Para 2008, a previsão, evidenciando tanto o estoque de endividamento externo referente a setembro quanto o aumento na projeção para exercício de opções de put/call, foi ampliada de US\$27,5 bilhões para US\$29,5 bilhões. Adicionalmente, foi mantida a hipótese de taxa de rolagem de 100% para o endividamento externo privado.

As projeções para 2007, relativas a investimentos estrangeiros em ações e papéis domésticos de médio e longo prazos foram elevadas, de US\$24 bilhões, no "Relatório de Inflação" de setembro, para US\$38,5 bilhões, alteração consistente com a evolução favorável do cenário macroeconômico e os resultados registrados nas ofertas iniciais de ações, tanto em quantidade quanto em valor, com destaque para as referentes à Bovespa e à BM&F. Para 2008, coerente com as perspectivas de continuidade do apetite por ativos brasileiros e de manutenção das demais condicionantes macroeconômicas, esses fluxos líquidos foram revisados de US\$10 bilhões para US\$26 bilhões.

Os haveres do setor bancário no exterior devem crescer US\$12,4 bilhões em 2007, ante US\$8 bilhões projetados no "Relatório de Inflação" anterior, estando previstas, para 2008, saídas de US\$25,2

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,1	10,4	10,3	-2,0	-1,4	-3,9	-11,3
Capitais (líquido)	4,3	26,3	25,7	4,4	83,2	92,5	36,5
Investimento Estrangeiro							
Direto	2,7	16,3	18,8	2,5	33,7	35,0	28,0
Em carteira	1,1	13,2	14,7	-0,5	31,0	38,5	26,0
Empréstimos de médio e longo prazos	1,3	13,5	6,9	0,3	-9,2	-10,1	-3,9
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	1,4	5,8	11,9	2,8	35,1	33,8	1,5
Bancos	-0,8	-3,3	-0,7	1,1	19,2	20,2	1,0
Demais	2,2	9,1	12,6	1,7	16,0	13,6	0,4
Investimentos brasileiros no exterior	-2,6	-29,4	-34,5	-0,9	-14,5	-12,3	-16,1
Demais	0,5	6,8	7,9	0,1	7,0	7,5	1,0
Hiato financeiro	5,4	36,7	36,1	2,5	81,8	88,6	25,2
Compras líquidas do Banco Central	-2,6	-31,9	-34,3	-5,7	-76,3	-76,3	0,0
Depósitos de bancos	-2,7	-4,8	-1,7	3,2	-5,6	-12,4	-25,2

1/ Projeção.

bilhões, ante US\$16,4 bilhões na projeção de setembro. Esse aumento evidencia o efeito mais acentuado dos ingressos relativos a investimentos estrangeiros diretos e em carteira em relação à redução do saldo previsto para as transações correntes. Por fim, projeta-se superávit de US\$85,1 bilhões para o balanço de pagamentos, em 2007, superior à estimativa constante do "Relatório de Inflação" anterior, dada a incorporação das compras líquidas do Banco Central em mercado. Em 2008, esse superávit deverá atingir US\$7,8 bilhões, equivalente às receitas projetadas de remuneração das reservas, tendo em vista as hipóteses de que o Tesouro Nacional sirva integralmente sua dívida externa com recursos adquiridos em mercado e de que o Banco Central não efetue compras.

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 e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em setembro de 2007, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o fim de 2009 e para o crescimento do PIB até o fim de 2008. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 11,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 4 e 5 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$1,80 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa básica de juros e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do setor privado nas últimas semanas. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio.

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

6.1 Determinantes da inflação

A inflação, medida pelo IPCA, após encerrar 2006 em 3,14%, se acelerou em 2007, em especial a partir do terceiro trimestre e, a se confirmarem as expectativas dos agentes, deverá encerrar o ano acima de 4,00%. Ao contrário do que ocorreu em 2006, quando o comportamento benigno da inflação em muito foi favorecido pela trajetória excepcionalmente favorável dos preços dos alimentos, a inflação em 2007 tem sido adversamente afetada pelo choque negativo desfavorável que, em escala global, atingiu os preços dos alimentos. Em contrapartida, ao contrário do que se verificou por vários anos, em 2007 o comportamento dos preços administrados tem sido bastante benigno, com variação de 1,47% até novembro, ante 3,41% no mesmo período de 2006. Apesar da aceleração da inflação em 2007, o Comitê avalia que o comportamento dos núcleos dos índices de preços ao consumidor, aliado ao fato de as expectativas permanecerem ancoradas, sinaliza que a dinâmica inflacionária tende a continuar consistente com a trajetória das metas.

O PIB cresceu 1,7% no terceiro trimestre de 2007, comparativamente ao segundo, e 5,7% em relação ao mesmo período de 2006. Sob a ótica da produção, o crescimento no terceiro trimestre foi liderado pelo setor de serviços (expansão de 1,2%) e pela indústria (expansão de 1,8%), em função dos respectivos pesos sobre o índice. Entretanto, o destaque foi o setor agropecuário, que cresceu 7,2%. No que diz respeito à demanda, os destaques foram a formação bruta de capital fixo (expansão de 4,5%) e o consumo das famílias (expansão de 1,5%). O Comitê considera que, mesmo com o enfraquecimento das perspectivas para a economia global, em relação ao quadro vigente por ocasião da publicação do último Relatório, o dinamismo da demanda agregada deve continuar ao longo dos próximos trimestres, a qual deverá ser favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito e do emprego, a flexibilização monetária e os impulsos fiscais. Levando em conta, ainda, o estreitamento do mercado de fatores observado em 2007, o Copom avalia que a expansão da demanda tende a ganhar cada vez mais importância no balanço de riscos para a dinâmica inflacionária.

No terceiro trimestre, o consumo das famílias, principal componente da demanda agregada, cresceu 1,5%, frente ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, e 6,0% na comparação com igual trimestre do ano passado. Com isso, a taxa acumulada em doze meses

alcançou 5,6%. Em um momento em que diminui a confiança quanto ao ritmo de expansão da economia global, o dinamismo do consumo das famílias contribui de forma importante para sustentar a demanda doméstica, e assim para manter as perspectivas positivas para a atividade econômica no Brasil. O desempenho robusto das contas nacionais relacionadas ao consumo tem sido antecipado pelos dados mensais sobre comércio varejista. Nesse sentido, cabe mencionar que as vendas do comércio varejista registraram elevação de 9,6% no ano até outubro, frente ao mesmo período de 2006. Destaque-se o incremento nas vendas de móveis e eletrodomésticos (16,0%), favorecidas pela continuidade do crescimento da massa salarial e pelas melhores condições de crédito, bem como nas de tecidos, vestuário e calçados (10,5%). Por seu turno, as vendas de veículos, motos, partes e peças, incluídas somente no índice de vendas ampliado, aumentaram expressivos 23,8% ao longo dos primeiros dez meses de 2007.

A aceleração do ritmo de atividade ao longo dos últimos trimestres produziu reflexos positivos no mercado de trabalho. Após três meses em declínio, o rendimento médio real elevou-se em setembro e outubro, com a taxa acumulada no ano alcançando 3,4%. Esse fato, associado à expansão de 2,9% no emprego, determinou um aumento de 6,4% na massa salarial real nos primeiros dez meses do ano, em comparação com o mesmo período de 2006. O nível de emprego na indústria de transformação, por sua vez, apresentou crescimento de 3,7% nos primeiros dez meses do ano, segundo dados da CNI. Com relação ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo MTE indicam que a expansão de 2006 se intensificou em 2007, com a criação de 1,9 milhão de vagas até novembro, equivalentes a uma expansão de 5,1% no nível de emprego, liderada pela construção civil (7,9%) e comércio (6,1%). Os desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho fortalecem a percepção, externada pelo Copom em Relatórios anteriores, de que a massa salarial continuará sendo um dos pilares de sustentação da demanda agregada. Adicionalmente, o desempenho positivo do mercado de trabalho tem contribuído para manter os índices de confiança do consumidor em patamares elevados, indicando disposição de aumentar o dispêndio.

A disponibilidade de crédito para as famílias, favorecida pela estabilidade macroeconômica, por avanços institucionais e pela redução das taxas de juros ao tomador final, tem sido outro importante elemento de propulsão do consumo. Somente entre outubro de 2006 e outubro de 2007, o crédito do sistema financeiro (com recursos livres) às

peças físicas cresceu 32,5%, com destaque para a expansão das operações de *leasing* (86,2%). Na comparação mensal, em outubro o estoque de crédito às pessoas físicas cresceu 3,1%. É importante destacar, ainda, que a expansão do crédito tem sido acompanhada por alongamento dos prazos médios e estabilidade da inadimplência. No que se refere ao cenário prospectivo, a expectativa de analistas de mercado e de representantes do setor bancário é de que as taxas de crescimento do crédito às pessoas físicas, ainda que com certa moderação frente ao ritmo de 2007, devam continuar robustas em 2008, com potencial aceleração em alguns segmentos, como o crédito imobiliário. Essa avaliação ganha suporte, por exemplo, da crescente formalização do mercado de trabalho, do aumento da “bancarização” da população, da melhora do ambiente institucional e a da consolidação da estabilidade macroeconômica, que devem continuar sustentando a elevação do crédito pessoal em 2008.

De certa forma, contrariando expectativas menos otimistas em relação ao desempenho da economia brasileira, o investimento tem se apresentado como um dos componentes mais dinâmicos da demanda doméstica. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a expansão da FBCF se deslocou de 8,8% no primeiro trimestre de 2007 para 14,4% no terceiro. Segundo a série com ajuste sazonal, a expansão da FBCF no terceiro trimestre foi de 4,5%, mesmo após os robustos 4,6% registrados no segundo. O dinamismo do investimento reflete o aquecimento da atividade em ambiente de estabilidade econômica e a elevação da lucratividade das empresas (corroborado pelo desempenho exuberante do mercado acionário brasileiro), que têm levado ao aumento da confiança do empresariado. A propósito, a sondagem conjuntural da indústria de transformação da FGV de outubro, por exemplo, indica que 53% dos entrevistados (39% em outubro de 2006) pretendem elevar o investimento em 2008, contra 8% que visam reduzi-lo (13% em outubro de 2006). Similarmente, a pesquisa da CNI mostra que 42% das empresas pretendem aumentar as compras de máquinas e equipamentos em 2008 (contra expectativa de 32% para 2007 e de 29% para 2006).

Há evidências de que a expansão do crédito estaria ajudando a sustentar a expansão dos investimentos. De fato, o crédito com recursos livres às pessoas jurídicas cresceu 27,9% em outubro, contra o mesmo mês de 2006, e acumula expansão de 20,8% no ano. Já os empréstimos com recursos do BNDES cresceram 16,6%, frente ao montante observado em outubro de 2006, e 9,3% no ano. Além disso, o mercado

de capitais, tanto por meio de ofertas públicas de ações (R\$29,5 bilhões no ano até outubro) quanto de colocações de títulos de renda fixa (R\$22,6 bilhões, exclusive as emissões realizadas por empresas de *leasing*) tem contribuído para financiar o investimento em praticamente todos os setores. Por sua vez, o fortalecimento do real também tem favorecido o crescimento do investimento, uma vez que reduz os custos de bens de capital importados. Em outra vertente, o aprofundamento do processo de implementação do PAC deve expandir os investimentos públicos em infra-estrutura. Em resumo, a despeito da incerteza sobre o comportamento da economia global, e da volatilidade recente dos mercados financeiros internacionais, a combinação de lucratividade e confiança elevadas, associada a condições de financiamento favoráveis, deve contribuir para a continuidade do desempenho benigno do investimento.

Segundo o IBGE, o consumo do governo cresceu 3,5% no terceiro trimestre, comparativamente ao mesmo período de 2006. Esse desenvolvimento foi acompanhado por forte incremento das receitas públicas – as receitas do Governo Central cresceram 12,7% e a arrecadação do ICMS, o principal tributo estadual, cresceu 9,7%, no ano até outubro. Diante do quadro de vinculações orçamentárias vigente no país e das diretrizes das políticas públicas, é de se esperar que o ritmo de crescimento do consumo do governo se mantenha nos próximos trimestres. Por outro lado, a interrupção da cobrança da CPMF a partir de 2008 adicionou certa incerteza às perspectivas para a evolução das receitas federais.

No que concerne ao setor externo, as exportações mostraram expansão de 1,8% no terceiro trimestre, em comparação ao mesmo período de 2006, segundo as contas nacionais compiladas pelo IBGE. As importações, por sua vez, cresceram 20,4%, na mesma base de comparação. Por conseguinte, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento da demanda agregada total foi negativa em 1,3 p.p. nos três primeiros trimestres de 2007 (-1,3 p.p. também no mesmo período de 2006). Entretanto, como ocorrido no ano passado, configura-se um cenário em que a contribuição de demanda externa para o dinamismo da atividade econômica em 2007 será superior ao que, de um modo geral, os agentes antecipavam no início do ano. A evolução das exportações líquidas repercute os efeitos da aceleração da atividade econômica interna *vis-à-vis* a situação em nossos parceiros comerciais, bem como os do fortalecimento dos preços de ativos brasileiros, inclusive a taxa de câmbio. Apesar de sua relevância para mitigar

pressões inflacionárias, as evidências apontam no sentido de que as exportações líquidas estariam se tornando menos efetivas como instrumento auxiliar na manutenção da estabilidade de preços.

Ainda sobre comércio exterior, apesar de nos últimos trimestres o quantum importado haver crescido mais rapidamente que o exportado, em grande parte o aumento das compras externas (22,1%, no acumulado em doze meses até outubro) deve-se ao expressivo aumento das aquisições de bens de capital (33,4%, na mesma base de comparação). Deve-se notar, ainda, que o crescimento em valor exportado (16,3%, no acumulado em doze meses até novembro) reflete o crescimento do *quantum* exportado, e não apenas o dos preços, em especial no que se refere às principais *commodities* da pauta de exportação brasileira. A rigor, em doze meses até outubro, o *quantum* exportado aumentou 5,8%, enquanto os preços avançaram 9,5% no mesmo período. Nesse contexto, ainda que se antecipem, para 2008, saldos comerciais inferiores aos observados no último biênio, o Copom não vislumbra reversão abrupta na balança comercial. Por outro lado, o Comitê reconhece que, no que se refere às transações correntes – com US\$4,7 bilhões de superávit em doze meses até novembro, equivalentes a 0,4% do PIB – o cenário mais plausível é o que contempla a hipótese de observância de pequeno déficit no futuro não muito distante.

A trajetória prospectiva das contas externas e da demanda externa líquida depende de desenvolvimentos da economia doméstica, mas também, de forma importante, do contexto econômico global. À vista disso, cumpre assinalar que se observaram alterações relevantes desde a divulgação do último Relatório, no que se refere ao cenário externo. É fato que o “Relatório de Inflação” de setembro indicava que problemas nos mercados financeiros internacionais, especificamente de títulos e obrigações lastreados em empréstimos, estavam tendo impactos amplos e, assim, acrescentavam um dado de cautela a um cenário externo que, até meados de 2007, em linhas gerais, apontava para crescimento econômico global robusto, a despeito da esperada desaceleração da economia americana. Contudo, desde aquela época, as preocupações com a estabilidade financeira em economias maduras se intensificaram e trouxeram consigo uma nova rodada de aperto nas condições de liquidez.

Sob essas circunstâncias, se consolidou um consenso de que a economia global crescerá menos em 2008 do que em anos anteriores. Nesse contexto, as persistentes incertezas quanto à extensão e alocação das perdas originadas no mercado de créditos *subprime* nos EUA, que levaram a

perturbações nos mercados interbancários de liquidez a termo e à contração na oferta de crédito para empresas e famílias, sinalizam que a desaceleração pode ser mais intensa do que se antecipava. Uma desaceleração pronunciada nos EUA, com potenciais desdobramentos sobre a atividade econômica na Europa e Japão, colocaria em teste a tese de que o robusto crescimento das principais economias emergentes, em especial na Ásia, teria adquirido dinâmica autônoma, ou seja, o crescimento dessas economias estaria menos dependente da demanda originada em economias maduras e, em contrapartida, mais dependente da demanda gerada internamente ou em outras economias emergentes. Em suma, desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”, o cenário prospectivo central para a atividade econômica global sofreu deterioração, estando agora cercado por maior incerteza, com viés básico negativo.

Esses desenvolvimentos têm determinado mudanças na condução da política monetária em economias maduras, geralmente no sentido de limitar, em função do aumento do risco de desaceleração econômica mais pronunciada e de potenciais problemas de estabilidade sistêmica, o escopo para ações contracionistas. Em particular, a necessidade de mitigar o impacto potencial da turbulência financeira sobre a atividade econômica levou o *Federal Reserve (Fed)* a reduzir a taxa de juros em 100 p.b. nas reuniões de setembro, outubro e dezembro. Tais ações sugerem, na visão do *Fed*, que a despeito do crescimento robusto observado no terceiro trimestre, teria aumentado a possibilidade de que os efeitos da crise associada ao setor imobiliário ensejem uma desaceleração mais forte da economia, inclusive não se descartando por completo a hipótese de recessão. Além de lidar com o potencial impacto macroeconômico das dificuldades do sistema financeiro, bancos centrais como o *Fed*, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra têm tido que atuar vigorosamente para assegurar o funcionamento dos mercados interbancários. As necessidades de liquidez de bancos em decorrência da crise no mercado imobiliário vêm sendo potencializadas pela aproximação do encerramento do ano e, na visão de alguns agentes, constituem-se fator adicional de pressão sobre as taxas de juros de curto prazo nessas economias. É forçoso reconhecer que, a despeito da resposta tempestiva desses bancos centrais ao aumento da volatilidade financeira, o cenário externo continua bastante incerto, e que as mudanças de sentimento e o aumento de percepção de risco nos mercados financeiros devem ser monitorados de perto.

Neste contexto, as perspectivas para o comportamento dos preços internacionais de matérias

primas, um componente de destaque na pauta de exportações brasileira, estão sujeitas à incerteza ainda mais intensa do que a habitual. Contudo, no caso particular do minério de ferro, existe a sinalização de que seu preço iria, no início de 2008, novamente ser majorado. No que se refere à cotação das *commodities* agrícolas, a avaliação de que seus preços poderiam recuar não tem sido corroborada pelos fatos. Com efeito, os dados mais recentes sobre inflação plena em economias como os Estados Unidos, China, e Área do Euro, sinalizam um recrudescimento das pressões inflacionárias em escala global. Há, também, a leitura de que uma inflexão expansionista da política monetária por parte dos bancos centrais das maiores economias poderia ter impacto inflacionário e que o mesmo seria tanto maior quanto mais resistente se mostrar a atividade econômica nas economias emergentes da Ásia à desaceleração das economias maduras.

Em relação à oferta agregada, os três setores apresentaram desempenho positivo no terceiro trimestre deste ano. A indústria sinalizou forte aceleração, com a taxa de crescimento (1,8%) marcadamente maior do que a anotada no segundo trimestre (1,3%) frustrando análises que antecipavam recuo no seu dinamismo. De fato, a expansão de 5,1% do produto industrial no ano, frente ao mesmo período do ano passado, foi a mais elevada desde o terceiro trimestre de 2004. O setor de serviços, não obstante, também apresentou desempenho positivo, ao registrar a décima sétima elevação consecutiva ante o trimestre anterior (1,2%). Por sua vez, o desempenho mais vigoroso ficou com o setor agropecuário, que no terceiro trimestre cresceu 7,2% em relação ao segundo e 9,2% em comparação ao terceiro de 2006. Esse desempenho bastante positivo se encontra alinhado a outros indicadores da atividade no setor agropecuário, como a estimativa do IBGE para a safra agrícola, que sinaliza crescimento de 13,8% para a produção de grãos em 2007, em relação a 2006.

A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, cresceu 1,2% em outubro, a décima segunda expansão consecutiva nessa base de comparação, uma evidência do sólido desempenho do setor fabril, disseminado por vários setores. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, após a redução de 0,6% em setembro, registrou-se, em outubro, expressivo incremento de 2,8%, em comparação ao mês anterior, e de 10,3% em relação a outubro de 2006. No acumulado em doze meses o crescimento alcança 5,3% até outubro, com a produção da indústria de transformação avançando 5,2% (5,9% em 2007) e da extrativa mineral 6,1%

(5,6% em 2007). Para novembro, ajustes estatísticos devidos ao menor número de dias úteis, em comparação com o mesmo mês de anos anteriores, eventualmente podem determinar recuo do índice de produção industrial. A tendência, entretanto, é de continuidade do ciclo de expansão da produção industrial, que continuará a ser favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito e do emprego, a flexibilização monetária já realizada, os impulsos fiscais e, em alguns segmentos, os reduzidos níveis de estoques.

Informações das contas nacionais sugerem redução dos estoques ao longo de 2007. O PIB pela ótica da oferta cresceu 5,3% nos primeiros nove meses deste ano, ante crescimento dos componentes da demanda, excluída a variação de estoque, de 5,1%. Sob a ótica restrita do setor industrial, os dados da Sondagem Conjuntural da FGV mostram que a diferença entre o número de empresas que avaliam que os respectivos estoques são insuficientes e as que avaliam que são excessivos é o maior desde abril de 1995. Para a CNI, os estoques de bens finais, ao final do terceiro trimestre, encontravam-se estáveis em relação ao segundo trimestre e dentro do planejado pelas empresas. Essa situação é melhor, do ponto de vista da atividade econômica, do que a observada no terceiro trimestre de 2006, quando os estoques efetivos superavam os níveis planejados e indicavam frustração das expectativas do empresariado quanto à evolução da demanda.

O Nuci na indústria de transformação atingiu o recorde histórico de 83,1% em outubro (82,2% em setembro), segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando a série sem ajuste sazonal, o Nuci em outubro situou-se 2,2 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2006, com a taxa média nos primeiros dez meses do ano posicionando-se 1,7 p.p. acima da observada em igual período de 2006, 0,9 p.p. e 1,5 p.p. acima das taxas médias observadas nos mesmos períodos de 2004 e 2005, respectivamente. Na mesma direção, a série de utilização da capacidade medida pela FGV atingiu 87,2% em novembro, recorde da série desde abril de 1995 e 2,5 p.p. maior que o do mesmo mês do ano anterior. No que se refere especificamente à indústria paulista, dados compilados pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) indicam que o Nuci alcançou 84,1% em outubro, patamar mais elevado desde agosto de 2004.

De um modo geral, a redução da capacidade ociosa reflete a aceleração da atividade econômica, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do aumento substancial

do volume de investimentos. De fato, no ano, até outubro, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (19,7%), consubstanciada no vigoroso incremento das importações (35,3% em volume, até outubro), bem como da produção de bens de capital (18,8%, até outubro). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 5,0% até outubro e mostra aceleração na margem. Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a aceleração da expansão do investimento é processo fundamental para evitar que se aprofunde o descompasso verificado entre a evolução da oferta e da demanda agregada ao longo dos últimos trimestres, o que pode elevar o risco de aceleração inflacionária.

A despeito de a produção de insumos para a construção civil vir aumentando nos últimos trimestres, nota-se elevação dos custos de produção associados a esse setor, conforme indica a evolução do Índice Nacional de Custo da Construção – Disponibilidade Interna (INCC-DI), com variação acumulada de 5,92% em doze meses até novembro. A variação do INCC-DI acumulada em doze meses, vale dizer, vem se posicionando acima de 5% desde agosto de 2006, tendo se acelerado bastante nos últimos três meses. Esses desenvolvimentos têm suscitado preocupação quanto ao surgimento de possíveis restrições de oferta nesse setor, que, dada sua estrutura de produção, dificilmente seriam aliviadas por meio de importações de insumos. Em parte, essas preocupações são reforçadas pelas perspectivas de expansão da demanda em um ambiente em que as condições de financiamento são favoráveis.

Com a gradual superação do efeito alento, típico das fases iniciais de ciclos de expansão, o crescimento da PEA vem se desacelerando, enquanto a expansão do emprego prossegue em ritmo sólido. De fato, a média mensal da taxa de crescimento da PEA foi de 0,46% no trimestre agosto-outubro, enquanto a ocupação cresceu à taxa média de 0,74%. Nos doze meses findos em outubro, a PEA e a ocupação cresceram, respectivamente, 2,3% e 2,9%. Conseqüentemente, após permanecer constante em 10,1% no trimestre março-maio, a taxa de desemprego se deslocou para 9,7% em junho, 9,5% em julho e agosto, 9% em setembro e 8,7% em outubro. Com isso, o desemprego médio entre janeiro e outubro situou-se 0,6 p.p. abaixo do verificado no mesmo período do ano passado, diferença esta que vem se acentuando desde julho, tendo sido o desemprego, no quadriestrate julho-outubro, em média, 1,1 p.p. inferior ao verificado no mesmo período de 2006. Além das flutuações típicas dos meses em torno do final do ano, é razoável esperar que, mantidas as tendências para a PEA

e o emprego, as taxas de desemprego devem manter trajetória declinante, o que poderia ensejar a emergência de pressões por elevações salariais mais expressivas.

O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, permanece elevado e segue mostrando acentuada volatilidade, refletindo não apenas mudanças estruturais no mercado energético mundial, mas também episódios recorrentes de incerteza geopolítica. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina estáveis em 2007. Cabe ressaltar, no entanto, que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio dos preços de combustíveis, mas, também, por exemplo, por meio da cadeia produtiva do setor petroquímico e das próprias expectativas dos agentes. Não se pode desconsiderar, ainda, que a volatilidade dos preços de outras *commodities* importantes também continua relativamente elevada, reflexo do aumento da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da turbulência nos mercados financeiros globais.

A inflação medida pelo IGP-DI arrefeceu em outubro (0,75%), após dois meses em níveis bastante elevados (1,17% em setembro e 1,39% em agosto), mas voltou a aumentar em novembro (1,05%). Dessa forma, o IGP-DI acumula variação de 6,32% em 2007 (3,52% em igual período do ano passado), e de 6,61% em doze meses até novembro (3,59% em 2006). O forte incremento do IGP-DI reflete tanto o comportamento do IPC-Br, com variação de 4,53% em doze meses até novembro (1,88% em 2006), quanto o IPA-DI, que registrou inflação de 7,51% (4,04% em 2006). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) variou 5,92% (5,05% em 2006), sugerindo persistência da inflação medida pelo INCC. No que se refere especificamente ao IPA agrícola, os preços acumularam variação de 18,93% em doze meses até novembro (16,72% em outubro). Por sua vez, os preços industriais continuam apresentando comportamento menos desfavorável, mas também mostram aceleração importante nos últimos doze meses (3,76% contra 2,71% em 2006), e taxas mensais mais elevadas desde agosto. A aceleração dos preços agropecuários no mercado atacadista tem tido reflexos significativos nos preços de alimentos que compõem o próprio IPCA e está associada a tendências altistas nos mercados internacionais de *commodities* como

a soja. Já a dinâmica dos preços industriais no atacado parece refletir as influências conflitantes da apreciação da taxa de câmbio e das elevações dos preços de insumos.

O cenário marcadamente benigno para os preços ao consumidor, que se materializou com intensidade no ano passado, arrefeceu em 2007. Esses desenvolvimentos, ao menos em parte, não constituem surpresa, conforme registrado em Relatórios anteriores, que antecipavam que a inflação acumulada de doze meses iria se acelerar ao longo deste ano. Após atingir o patamar mais elevado do ano em agosto, a inflação mensal medida pelo IPCA arrefeceu em setembro, tornando a acelerar em outubro e novembro. A inflação acumulada em doze meses deslocou-se de 2,96% em março para 4,19% em novembro, 1,17 p.p acima da taxa anotada em novembro de 2006. Ao contrário do ocorrido em anos anteriores, em 2007 os preços livres têm subido mais do que os preços administrados e monitorados por contrato, com os últimos decisivamente mitigando a aceleração do IPCA. De fato, enquanto os preços livres variaram 4,70% neste ano até novembro, os preços administrados avançaram apenas 1,47%. No conjunto dos preços livres, a inflação associada aos bens não-comercializáveis situa-se em 5,62% em 2007, bem acima, portanto, dos 3,71% registrados pelos bens comercializáveis, os quais, no entanto, vem se acelerando a despeito da apreciação cambial verificada em 2007. Ainda sobre não-comercializáveis, no segmento de serviços a inflação registrada no ano até novembro atingiu 4,69% e em doze meses, 4,89%.

Duas das três principais medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central registram elevação nos primeiros onze meses deste ano, frente ao período correspondente de 2006. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio situou-se em 3,50% (3,20% em 2006) e o núcleo por médias aparadas sem suavização de itens preestabelecidos acelerou para 3,16% (2,49% em 2006). Já o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos recuou para 3,62% (4,23% ano passado). Cabe destacar que, à semelhança da inflação plena, essas três medidas de inflação subjacente vêm acelerando na margem, mas também se posicionam abaixo da meta central de 4,50% para os próximos anos.

As expectativas de inflação, que haviam se elevado do segundo para o terceiro trimestre, de certa forma se mantiveram estáveis no quarto trimestre, mas voltaram a se elevar nas últimas semanas. Com efeito, a mediana das expectativas de inflação para 2007 atingiu 3,60% quando da divulgação do Relatório de junho, ultrapassou

ligeiramente 4,00% quando da divulgação do Relatório de setembro e atualmente se encontra em 4,20%. Para 2008, a mediana se manteve em 4,00% por bastante tempo, mas se deslocou para 4,10% em setembro, e para 4,20% recentemente. Para 2009, que neste Relatório passa a ser incluído no horizonte de projeção, a mediana das expectativas encontra-se em 4,00%, mas a média, que em geral antecipa desenvolvimentos futuros da mediana, tem se posicionado acima desse patamar. Em linhas gerais, embora manifestem bastante sensibilidade à ocorrência de surpresas inflacionárias no curto prazo, as expectativas de inflação ainda se encontram ancoradas à trajetória das metas.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, esse cenário, consubstanciado nas projeções que serão apresentadas na seção seguinte, contempla arrefecimento moderado do ritmo de expansão da economia global, do lado externo, acompanhado de aceleração dos preços e continuidade do ciclo de expansão da economia brasileira, do lado doméstico, com riscos inflacionários em elevação.

Do ponto de vista de riscos advindos de fatores externos, o principal se vincula à possibilidade de que a desaceleração da economia mundial seja mais intensa do que a contemplada no cenário principal. Como registrado na seção anterior, desde a publicação do último Relatório o cenário prospectivo para o crescimento da economia global tornou-se não apenas menos favorável, mas também mais incerto. Em que pese o desempenho robusto da economia americana no terceiro trimestre, acumularam-se evidências de que o aperto endógeno das condições de crédito pode ser mais acentuado e mais prolongado, por conseguinte, com impacto potencial sobre a atividade econômica mais forte do que se antecipava. Além do impacto que, por si só, uma desaceleração econômica mais intensa nos EUA causaria na economia global, existem ainda os potenciais efeitos negativos sobre economias maduras da Europa e Ásia e sobre economias emergentes. Em outra vertente, desde a publicação do último Relatório, cresceram as preocupações

quanto à evolução da inflação, em diversas regiões, mesmo quando se desconsideram os efeitos diretos da elevação dos preços de energia e alimentos.

Cabe assinalar, porém, que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada apresentaria fator de risco de sinal ambíguo. Por um lado, ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como um fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o potencial arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. Por outro lado, o supracitado cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos. No caso de uma desaceleração nas economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia elevar-se, reduzindo assim a demanda por ativos brasileiros e determinando depreciação de seus preços. Além disso, no médio prazo, uma possível redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros. Nesse contexto, ainda que a economia brasileira venha dando repetidos sinais de ter desenvolvido maior resistência a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários poderia ficar comprometida.

Outro risco advindo do contexto externo, que no momento se reveste de natureza nitidamente negativa para a trajetória de inflação, refere-se ao comportamento dos preços internacionais do petróleo. A elevação das cotações do barril do petróleo é fator de risco que, de um lado, se associa aos preços domésticos dos combustíveis e, de outro, ao impacto potencial sobre o preço doméstico de outros derivados, especialmente no que se refere aos utilizados ao longo da cadeia produtiva do setor petroquímico. Não se pode desconsiderar, também, que a excessiva volatilidade do preço do petróleo gera ainda mais incertezas, que podem contribuir negativamente para a evolução das expectativas dos agentes econômicos em geral, e dos formadores de preços em particular.

O processo de expansão de nossa economia, que de resto continua sendo relativamente pouco exposta ao comércio exterior, e, portanto, com ciclo econômico pouco sincronizado aos das economias maduras, é liderado por uma vigorosa expansão da demanda doméstica. Ainda assim, o setor externo vem, nos últimos anos, desempenhando papel importante a manutenção da inflação em trajetória consistente com as metas preestabelecidas pelo CMN. Isso ocorre,

especialmente, por meio da disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida. Entretanto, a elevação gradual e consistente da inflação que se registrou no passado recente, bem como das expectativas de inflação, sugere que a atuação dos fatores domésticos, especialmente o crescimento da demanda, estaria se sobrepondo à contribuição do setor externo, tornando-a menos efetiva.

A propósito, a despeito dos desdobramentos recentes da economia mundial, há riscos tão ou mais importantes para o cenário principal que são derivados de fatores internos. De fato, a robustez da demanda doméstica tem exercido pressão sobre a capacidade de oferta de todos os setores da economia, especialmente os não expostos à concorrência externa. Essa avaliação ganha contornos ainda mais bem definidos quando se analisam dados referentes à atividade econômica, como, por exemplo, o elevado nível de utilização da capacidade e as vendas no varejo. Cabe, além disso, reconhecer que os impulsos fiscais esperados para 2008 constituem fator adicional de estímulo à demanda doméstica. Ainda é cedo para se avaliar possíveis conseqüências da não-prorrogação da CPMF sobre a demanda agregada, pois estas dependem de desdobramentos futuros da política fiscal. Nesse contexto, em linha com a avaliação feita pelo Copom em documentos anteriores, tornam-se crescentes as incertezas em relação à dinâmica futura da inflação, associadas à intensidade e às defasagens com que opera o mecanismo de transmissão da política monetária, especialmente se considerarmos que são cumulativos os efeitos do processo de flexibilização monetária iniciado em 2005. Os números do PIB do terceiro trimestre de 2007 corroboram essa avaliação.

O Copom reconhece a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Esse fator, aliado à ajuda do setor externo, vem atuando para mitigar pressões inflacionárias. Entretanto, o Comitê avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária.

É importante, também, considerar os riscos derivados dos movimentos de preços verificados no atacado e sua possível repercussão no índice de preços ao consumidor. Nos dois últimos trimestres, observou-se acentuada pressão dos preços agrícolas no mercado atacadista. Há controvérsia quanto às origens desse movimento, com forte evidência suportando a visão de que

fatores de demanda, domésticos e internacionais, têm tido papel importante. É plausível supor que as pressões sobre os preços agrícolas verificadas em 2007 se reduzam em 2008. Entretanto, essa hipótese deve ser analisada à luz das perspectivas de expansão da demanda global por alimentos e da escassez relativa, especialmente nas economias maduras, de recursos para sua produção. Os preços industriais no atacado, por sua vez, também começaram a mostrar elevação no segundo semestre de 2007, possivelmente em função de pressões inflacionárias externas. O Copom avalia que o impacto de variações dos preços por atacado sobre os preços ao consumidor dependerá essencialmente das condições prospectivas de oferta e demanda e, de forma crítica, das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação. De qualquer modo, em relação a cenário prevalente em setembro, elevou-se a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor.

Ao se decompor o IPCA entre preços livres e preços administrados, nota-se que os riscos negativos que se delineiam para a dinâmica dos preços livres contrastam com um quadro benigno que se configura para a evolução dos preços administrados, a despeito da recente elevação dos índices gerais de preços. De fato, assim como verificado em 2007, os últimos podem continuar contribuindo para mitigar as pressões sobre o índice pleno. Especificamente no que se refere à energia, a avaliação dos especialistas é de que provavelmente novas reduções tarifárias ocorram em 2008. Assim, não se avalia que existam substanciais riscos negativos advindos dos preços administrados. A exceção, porém, se refere especificamente ao preço da gasolina, como destacado anteriormente.

A aceleração inflacionária recente pode ter contribuído para contenção dos salários reais, cujo crescimento, na comparação interanual, tem sido moderado nos últimos meses. A expansão do emprego, contudo, alicerçada nos efeitos defasados da flexibilização monetária, entre outros fatores, vem sustentando o crescimento da massa salarial real em ritmo saudável, e tende a continuar. De fato, a desaceleração do crescimento da PEA, associada à continuidade da expansão do emprego, levará a uma redução do desemprego, o que poderia ensejar aceleração dos ganhos salariais, com impacto potencial tanto sobre a demanda doméstica quanto sobre os custos dos diversos

setores. Nessas circunstâncias, o comportamento dos salários frente ao crescimento da produtividade do trabalho deve ser cuidadosamente monitorado.

O crescimento do crédito tem sido fator importante de sustentação da expansão da demanda agregada. Aparentemente, a recente elevação das taxas de juros praticadas no mercado interbancário não foi repassada para as taxas de financiamento ao consumo. Nesse sentido, a elevação da curva de juros não estaria contendo o processo de expansão do crédito. É de se reconhecer que a elevação das taxas de juros de mercado, na medida em que reflita predominantemente a deterioração das expectativas de inflação dos investidores, por si só tende a ter poucos efeitos sobre o ritmo de expansão da demanda agregada. Por outro lado, também não se pode desconsiderar que a introdução de mudanças institucionais voltadas para incentivar a concorrência no mercado de crédito pode manter as concessões em ritmo forte ou até mesmo determinar sua aceleração, o que poderia impulsionar ainda mais a demanda doméstica.

A possibilidade de que movimentos da inflação, que em uma avaliação preliminar parecem ser transitórios, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio prazo constitui risco perene para a implementação da política monetária. Esse risco tende a se intensificar em momentos como o atual, quando a demanda encontra-se aquecida, o mercado de fatores pressionado e há maior incerteza sobre aspectos das políticas públicas. Sabe-se, também, que episódios de aceleração inflacionária não são uniformemente distribuídos entre os diferentes componentes dos índices de preço. A propósito, o comportamento de núcleos e índices de difusão do IPCA, dos preços de serviços e dos preços industriais no atacado nos últimos meses sugere que pressões inflacionárias inicialmente localizadas poderiam se disseminar. Cabe à política monetária, portanto, manter atitude vigilante de modo a evitar que essa possibilidade se concretize. Essa postura se justifica, dentre outros motivos, porque a experiência internacional sugere que elevações de preços de itens com elevada visibilidade, como energia e alimentos, tendem a ter efeitos sobre a formação de expectativas inflacionárias maiores do que os respectivos pesos no índice de preços.

Em síntese, o Comitê avalia que, desde a divulgação do último Relatório, o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação tornou-se menos favorável, tanto do ponto de vista dos fatores externos como dos internos. No

âmbito externo, os desdobramentos dos últimos meses sugerem que a contribuição das importações para manter um cenário inflacionário benigno pode ter se tornado menos efetiva. No âmbito doméstico, o ritmo de expansão da demanda ganha cada vez mais relevância como fonte de riscos para a dinâmica inflacionária, diante de sinais de que, a despeito do comportamento robusto do investimento, restrições à expansão da oferta poderiam estar emergindo. Nesse contexto, o Copom avalia que a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e da demanda torna-se ainda mais relevante na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

O Copom entende que a postura de política monetária adotada ao longo dos últimos anos vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável, extensivo aos horizontes de longo prazo, por intermédio da construção de um cenário benigno para a evolução da inflação. Diante dessa nova realidade, o principal desafio da política monetária consiste em assegurar a manutenção dos desenvolvimentos favoráveis observados nos últimos anos. Taxas de inflação consistentes com a trajetória das metas e a resultante concretização de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão, decisivamente, para a consolidação do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. Na medida em que se verifique essa melhora de percepção, o espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando. Para que essa tendência se manifeste em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a trajetória da demanda e da oferta agregada, evoluam de forma harmônica.

O Comitê também considera ser fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Dessa forma, considerando que, desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária em setembro de 2005, a taxa de juros básica foi reduzida em 850 p.b. (475 p.b. em 2006), a tendência é de que, ao longo do tempo, sobreponham-se os efeitos defasados da redução da taxa de juros ocorrida em 2006 com os efeitos das reduções ocorridas em 2007 (200 p.b.). Assim, embora a economia venha mostrando sinais de expansão robusta desde o terceiro trimestre do ano passado, parcela significativa dos efeitos desses cortes nos juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar integralmente.

O Comitê entende, ainda, que a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar necessariamente na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes para essa variável. A propósito, ao longo dos próximos trimestres, a expansão da massa salarial e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a demanda agregada. A esses fatores devem ser acrescidos os efeitos, possivelmente ampliados, da expansão dos gastos correntes e das transferências governamentais, bem como de outros impulsos fiscais. A esse cenário, somam-se os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros acima referidos, os sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária recentes terão impactos a partir de 2008.

À luz dessas considerações, o Copom decidiu manter a taxa Selic estável em 11,25% a. a. em suas reuniões de outubro e dezembro. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom opta por uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação e, de forma fundamental, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, dentro desse processo, em momentos como o atual, nos quais a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz sensivelmente a margem de segurança da política monetária. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Na eventualidade de se verificar modificação no perfil de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação, neste momento, pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

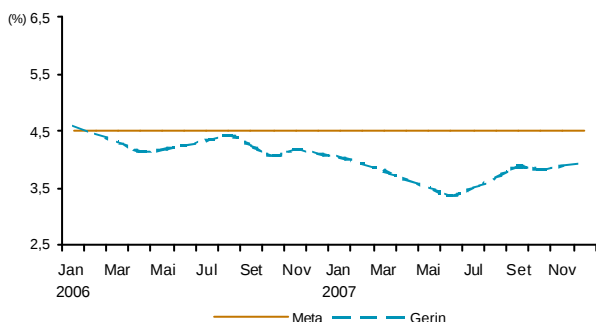
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão, em R\$1,80/US\$, valor próximo ao verificado no período que antecedeu a reunião do Copom de dezembro, e a

meta para a taxa Selic em 11,25%, valor fixado naquela oportunidade. A projeção para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados em 2007 foi redimensionada para 2,5%, ante 3,2% considerados no “Relatório de Inflação” de setembro de 2007. Essa projeção baseia-se nas hipóteses de variação nula nos preços da gasolina e do gás de botijão, para o acumulado de 2007, e de variação de -6,0% nos preços médios da eletricidade e de 0,8% nas tarifas de telefonia fixa. A projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 foi mantida em 4,5% e para 2009 se encontra em 4,2%. Os itens para os quais se dispõe de maiores informações foram projetados individualmente, ao passo que, para os demais, as projeções continuam baseadas no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).

O cenário de mercado baseia-se nos dados da pesquisa realizada pela Gerin junto a um conjunto significativo de instituições. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio recuaram na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de setembro. Para o último trimestre de 2007, essas expectativas passaram de R\$1,90 para R\$1,78, e para o último trimestre de 2008, de R\$1,95 para R\$1,80. Para 2009, as expectativas projetam uma taxa de câmbio média de R\$1,89 para o último trimestre do ano. As expectativas acerca da evolução da taxa Selic média elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2007, deslocaram-se de uma média de 11,05% para 11,20%, ao passo que, para o último trimestre de 2008, passaram de uma média de 10,17% para 10,50%. Para 2009, projeta-se uma taxa Selic média de 10,05%. Essa trajetória é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de seis meses de 3 p.b., 18 p.b. e -42 p.b., em relação à taxa Selic atual, no último trimestre de 2007, 2008 e de 2009, respectivamente. Adicionalmente, refletindo, sobretudo, o efeito de taxas de câmbio diferentes das usadas no cenário de referência, o cenário de mercado pressupõe variações de 2,4%, 4,6% e de 4,5% para o conjunto dos preços administrados em 2007, 2008 e em 2009, respectivamente.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do PIB em 2007, 2008 e em 2009, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do PPI.

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

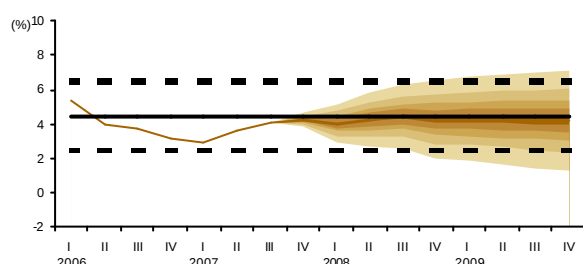


Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto disponível de informações, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,3% em 2007, patamar 0,3 p.p. superior ao projetado no Relatório de setembro, mas ainda abaixo do valor central de 4,50% para a meta estabelecida pelo CMN. Como pode ser visto no Gráfico 6.2, a tendência de convergência da inflação acumulada em quatro trimestres para o valor central da meta de inflação continua presente ao longo do horizonte de previsão, o que reflete, fundamentalmente, os efeitos associados às reduções na taxa Selic implementadas. A inflação acumulada em doze meses atinge o valor mínimo de 4,0% no primeiro trimestre de 2008, acelera e atinge 4,3% no último trimestre, nível 0,1 p.p. acima do projetado no último Relatório, mas ainda abaixo do valor central de 4,50%. Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 4,30% no primeiro trimestre e termina o ano em 4,20%, também abaixo do valor central de 4,50% para a meta.

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11.25% a.a. (Cenário de referência)

Leque de inflação



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

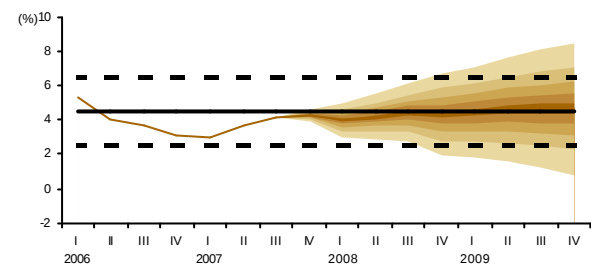
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11.25% a.a. (Cenário de referência)

Período		Intervalo de confiança						Projeção central
		50%						
		30%						
		10%						
2007	4	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,3
2008	1	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5	4,0
2008	2	3,6	3,9	4,2	4,4	4,6	4,9	4,3
2008	3	3,7	4,0	4,3	4,6	4,9	5,2	4,5
2008	4	3,3	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	4,3
2009	1	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3	4,3
2009	2	3,2	3,7	4,1	4,5	4,9	5,4	4,3
2009	3	3,1	3,6	4,0	4,5	4,9	5,4	4,3
2009	4	3,0	3,5	4,0	4,4	4,9	5,4	4,2

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

Os dados da Tabela 6.1 indicam, para 2008, redução de 0,3 p.p. na inflação acumulada em doze meses no primeiro trimestre, em relação ao último trimestre de 2007; e de 0,2 p.p. no quarto, quando comparada ao terceiro. No primeiro caso, o movimento reflete uma projeção de inflação de preços livres, para o primeiro trimestre de 2008, menor do que a inflação observada em igual período de 2007. No segundo, o recuo reflete menores projeções para a inflação de preços administrados e para a de preços livres, no último trimestre de 2008, quando comparadas às projeções para o último trimestre de 2007. Por outro lado, no segundo e no terceiro trimestres de 2008, a Tabela 6.1 indica elevação da inflação acumulada em doze meses. No primeiro caso, o movimento resulta de projeções para a inflação de preços livres e para a de administrados superiores às observadas no segundo trimestre de 2007. No segundo, a elevação da projeção para a inflação plena se deve, essencialmente, ao fato de a projeção para a inflação de preços administrados superar o valor observado em igual período de 2007, haja vista que, em relação aos preços livres, ocorre o contrário. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2008 situa-se em torno de 6%, segundo o cenário de referência.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



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

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

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%						
	30%						
	10%						
2007 4	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,3
2008 1	3,6	3,8	3,9	4,1	4,2	4,4	4,0
2008 2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,2
2008 3	3,7	4,0	4,3	4,5	4,8	5,1	4,4
2008 4	3,3	3,8	4,1	4,5	4,9	5,3	4,3
2009 1	3,4	3,8	4,3	4,7	5,1	5,6	4,5
2009 2	3,4	3,9	4,4	4,8	5,3	5,9	4,6
2009 3	3,2	3,8	4,4	4,9	5,5	6,1	4,7
2009 4	3,1	3,8	4,4	5,0	5,6	6,3	4,7

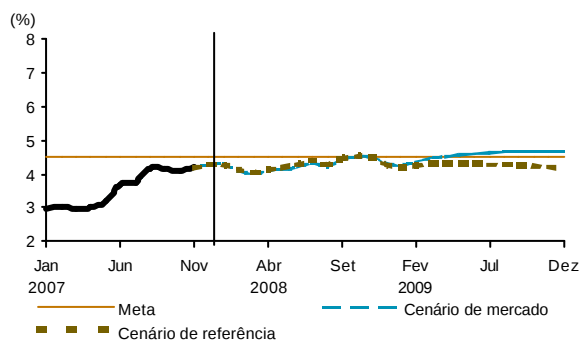
Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

1/ De acordo com a Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de Setembro de 2007

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2007 III	4,2	4,2
2007 IV	4,0	3,9
2008 I	3,7	3,6
2008 II	4,0	3,8
2008 III	4,1	4,0
2008 IV	4,2	4,3

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

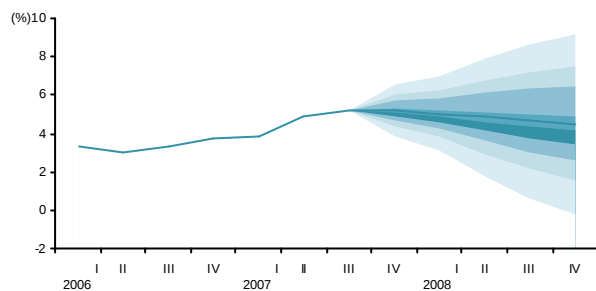


No cenário de mercado, a previsão para a inflação de 2007 é igual à do cenário de referência (4,3%) e 0,4 p.p. superior à constante do último Relatório. As projeções para 2008, apresentadas no Gráfico 6.3 e na Tabela 6.2, indicam recuo da inflação acumulada em doze meses no primeiro trimestre, com elevação nos trimestres posteriores, de modo a encerrar o ano em 4,3%, mesmo valor projetado em setembro, abaixo do valor central da meta. Na comparação com o cenário de referência, os valores ligeiramente menores para o segundo e terceiro trimestres são explicados, basicamente, por expectativas dos analistas de que haja apreciação nominal do câmbio ao longo desses trimestres. A probabilidade de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta para 2008 situa-se em 7%. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção de inflação acumulada em doze meses apresenta elevação ao longo de 2009 e encerra o ano em 4,7%, acima, portanto, do valor central para a meta estabelecida pelo CMN.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório, com as divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções estão reproduzidas na Tabela 6.3, indica que houve elevação das projeções, em ambos os cenários, para 2007. O cenário de referência e o de mercado apontam inflação de 4,3%, 0,3 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente, acima dos valores apresentados em setembro, refletindo, em grande parte, a incorporação de taxas de inflação para meses recentes acima das expectativas prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2008, em comparação com as projeções do Relatório anterior, nota-se elevação na projeção do cenário de referência (0,1 p.p.) e estabilidade da projeção para o cenário de mercado.

O Gráfico 6.4 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, juntamente com a trajetória da meta para o intervalo 2007–2009. Até novembro de 2007, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de dezembro, as trajetórias consideram as projeções dos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. As projeções para o cenário de referência permanecem abaixo do centro da meta praticamente em todo o horizonte de previsão. O cenário de mercado apresenta trajetória semelhante até o último trimestre de 2008, quando, grosso modo, a projeção se iguala à meta. Após ligeiro recuo no primeiro trimestre de 2009, as projeções voltam a se elevar e atingem valores superiores ao estabelecido para o centro da meta de 4,50%, a partir do segundo trimestre do mesmo ano.

Gráfico 6.5 – Variação do PIB com juros fixos em 11,25% a.a.
Cenário de referência
 Leque do produto



O Gráfico 6.5 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Deve-se enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tendo em vista que o modelo que gera as projeções utiliza dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2007 é de 5,2%, 0,5 p.p. acima do projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, em função do maior ritmo de crescimento verificado no terceiro trimestre, e, para 2008, a previsão de crescimento é de 4,5%.

Estimação do Hiato do Produto – Modelo de Componentes não Observados

O produto potencial usualmente é definido como nível máximo de produção que uma economia poderia alcançar sem gerar pressões inflacionárias. Por conseguinte, trata-se de variável de importância fundamental para o arcabouço que fundamenta a formulação, análise e avaliação da política monetária. Em geral, entretanto, o produto potencial é indiretamente introduzido nesse arcabouço, isto é, por meio das estimativas do hiato do produto. Por sua vez, o hiato do produto é definido como a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial. Nesse sentido, ao funcionar como indicador de flutuações econômicas, o hiato proporciona aos formuladores de política monetária a oportunidade de antecipar potenciais pressões de demanda sobre os preços. Esse arcabouço analítico tem sido utilizado pelos principais bancos centrais, e o Banco Central do Brasil não é exceção.

A principal dificuldade em se recorrer a medidas de produto potencial e de hiato do produto reside no fato de as mesmas não serem variáveis que podem ser diretamente observadas. Dessa forma, na prática resta o recurso a modelos estatísticos e/ou econômicos para se obter estimativas para tais variáveis, que, em geral, podem se diferenciar bastante uma das outras, a depender do modelo utilizado. Os modelos mais simples em geral são os univariados e simplesmente usam algum filtro estatístico para extrair o produto potencial e, por resíduo, o hiato do produto. Essa abordagem tem como principal vantagem a simplicidade envolvida no processo de estimação. Por sua vez, os modelos mais complexos são multivariados e, além de filtros estatísticos, contemplam alguma fundamentação econômica e podem gerar estimativas para o produto potencial e/ou para o hiato do produto. A grande

vantagem dessa abordagem reside na imposição de relações ou características da economia.

Diante do quadro de incerteza que cerca a estimação de variáveis de tamanha importância para a condução da política monetária, o Banco Central, à semelhança do que ocorre na maioria das grandes economias, utiliza diversos métodos para mensurar o produto potencial e o hiato do produto, conforme apresentado em Relatórios anteriores. Contudo, este Boxe se destina a apresentar mais uma metodologia, a saber, o modelo de componentes não observados, além de apresentar estimativas atualizadas para o hiato do produto, calculadas segundo as outras metodologias.

Dentre as metodologias univariadas que medem o hiato do produto, Harvey (1985) e Clark (1987) propuseram o modelo de componentes não observados, segundo o qual o produto é decomposto em duas variáveis não observadas: produto potencial (y_t^*) e hiato ($hiato_t$) [Equação (01)]. Além disso, especifica-se uma dinâmica para o produto potencial [Equações (02) e (03)], bem como para o hiato do produto [Equação (04)].¹

$$(01) \quad y_t = y_t^* + hiato_t$$

$$(02) \quad y_t^* = y_{t-1}^* + nvly_{t-1}^* + h_t$$

$$(03) \quad nvly_t^* = nvly_{t-1}^* + n_t$$

$$(04) \quad hiato_t = j_1 hiato_{t-1} + j_2 hiato_{t-1} + w_t$$

O arcabouço acima, cuja única variável observável é o produto (y_t), pode ser enriquecido por intermédio da inclusão de variáveis que supostamente contêm informação importante sobre a evolução do hiato e do produto potencial. Essa estratégia tem a vantagem de usar mais informação, mas, em contrapartida, aumenta a possibilidade de se cometerem erros na especificação das relações que ligam as variáveis umas com as outras. Seguindo Bjørnland et al. (2006), tem-se um arcabouço ampliado que envolve mais três variáveis observadas

1/ A metodologia baseia-se na hipótese de que qualquer variável observada poderia ser escrita como soma de dois ou mais componentes não observados. Intuitivamente, tal hipótese justificar-se-ia porque as variáveis não observadas poderiam afetar o comportamento das variáveis observadas.

[Equações (05) a (07)]. De acordo com a Equação (05), a taxa de crescimento do produto (Δy_t) se iguala à soma da taxa de crescimento do produto potencial (Δy_t^*) com a variação do hiato do produto ($hiato_t$). A Equação (06) relaciona inflação (p_t) e hiato do produto, e pode ser vista como uma variante da Curva de Phillips. Por sua vez, a Equação (07) explora a relação entre desemprego (u_t) e hiato do produto [Lei de Okun (1962)] e tem o desemprego não aceleracionista da inflação ($unairu_t$) como uma de suas variáveis latentes.

$$(05) \Delta y_t = \Delta y_t^* + hiato_t - hiato_{t-1}$$

$$(06) p_t = f_{11}p_{t-1} + f_{12}p_{t-2} + d_{11}hiato_{t-1} + e_{2,t}$$

$$(07) u_t - unairu_t = f_{21}(u_{t-1} - unairu_{t-1}) + d_{21}hiato_{t-1} + e_{3,t}$$

A evolução temporal das variáveis de estado desse sistema é descrita pelo conjunto de equações de (08) a (12)².

$$(08) hiato_t = q_{11}hiato_{t-1} + q_{12}hiato_{t-2} + x_{1,t}$$

$$(09) \Delta y_t^* = q_{21}\Delta y_{t-1}^* + nv\Delta y_{t-1}^* + x_{2,t}$$

$$(10) nv\Delta y_t^* = nv\Delta y_{t-1}^* + x_{3,t}$$

$$(11) unairu_t = unairu_{t-1} + nv\Delta y_{t-1}^* + x_{4,t}$$

$$(12) nv\Delta y_t^* = nv\Delta y_{t-1}^* + x_{5,t}$$

Além disso, no caso das variáveis observáveis, o conjunto de equações de (05) a (07) pode ser escrito de forma compacta usando notação matricial, conforme (13) abaixo.

$$(13) \begin{bmatrix} \Delta y_t \\ p_t \\ u_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & 0 & 0 \\ f_{11} & f_{12} & 0 \\ 0 & 0 & f_{21} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} p_{t-1} \\ p_{t-2} \\ u_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 1 & -1 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & d_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & d_{21} & 0 & 0 & 1 & -f_{21} & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} hiato_t \\ hiato_{t-1} \\ \Delta y_t^* \\ nv\Delta y_t^* \\ unairu_t \\ unairu_{t-1} \\ nv\Delta y_t^* \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0 \\ e_{2,t} \\ e_{3,t} \end{bmatrix}$$

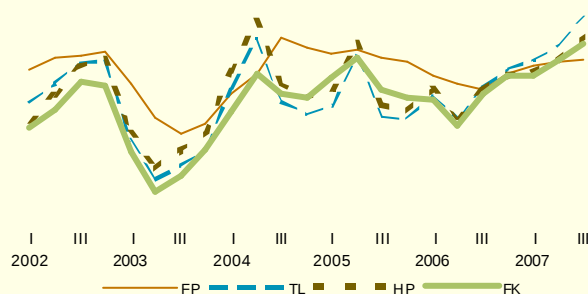
2/ A equação (08) impõe um processo autoregressivo de segunda ordem, com media zero, ao hiato do produto. A equação (09) especifica a taxa de crescimento do produto potencial como um processo autoregressivo de primeira ordem com *drift* estocástico especificado pela equação (10). A equação (11) especifica o desemprego não-aceleracionista como um passeio aleatório com *drift* estocástico especificado pela equação (12).

Finalmente, também na forma matricial, (14) agrupa as equações de estado ou de transição do sistema de equações de (08) a (12).

$$(14) \begin{bmatrix} \text{hiato}_t \\ \text{hiato}_{t-1} \\ \Delta y_t^* \\ \text{nv}\Delta y_t^* \\ \text{unairu}_t \\ \text{unairu}_{t-1} \\ \text{nv}\text{unairu}_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} q_{11}q_{12} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & q_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 1 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{hiato}_{t-1} \\ \text{hiato}_{t-2} \\ \Delta y_{t-1}^* \\ \text{nv}\Delta y_{t-1}^* \\ \text{unairu}_{t-1} \\ \text{unairu}_{t-2} \\ \text{nv}\text{unairu}_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} x_{1,t} \\ 0 \\ x_{2,t} \\ x_{3,t} \\ x_{4,t} \\ 0 \\ x_{5,t} \end{bmatrix}$$

Estimam-se os sub-sistemas (13) e (14) via Filtro de Kalman por máxima verossimilhança admitindo-se que os erros ($e_{2,t}$, $e_{3,t}$, $x_{1,t}$, $x_{2,t}$, $x_{3,t}$, $x_{4,t}$ e $x_{5,t}$) são independentes e identicamente distribuídos. A amostra contempla dados trimestrais a partir do terceiro trimestre de 1994 até o segundo trimestre de 2007. O produto e o desemprego foram dessazonalizados usando modelos de componentes não observados univariados, com componente sazonal, conforme sugere Harvey (1991).

Gráfico 1 – Evolução do hiato do produto – 2002-I a 2007-III
Função de Produção, tendência linear, filtro HP e filtro de Kalman
Em % ao trimestre



O Gráfico 1 ilustra a evolução da estimativa para o hiato do produto. Em linhas gerais, a trajetória do hiato não diverge significativamente da oferecida por outras técnicas que há bastante tempo vêm sendo utilizadas pelo Banco Central do Brasil, como por exemplo, o Filtro de Hodrick-Prescott, a Função de Produção e a Tendência Linear. Entretanto, é de se reconhecer que, além de apoiar a validade das estimações que vinham sendo consideradas pelo Banco Central, a inclusão de outras variáveis econômicas relevantes no processo de mensuração do hiato do produto, dentro de um arcabouço multivariado, constitui-se importante avanço metodológico. Finalmente, em outra perspectiva, cabe destacar que, independente da metodologia considerada, nota-se um estreitamento do hiato do produto no passado recente, um resultado que encontra suporte em indicadores de utilização dos fatores de produção, como taxa de desemprego e utilização da capacidade instalada da indústria.

Bibliografia

Bjørnland, Hilde C., Leif Brubakk and Anne Sofie Jore, 2006. "Forecasting inflation with an uncertain output gap," Working Paper 2006/02, Norges Bank.

Clark, Peter K., 1987. "The Cyclical Component of U. S. Economic Activity," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 4 (Nov., 1987), pp. 797-814.

Harvey, Andrew C., 1985. "Trends and Cycles in Macroeconomic Time Series," *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 3, No. 3 (Jul., 1985), pp. 216-227.

Harvey, Andrew C., 1991. "Forecasting, Structural Time Series Models and the Kalman Filter," Cambridge.

Okun, Arthur, 1962. "Potential GNP: its measurement and significance". American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, pp. 98-103.

Credibilidade do Sistema de Metas para a Inflação no Brasil

Svensson (1993) aponta duas definições de credibilidade que podem ser associadas ao sistema de metas para a inflação: absoluta e das expectativas. A credibilidade absoluta ocorre quando os agentes acreditam, com probabilidade 1, que a inflação futura ficará dentro do intervalo de tolerância para a meta. Por sua vez, a credibilidade das expectativas se verifica quando os agentes acreditam que as expectativas de inflação estarão posicionadas dentro do intervalo de tolerância para a meta, com probabilidade inferior a 1. Grosso modo, essas medidas de credibilidade podem ser entendidas como indicadores da confiança que os agentes depositam na política monetária e, por conseguinte, dos custos associados à redução da inflação e/ou de sua manutenção em níveis compatíveis com o conceito de estabilidade de preços. Haja vista a relevância do assunto, neste Boxe se procura aferir o grau de credibilidade, absoluta e das expectativas, do regime de metas para a inflação no Brasil.

O exercício contempla a realização de alguns testes simples sugeridos por Svensson (1993) para avaliar a credibilidade de um regime de metas para a inflação¹. O período amostral vai de janeiro de 2003 a outubro de 2007. A fim de testar a credibilidade absoluta, bem como a credibilidade das expectativas, Svensson (1993) constrói limites superiores e inferiores para as taxas de juros reais *ex-ante* que seriam compatíveis com o intervalo de tolerância preestabelecido. Os limites desse intervalo são obtidos da seguinte forma: para o superior, diminui-se da taxa de juros nominal associada a títulos pré-fixados, o limite inferior do intervalo de tolerância para a meta de inflação; para

1/ Trata-se de testes no sentido amplo da palavra, ou seja, não são testes estatísticos.

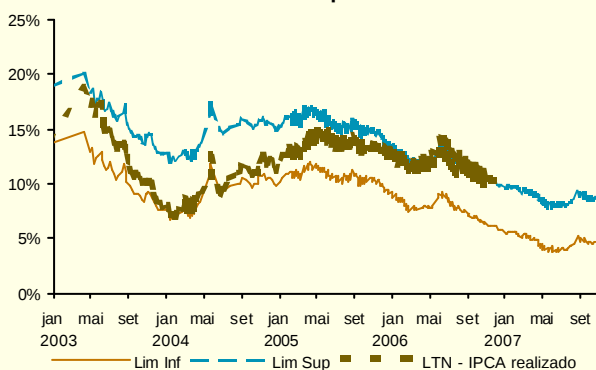
o limite inferior, subtrai-se das taxas de juros nominais associadas aos títulos prefixados, o limite superior do intervalo de tolerância para a meta de inflação. Seguindo a nomenclatura adotada por Svensson (1993), denomina-se o intervalo definido por esses limites por “metas consistentes de taxas de juros reais *ex-ante*”².

Para se testar a credibilidade absoluta, podem ser consideradas duas alternativas quanto à medida de expectativa de inflação. A opção pela primeira está condicionada à existência de pesquisas sobre expectativas de inflação junto a participantes de mercado. Nesse caso, basta verificar se a mediana das expectativas está contida no intervalo de tolerância para as metas de inflação, contexto em que não se pode rejeitar a credibilidade absoluta. No caso da segunda alternativa, o teste da credibilidade absoluta está associado à existência de um mercado de títulos públicos onde se negociam taxas de juros reais *ex-ante*. Deve-se, então, apenas verificar se as taxas de juros reais *ex-ante* dos leilões primários desses títulos estão contidas no conjunto das “metas consistentes de taxas de juros reais *ex-ante*”, situação em que não se pode rejeitar a credibilidade absoluta.

No que se refere à credibilidade das expectativas, a aferição é realizada via comparação entre as taxas de juros reais *ex-post* associadas a títulos prefixados e as “metas consistentes de taxas de juros reais *ex-ante*”. Se existirem evidências de que as taxas de juros reais *ex-post* estão posicionadas dentro dessas metas, então a credibilidade das expectativas não pode ser rejeitada. Um teste similar poderia ser feito, por exemplo, substituindo-se as taxas associadas aos títulos prefixados pelas taxas implícitas nos contratos de futuro de taxa de juros (se forem disponíveis) com prazos semelhantes aos das metas de inflação preestabelecidas.

O Gráfico 1 apresenta a evolução das “metas consistentes de taxa de juros reais *ex-ante*”, calculadas com base nas taxas médias dos leilões primários de Letras do Tesouro Nacional (LTN)³. Além disso, mostra a evolução das séries de taxa de juros reais *ex-post* associadas a esses títulos. A média

Gráfico 1 – Credibilidade das Expectativas: LTN



2/ Os prazos dos títulos pré-fixados devem ser semelhantes aos prazos das metas para a inflação.

Gráfico 2 – Credibilidade das Expectativas: Futuro de DI

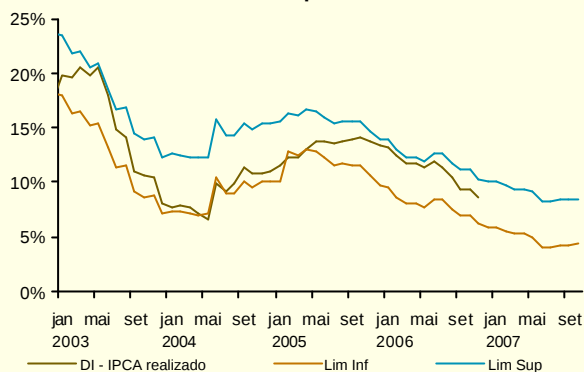


Gráfico 3 – Credibilidade das Expectativas: Swap DI x Pré

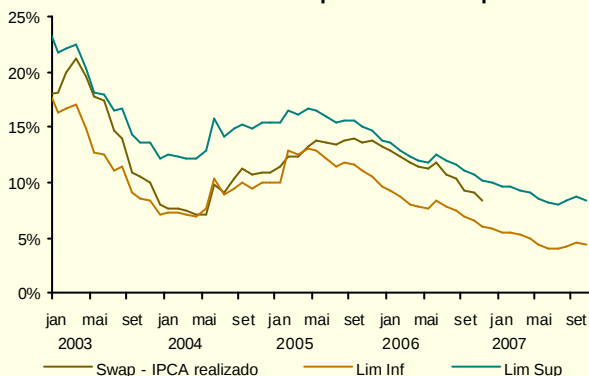
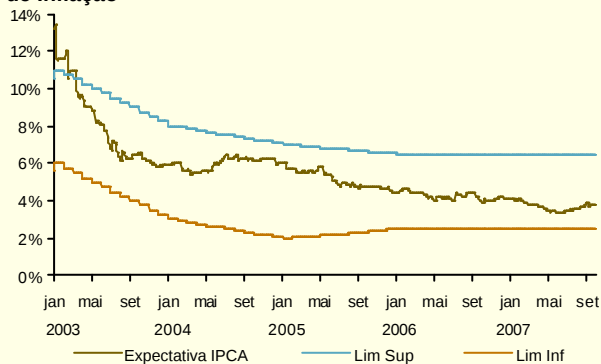


Gráfico 4 – Credibilidade Absoluta: Mediana das Expectativas de Inflação



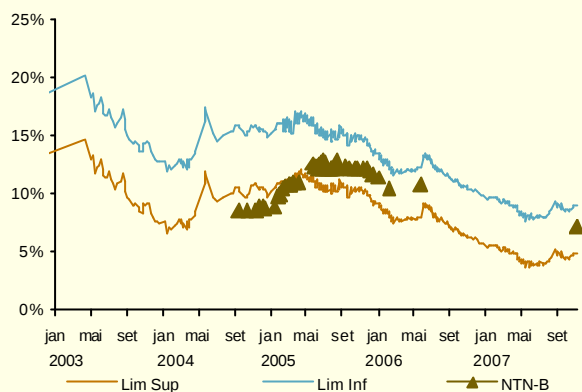
dessa série em 2003 foi 11,18% a.a. (desvio-padrão de 2,85% a.a.); de 2003 a 2004, 10,67% a.a. (desvio-padrão de 2,37% a.a.); de 2003 a 2005, 12,26% a.a. (desvio-padrão de 2,18% a.a.); e, finalmente, de 2003 a novembro de 2006, foi de 12,12% a.a. (desvio-padrão de 1,88% a.a.). Comparando-se essas taxas com as “metas consistentes de taxa de juros real *ex-ante*”, infere-se que a credibilidade de expectativas não pode ser rejeitada no período 2003-2007.

No Gráfico 2, substituem-se as taxas de juros prefixadas associadas às LTN por taxas implícitas em derivativos financeiros. No caso dos contratos de futuro de Depósitos Interfinanceiros (DI), com vencimento em um ano⁴, mais uma vez prevalece a não rejeição da credibilidade das expectativas para o período 2003-2007. Para verificar a robustez desse resultado, utilizam-se as taxas de juros implícitas nos contratos de *swap* de taxa de juros pré e pós-fixada, calculadas segundo o método *flat-forward* (taxa a termo constante)⁵. A análise do Gráfico 3 indica que não se pode rejeitar a credibilidade das expectativas.

Com base no Gráfico 4, avalia-se a credibilidade absoluta do regime de metas para a inflação no Brasil, para tanto recorrendo às expectativas de inflação⁶. Considerando que a mediana das expectativas se posicionou dentro dos intervalos de tolerância, exceto em janeiro e fevereiro de 2003, não se pode rejeitar a credibilidade absoluta no período de 2003-2007. Já no Gráfico 5, a credibilidade absoluta é avaliada por intermédio da média das taxas reais registradas nos leilões primário de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B),

- 3/ Inicialmente, obtêm-se as taxas médias anuais de todos os leilões de LTN com prazo superior a 1 ano. A seguir, utilizam-se os limites superiores e inferiores do intervalo de tolerância para a meta de inflação de todos os anos e encontram-se os valores correspondentes a cada mês. Para o prazo a decorrer de cada título, calculam-se os limites superiores e inferiores acumulados. Depois se subtraem esses limites das taxas dos leilões de LTN.
- 4/ Construímos as séries de taxa para o futuro de DI utilizando o Modelo de Diebold & Li (2006). Definimos a curva de juros como uma soma dos três movimentos básicos (nível, inclinação, e curvatura). Cada movimento é representado por uma função exponencial. As variáveis que modelam variação da curva ao longo do tempo são os coeficientes que multiplicam os movimentos exponenciais.
- 5/ As taxa de *swap* Pré-Pós são as divulgadas pela BM&F para os prazos de 6, 12 e 24 meses. Com duas dessas informações calcula-se a taxa pré para o prazo de 252 dias úteis, pela metodologia *flat forward* (taxa a termo constante). Os prazos em dias dos *swaps* de 6, 12, e 24 meses variam. O *swap* de 12 meses varia de 243 a 253 dias úteis, por exemplo. Quando o prazo de 1 ano considerado (252 dias úteis) se situa entre os prazos dos *swaps* de 6 e 12 meses, esses são os instrumentos utilizados para se encontrar a taxa de 1 ano. Quando o prazo de 1 ano (252 dias úteis) se situa entre os prazos de *swaps* de 12 e 24 meses, esses são os instrumentos considerados para se encontrar a taxa de 1 ano.
- 6/ Obtivemos os limites superiores e inferiores das metas de inflação anuais e calculamos seus valores mensais. A cada mês acumulamos o valor mensal dos doze meses seguintes.

Gráfico 5 – Credibilidade Absoluta: NTN-B



ocorridos a partir de setembro de 2004⁷. Visto que, desde 2005, as taxas reais das NTN-B encontram-se dentro do intervalo de “metas consistentes de taxas de juros reais *ex-ante*”, não se pode rejeitar a credibilidade absoluta no passado recente.

Em resumo, este Boxe apresenta alguns exercícios com vistas à análise da credibilidade do regime de metas para a inflação no Brasil, segundo a metodologia proposta em Svensson (1993). De modo geral, são fortes as evidências no sentido de que o regime de metas para a inflação no Brasil desfruta de credibilidade. Ao menos em parte, essa credibilidade resulta do fato de a política monetária haver sido bem sucedida no sentido de atingir a meta para a inflação nos últimos três anos. Note-se, ainda, que, a se confirmarem as expectativas dos participantes de mercado, isso deverá acontecer novamente em 2007.

Referências

Diebold, X. Francis e Li, Canlin. “Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields”. *Journal of Econometrics* Vol 130, Issue 2. Fevereiro de 2006, 337-364.

Svensson, E.Lars. “The Simplest Test of Inflation Target Credibility”. NBER 4604. Dezembro de 1993.

7/ Temos as taxas de negociação média dos leilões primários de NTN-B, a partir de 13/09/2004. Seleccionamos somente as NTN-B que no leilão tinham um prazo a decorrer entre 1 e 3 anos.

O Custo Unitário do Trabalho na Indústria

O mercado de trabalho é fonte de indicadores muito importantes à condução da política monetária como, por exemplo, a taxa de desemprego, os níveis de salários e emprego e o número de horas trabalhadas. Ao analisá-los os bancos centrais enfrentam duas dificuldades. Primeiro, esses indicadores podem mostrar evidências conflitantes entre si, seja porque nem todos apontam para a mesma direção, seja porque eles podem evoluir com intensidades diferentes. Segundo, ainda que os indicadores apontem para um cenário comum, é fundamental avaliar se existe de fato algum desequilíbrio imediato ou latente no mercado de trabalho, e em que grau. Um indicador que tem justamente esse objetivo é o hiato do desemprego, em cuja definição se encontra o conceito da taxa natural de desemprego. Quando o hiato está negativo (i.e. a taxa de desemprego é inferior à taxa natural de desemprego) a inflação tende a subir, e vice-versa.

Embora menos conhecido, há outro indicador que também procura avaliar a existência de pressões inflacionárias advindas do mercado de trabalho: o Custo Unitário do Trabalho (CUT). A definição mais usada do CUT é aquela dada pela razão entre os custos totais nominais do trabalho e o nível real de produção, como mostra a equação (1)

$$CUT = \frac{C}{y} \quad (1)$$

onde y representa o produto real e C os custos totais nominais do trabalho, que incluem não apenas os custos salariais, mas todos os gastos efetivamente realizados pelo empregador em benefício do trabalhador. Ou seja, além dos salários, incluem-se as contribuições previdenciárias feitas pelo empregador, eventuais participações em lucros ou

resultados, horas extras, custos com treinamento e planos de saúde, impostos sobre a folha de pagamento e quaisquer outros gastos relacionados direta ou indiretamente com o empregado. Portanto o CUT mostra quanto custa, em termos do insumo trabalho, produzir uma unidade de produto.

O CUT pode ser expresso de outra maneira – mais reveladora – ao se dividir o numerador e o denominador pela quantidade do insumo trabalho usado na produção. Por exemplo, podemos dividir ambos pelo número de horas trabalhadas

$$CUT = \frac{C/H}{y/H} = \frac{h}{A} \quad (2)$$

onde h é o custo total médio do trabalho (por hora trabalhada) e A é a produtividade do trabalho. Outra opção seria dividir pelo número de trabalhadores utilizados no processo produtivo.

A equação (2) é particularmente útil ao mostrar que o CUT subirá apenas se o custo total médio do trabalho exceder a produtividade por hora. Uma implicação desta “leitura” é que não se pode inferir as consequências dos aumentos salariais sobre a inflação apenas pela sua magnitude. Ou seja, variações salariais *per se* podem ser indicadores enganosos da emergência de pressões inflacionárias, pois devem ser confrontadas com os ganhos de produtividade. Por exemplo, se os salários estão subindo a um ritmo aparentemente incompatível com a estabilidade de preços (aumento de h), mas cuja magnitude é igual ou inferior aos ganhos de produtividade (aumento igual ou maior de A), então não há ameaça inflacionária, advinda do comportamento dos rendimentos do trabalho, no horizonte, já que o CUT não está subindo. Essa definição particular do CUT enfatiza a dinâmica apresentada pelos salários (e outros custos associados ao trabalho), e é muito utilizada, por exemplo, para se avaliar a competitividade de custos entre países.

Além disso, ao se comparar a variação do CUT com a taxa de inflação pode-se ter uma idéia se existe alguma pressão de demanda oriunda do mercado de trabalho, o que pode pressionar a inflação. Esse é exatamente o objetivo que está por trás do conceito da taxa de natural de desemprego e

da curva de Phillips. Por exemplo, se o CUT está subindo, mas está abaixo da taxa de inflação (i.e. o CUT real está caindo), as pressões inflacionárias tendem a ser contidas. Por outro lado, se o CUT sobe acima da taxa de inflação (i.e. o CUT real está subindo) esperam-se pressões sobre a taxa de inflação provenientes do mercado de trabalho. Ou seja, em princípio, o CUT pode ser um indicador relevante de pressões inflacionárias.

A análise acima nos remete a uma segunda definição de CUT, mostrada pela equação (3): o CUT real (CUTR)

$$CUTR = \frac{c/H}{y/H} = \frac{l}{A} \quad (3)$$

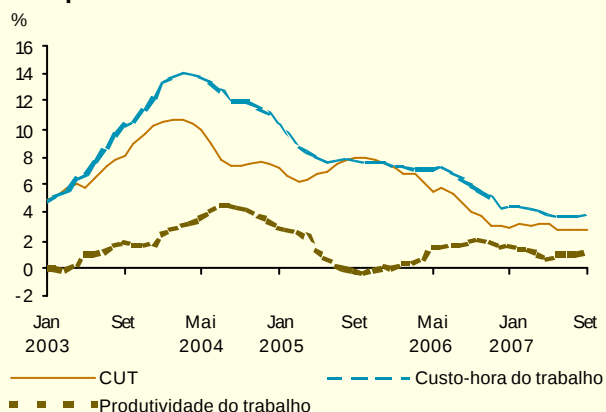
onde $c = C/P$ são os custos reais totais do trabalho (i.e. deflacionado pela inflação) e l é o custo médio real total do trabalho. Dessa forma, quando o CUTR está subindo isso significa que o custo médio real do trabalho está subindo mais rápido que a produtividade e, portanto, pressões inflacionárias podem estar se formando mais adiante.

Note que o CUT é um indicador sintético, pois coloca sob mesma perspectiva diversas variáveis como os custos do trabalho, o nível de produção, a produtividade e a inflação, e pode ser entendido como um indicador que tenta resumir a qualidade do ciclo econômico. Se a economia estiver em um ciclo expansionista, mas o CUT sinalizar pressões de custos oriundas do mercado de trabalho, provavelmente essa expansão levará a pressões inflacionárias e, portanto, não terá vida longa.

É importante notar algumas limitações desse indicador. Por exemplo, os custos do insumo trabalho são apenas um dos custos incorridos pela firma durante o processo produtivo. Por exemplo, outro custo essencial é o custo com máquinas, equipamentos e edificações (i.e. capital fixo). Dessa forma, mesmo que o CUT esteja subindo é possível que o custo total de produção permaneça inalterado ou até mesmo caia. Por outro lado, elevações nesses outros custos podem engendrar pressões inflacionárias mesmo que haja moderação nos custos do trabalho.

O Gráfico 1 mostra a evolução da taxa de variação do CUT em doze meses, para a indústria de

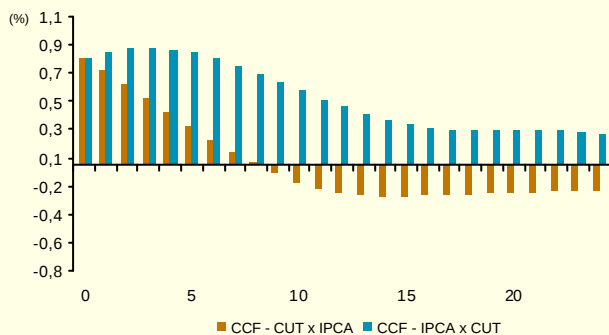
Gráfico 1 – Indústria de transformação: CUT e componentes – % 12 meses



transformação brasileira desde fins de 2002 até julho de 2007, assim como sua decomposição de acordo com (2). Nesse caso o CUT é definido como a razão entre a folha de pagamento da indústria de transformação e a produção industrial dessazonalizada, ambas divulgadas pelo IBGE. Sua decomposição é feita dividindo-se ambas variáveis pelo número de horas trabalhadas, divulgado pela CNI.¹

Note que, depois de se acelerar no início da amostra, o CUT chegou a crescer a taxas superiores a 10% na primeira metade de 2004, refletindo aumentos salariais superiores aos ganhos de produtividade, em decorrência do aumento da inflação que se seguiu à forte depreciação da taxa de câmbio nos anos de 2001 e 2002. Após o pico atingindo em meados de 2004 o CUT industrial vinha caindo, mas nos últimos oito meses apresentou estabilização em nível próximo ao da inflação corrente no período. Entretanto, apesar da aceleração recente do PIB, as evidências resumidas nesse gráfico sugerem que pressões inflacionárias advindas do mercado de trabalho (industrial) ainda não emergiram.

Gráfico 2 – Correlograma Cruzado entre CUT e Inflação



Por sua vez, o Gráfico 2 mostra a correlação mensal entre as variações (i.e. diferença percentual entre a média dos índices dos últimos doze meses contra os doze meses imediatamente anteriores) do CUT e do IPCA. Note que as correlações são significativas nas duas direções. Contudo enquanto a correlação entre o CUT e defasagens da inflação decai rapidamente e deixa de ser significativa na quinta defasagem, a correlação entre a inflação e defasagens do CUT aumenta até a terceira/quarta defasagem e passa a decrescer posteriormente, permanecendo significativa até a décima sexta defasagem. Ou seja, parece haver uma precedência temporal entre aumentos do CUT e aumentos da inflação, fato que sugere que o CUT é um indicador antecedente relevante de pressões inflacionárias. Note, entretanto, que as correlações mais elevadas ocorrem entre a inflação contemporânea e variações do CUT entre dois e três trimestres atrás.

1/ A amostra é pequena, pois a série atual da folha de pagamento começou a ser publicada em dezembro de 2000. Note ainda que, dado que os valores referentes ao mês de dezembro são muito maiores do que os demais meses, devido ao pagamento do décimo terceiro salário, o valor para aquele mês foi suavizado calculando-se a média dos meses adjacentes.

Deve-se enfatizar que o CUT calculado acima não reflete desenvolvimentos que ocorrem na economia agregada, mas apenas no setor industrial, enquanto a inflação reflete pressões advindas de toda a economia. Segundo, a inflação é afetada por vários fatores, especialmente no curto prazo, como, por exemplo, choques de oferta. Finalmente, como mencionado, o CUT representa apenas parte dos custos totais da firma. É importante ressaltar, também, que o CUT da indústria pode, eventualmente, subestimar o CUT agregado em momentos de demanda doméstica aquecida (como atualmente experimentado pela economia brasileira), visto que nesse setor, em contraste com o setor de serviços, preços e custos tendem a ser disciplinados pela competição internacional.

Notas da 130ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/10/2007

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/10) e do 20º andar (17/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 15h30h (16/10) e 16h (17/10)

Horário de término: 17h42 (16/10) e 19h (17/10)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Alexandre Antonio Tombini

Antonio Gustavo Matos do Vale

Mário Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Paulo Sérgio Cavalheiro

Paulo Vieira da Cunha

Chefes de Departamento (presentes no dia 16)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –

Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 17)

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 16)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

José Linaldo Gomes de Aguiar – Secretário-Executivo

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) subiu para 0,47% em agosto (ante 0,24% em julho), arrefeceu para 0,18% em setembro e acumulou 2,99% nos primeiros nove meses de 2007, frente à taxa de 2,00% registrada no mesmo período do ano passado. Em doze meses até setembro, a inflação atingiu 4,15%, patamar superior àquele registrado em setembro de 2006 (3,70%). A aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que, em 2007, vêm subindo mais rapidamente do que os preços administrados, dinâmica inversa à observada ao longo dos últimos anos. De fato, os preços livres e os administrados registraram, respectivamente, aumentos de 3,82% e 1,16% até setembro, e de 5,07% e 2,12% no acumulado de doze meses. Note-se que, a despeito da apreciação cambial

observada em 2007, dentro do conjunto de preços livres os bens comercializáveis são os que mostram maior aceleração. Em doze meses até setembro, o grupo dos comercializáveis registrou inflação de 4,92%, ante 0,78% no mesmo período do ano passado, enquanto, na mesma base de comparação, os preços dos bens não-comercializáveis variaram 5,20%, ante 4,36% em 2006. A despeito de desenvolvimentos recentes menos benignos do que o antecipado, a dinâmica dos preços ainda indica que a inflação tende a continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

2. A dinâmica recente das medidas de núcleo do IPCA tem sido similar à da inflação plena. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio apresentou elevação em agosto (0,35%, ante 0,08% em julho), mas desacelerou em setembro (0,25%). Da mesma forma, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização também se elevaram em agosto (0,40% e 0,43%, ante 0,20% e 0,17% em julho, respectivamente) e desaceleraram em setembro (para 0,34% e 0,19%, respectivamente). Não obstante, o núcleo por exclusão mostra estabilidade da inflação acumulada no ano até setembro (2,70%, ante 2,67% em 2006), bem como em doze meses (3,60% ante 3,65% em 2006). Por sua vez, o núcleo com suavização mostra redução no acumulado e em doze meses (2,81%, ante 3,62%; e 3,82%, ante 5,21%, respectivamente). Finalmente, o núcleo sem suavização mostra elevação no primeiro critério (2,44%, ante 2,18% em 2006), mas recua no segundo (3,03%, ante 3,53% em 2006). Note-se que, em todos os casos, a inflação em doze meses encontra-se abaixo do centro da meta, mas mostra elevação, importante no caso dos índices por exclusão e médias aparadas sem suavização, em relação aos mínimos históricos observados em meses anteriores.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) se acelerou nos meses de agosto (1,39%) e setembro (1,17%), frente aos valores registrados em meses anteriores. Dessa forma, a variação acumulada do IGP-DI nos nove primeiros meses de 2007 atingiu 4,44%, contra 2,11% em igual período do ano passado. Em doze meses até setembro, a inflação medida pelo IGP-DI situou-se em 6,16%, ante 3,16% em 2006. O aumento da inflação mais ampla reflete tanto o

comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), cuja inflação, na mesma base de comparação, deslocou-se de 2,51% para 4,50%, como do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), cuja variação passou de 3,13% para 6,92%. Por sua vez, embora situada em patamar mais elevado, a inflação medida pela variação em doze meses do Índice Nacional da Construção Civil (INCC) mostra estabilidade (5,05%, ante 5,09% em setembro do ano passado). No que se refere especificamente aos preços no atacado, destaque-se o forte aumento no preço dos itens agrícolas, cuja variação em doze meses até setembro atingiu 19,50%, ante 1,98% observados em setembro de 2006. Por sua vez, os preços dos itens industriais apresentaram comportamento benigno nesse período, com elevação de 3,07%, ante 3,48% em setembro do ano passado, mas mostraram aceleração significativa no bimestre agosto–setembro frente ao bimestre anterior, quando registraram ligeira deflação. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da série de produção industrial, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 0,7% em julho e agosto, após expansão de 0,9% em junho, evidenciando o sólido crescimento desse setor. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, após a queda de 0,4% registrada em julho, a primeira depois de nove altas consecutivas, agosto registrou crescimento de 1,3% na produção física da indústria. Dessa forma, a expansão de agosto sugere que o recuo ocorrido em julho foi pontual. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, agosto registra crescimento robusto de 6,5%, constituindo-se na décima terceira expansão consecutiva. Dessa forma, o crescimento acumulado no ano até agosto atingiu 5,3% e, em doze meses, 4,5%, mostrando aceleração na margem. Também em doze meses, a produção da indústria de transformação avançou 4,4% até agosto, enquanto a da indústria extrativa mineral se expandiu 6,2%. Para setembro, os indicadores antecedentes e coincidentes

disponíveis apontam para a continuidade do ciclo de expansão da produção industrial, que continuará a ser favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, inclusive a flexibilização monetária já realizada.

5. Entre as categorias de uso, destaque-se a forte expansão mensal da produção de bens de capital, com incremento de 4,0% em agosto, e da produção de bens de consumo duráveis, cuja expansão atingiu 2,7%, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. No acumulado do ano até agosto, também se destacam o forte aumento da produção de bens de capital (17,6%) e de bens de consumo duráveis (6,9%). O dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito que a economia vem experimentando, quando comparadas aos padrões históricos. No caso da produção de bens de capital, a expansão acelerada decorre em grande parte da consolidação das perspectivas favoráveis de continuidade do crescimento da demanda interna, a qual tem refletido a melhora do nível de renda e a ampliação do volume de crédito, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica. Além disso, cabe destacar a contribuição de fatores específicos, como a retomada do investimento no setor agropecuário. Na comparação com o mesmo mês de 2006, a produção na maioria dos ramos industriais pesquisados (22 de um total de 27) apresentou expansão em agosto, com destaque para o aumento da produção de máquinas e equipamentos (18,2%) e de veículos automotores (17,5%).

6. O mercado de trabalho continua apresentando desempenho favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 9,5% em agosto, o mesmo patamar do mês anterior. Note, no entanto, que, com relação ao mesmo mês de 2006, houve importante recuo de 1,1 p.p., o sétimo consecutivo nessa base de comparação. Assim, a taxa média de desemprego nos oito primeiros meses de 2007 situou-se 0,5 p.p. abaixo da observada no mesmo período do ano anterior. O poder de compra dos trabalhadores, por sua vez, diminuiu 0,5% em agosto em relação a julho, a terceira queda mensal consecutiva. Em relação ao mesmo período do ano passado, entretanto, houve aumento de 1,2% e, no acumulado do ano até agosto, o incremento atinge

3,8%. Em consequência, a massa salarial real aumentou 6,8% nos primeiros oito meses do ano, frente ao mesmo período de 2006, constituindo-se em um dos fatores-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. Com relação ao emprego na indústria de transformação, houve crescimento de 0,4% em agosto em relação a julho, e de 3,8% frente ao mesmo mês do ano passado, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) dessazonalizados pelo Banco Central. Por sua vez, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do processo de forte expansão do emprego formal celetista. Em setembro houve crescimento de 0,5% do número de postos de trabalho ante o mês anterior, na série com ajuste sazonal, o que fez a expansão alcançar 5,0% nos nove primeiros meses de 2007 e 4,9% no acumulado em doze meses. Destaque-se o crescimento, em 2007, do emprego na indústria da construção civil (7,2%) e do comércio (6,0%). Em números absolutos, a criação de postos celetistas atingiu 1,6 milhão em 2007, e 1,5 milhão em doze meses.

7. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho, e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua registrando desempenho favorável, indicando que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais consistentes de arrefecimento. De fato, em julho, o volume de vendas cresceu 0,5% comparativamente ao mês anterior, na série dessazonalizada pelo IBGE, sétimo incremento nessa base de comparação. No confronto com igual mês do ano passado, o aumento situou-se em 9,2%. Nos primeiros sete meses do ano, a expansão das vendas atingiu 9,7%, ante mesmo período do ano anterior, e em doze meses, 8,7%. Também em relação ao mesmo mês do ano anterior, entre os segmentos que mais se destacaram, encontram-se o de móveis e eletrodomésticos (com expansão de 18,2%) e o de tecidos, vestuário e calçados (10,4%). Esses desenvolvimentos reforçam avaliação constante de Notas de reuniões anteriores, no sentido de que tanto a expansão da renda quanto a maior facilidade de acesso ao crédito contribuem de forma decisiva para sustentar a demanda doméstica. De fato, no comércio varejista ampliado, conceito que incorpora, ao conceito de varejo geral, a comercialização de veículos, motos, partes e peças e

de material de construção, observou-se crescimento de 13,3% no volume de vendas na comparação com junho de 2006. Para os próximos trimestres, as perspectivas são de fortalecimento das atividades de comércio varejista, que continuarão a ser impulsionadas, essencialmente, pela expansão da massa salarial real e do crédito, aliada à própria recuperação da confiança do consumidor, que, até o momento, não parece ter sido abalada pelo aumento da volatilidade nos mercados financeiros.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) na indústria de transformação alcançou 83,6% em agosto, atingindo o patamar histórico máximo da série calculada pela CNI. O nível de agosto situou-se 1,7 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2006, registrando a décima terceira expansão consecutiva. Nos primeiros oito meses do ano, a taxa média de utilização da capacidade situou-se 1,8 p.p. acima da observada em igual período de 2006 e 1,2 p.p. acima das taxas médias observadas nos mesmos períodos em 2004-2005. O aumento do nível de utilização da capacidade instalada reflete, inequivocamente, a aceleração da atividade econômica, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do expressivo aumento do volume de investimentos. De fato, no ano, até agosto, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (18,6%) e reflete o substancial aumento tanto das importações (33,0% em volume) quanto da produção de bens de capital (17,6%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,2%. Os dados mais recentes sugerem que, embora o volume de investimento venha contribuindo para retardar a elevação das taxas de utilização da capacidade, ele não tem sido suficiente para evitar que essas se mantenham em níveis historicamente elevados, os quais, no passado, coincidiram com períodos de aceleração inflacionária. Tendo em vista o comportamento recente do nível de utilização da capacidade, a aceleração dos projetos de investimento, assim como a sua maturação tempestiva, que poderá ampliar a capacidade produtiva da economia, será fundamental para evitar descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. Como ressaltado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e

prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto em 2007, apesar da perda de vigor na margem, corroborando avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. O saldo acumulado até setembro totalizou US\$30,9 bilhões, cifra 9,6% inferior à verificada no mesmo período do ano anterior. Esse resultado adveio do volume de exportações de US\$116,6 bilhões e de importações de US\$85,7 bilhões, com crescimento, respectivamente, de 15,5% e de 28,3%, na mesma base de comparação. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do fortalecimento do real como, principalmente, do maior nível de atividade econômica no País. O saldo em transações correntes registrou superávit de US\$5,6 bilhões até setembro e de US\$9,0 bilhões em doze meses, equivalentes a 0,75% do Produto Interno Bruto (PIB).

10. Ainda que os efeitos mais intensos da eclosão da crise no segmento de alto risco do setor imobiliário dos Estados Unidos (EUA) sobre os mercados financeiros pareçam ter sido superados, permanece um quadro de incerteza. Por um lado, diversos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco experimentaram significativa melhora desde a última reunião deste Comitê. Por outro, a situação nos mercados interbancários das economias maduras ainda não se normalizou, e os desdobramentos dessa crise sobre a economia real ainda estão se materializando, e são de magnitude ainda não totalmente conhecida – em especial seus efeitos sobre o crescimento da economia dos EUA e, em menor escala, das economias européias. Não obstante as dificuldades remanescentes nos mercados financeiros e a incerteza quanto à evolução da economia global, a recuperação do apetite por risco vem sendo relativamente rápida, inclusive no que se refere aos ativos brasileiros. De fato, o comportamento dos preços de ativos brasileiros nesse último episódio de estresse nos mercados financeiros internacionais, assim como verificado em fevereiro e março deste ano, e em maio e junho de 2006, evidencia a consolidação

da confiança dos investidores internacionais na economia brasileira. Os principais bancos centrais reagiram à turbulência financeira assegurando adequada provisão de liquidez no interbancário e, no caso dos EUA, flexibilizando a política monetária com vistas a minimizar o risco de que o impacto das dificuldades do setor imobiliário sobre as condições de crédito levasse a uma desaceleração econômica mais pronunciada. Por sua vez, as expectativas de inflação nos EUA (derivadas a partir de ativos financeiros) elevaram-se nas últimas semanas, reagindo ao enfraquecimento do dólar frente às principais moedas e à tendência de alta dos preços de matérias primas, mas o fizeram para patamares ainda modestos. Em suma, o longo ciclo de aperto monetário nos EUA chega ao fim, e a discussão atual parece centrar-se no *timing* e na magnitude de reduções adicionais da taxa de juros. Na Europa e nas grandes economias asiáticas, a atividade econômica continua robusta, a despeito do aumento do risco de desaceleração, de um lado causado pelo que pode ocorrer com o cenário macroeconômico nos EUA e de outro pelo impacto das dificuldades do setor imobiliário americano sobre instituições financeiras, e das condições de crédito, nessas regiões. Nesse contexto, cabe adicionar que o atual vigor das economias emergentes tem se constituído em importante contraponto à desaceleração da economia dos EUA. A economia brasileira, especificamente, não parece ter sido impactada de forma significativa pela turbulência recente, e deverá continuar em sua trajetória de crescimento, sustentado essencialmente pela demanda doméstica, ao longo dos próximos trimestres.

11. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, que permanecia em níveis historicamente elevados nos últimos meses, teve incremento adicional importante desde a última reunião do Copom. Esse comportamento reflete não apenas mudanças estruturais no mercado energético mundial, mas também tensões geopolíticas, as quais se intensificaram recentemente. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007. A volatilidade dos preços de outras *commodities* também tem sido relativamente elevada nas últimas semanas, reflexo do aumento

da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da turbulência nos mercados financeiros globais, mas os principais índices de preços de matérias primas apresentaram tendência altista nas últimas semanas. Nesse contexto, deve-se destacar a forte aceleração no preço dos alimentos que vem sendo observada em vários países, e que tem dificultado o controle da inflação por parte de diversos bancos centrais.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

12. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:

a) comparadas aos valores considerados na reunião do Copom de setembro, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2007;

b) a projeção de reajuste da tarifa de eletricidade permaneceu em -4,4% para o acumulado de 2007, mesmo valor considerado na reunião do Copom de setembro, ao passo que, no caso da tarifa de telefonia fixa, a projeção foi alterada de 2,8% para 2,3%, também para o acumulado de 2007;

c) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados, no acumulado de 2007, foi alterada para 2,9%, ante os 3,2% considerados na reunião do Copom de setembro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 30,66% do total do IPCA de setembro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 permaneceu em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de setembro. Essa projeção baseia-se no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) o modelo VAR, baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias, estima um *spread*, no cenário de referência de -8 p.b. no quarto trimestre de 2007. A

trajetória do *swap* indica, ainda, que o *spread* atinge 47 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

13. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do PIB em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

14. Desde a reunião de setembro do Copom, houve pequena redução na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,92% para 3,91%. Essa redução deve-se, principalmente, à incorporação da inflação de setembro, abaixo das previsões dos analistas. As expectativas para doze meses à frente deslocaram-se de 3,87% para 3,83%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2008, as expectativas de inflação elevaram-se a 4,10%, ante os 4,00% observados às vésperas da reunião anterior.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,80 e da taxa Selic em 11,25%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2007 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de setembro, e permaneceu abaixo do valor central de 4,50% para a meta deste ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 permaneceu estável em relação à projeção considerada na reunião anterior do Copom e abaixo, portanto, do valor central de 4,50% para a meta de inflação. No que diz respeito ao próximo ano, a projeção do cenário de referência foi inferior ao valor previsto na reunião de setembro, e a projeção do cenário de mercado também sofreu redução. Essas projeções, em ambos os cenários, permanecem abaixo do valor central de 4,50% para a meta de 2008.

Implementação da política monetária

16. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda continua bastante robusto, podendo elevar a probabilidade de observarmos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. O crescimento das importações e o comportamento benigno do investimento têm contribuído para retardar esse processo, permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo moderados. Além disso, a despeito da maior incerteza sobre a continuidade do rápido crescimento da economia internacional observado nos últimos anos e da volatilidade que vem caracterizando os mercados globais nos últimos meses, as perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção sugerem, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Por outro lado, estão emergindo sinais que podem apontar para a intensificação de riscos inflacionários em escala global, como indica o comportamento dos preços de certas matérias primas. Dessa forma, ainda que permaneçam consistentes com a trajetória de metas, as perspectivas para a inflação estão cercadas por maior incerteza. Tal como nas reuniões recentes, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

17. O Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo tenha o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. O Comitê observa também que a elevação das expectativas de inflação para 2008, ainda que este movimento tenha

se estabilizado nas últimas semanas em patamar inferior à meta para o ano, é processo que deve ser monitorado com atenção. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

18. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção. O Copom considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e oferta agregadas, não deixem de apresentar elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos trimestres.

19. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 850 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos

riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

20. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para os próximos meses deste ano e para 2008. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão efeitos bastante limitados sobre 2007, e terão impacto predominantemente a partir de 2008.

21. O comitê reconhece a contribuição do investimento, ampliando a capacidade produtiva, e do setor externo para mitigar pressões inflacionárias, mas avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária.

22. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom tem optado por uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, dentro desse processo, em momentos, como atualmente, nos quais a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz a margem de segurança da política monetária.

23. Nesse contexto, diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas, o Copom resolveu fazer uma pausa no processo de flexibilização da política monetária. Essa decisão visa preservar as conquistas no combate à inflação e assegurar que o fortalecimento da atividade econômica continue se dando em bases sólidas. Assim, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés.

24. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, ainda que aparentemente não constitua risco iminente para as perspectivas de inflação, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, pode estar se tornando menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

25. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 4 de dezembro de 2007, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 15.011, de 31/10/2006.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

26. O IPCA variou 0,18% em setembro, ante 0,47% em agosto, acumulando aumentos de 2,99% no ano

e de 4,15% em doze meses. A desaceleração do IPCA decorreu, sobretudo, do comportamento dos preços do grupo alimentação e bebidas, que registrou alta de 0,44%, ante 1,39% em agosto, e respondeu por 0,09 p.p. da variação mensal do índice geral, comparativamente a 0,3 p.p. no mês anterior. Em sentido oposto, os grupos habitação, saúde e cuidados pessoais e vestuário registraram taxas maiores que as do mês anterior. Destaque-se, também, a reversão nos preços do grupo comunicação, sobretudo pelo recuo de 1,01% na tarifa de telefone fixo, após alta de 1,14% em agosto

27. A variação dos preços livres diminuiu de 0,62% em agosto para 0,28% em setembro, enquanto a dos preços monitorados passou de 0,12% para -0,04% no mesmo período. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 5,07%, e os preços monitorados, de 2,12%. Entre os livres, os preços dos produtos não comercializáveis aumentaram 5,20% e os preços dos produtos comercializáveis, 4,92%.

28. As diversas medidas de núcleo de inflação mostraram quedas na comparação mensal e relativa estabilidade nas variações em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,34% em setembro ante 0,40% em agosto. No acumulado em doze meses, a variação passou de 3,80% para 3,82%. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador variou 0,19% no mês, ante 0,43% em agosto, e acumulou 3,03% em doze meses até setembro, contra 2,94% até agosto. A taxa do núcleo por exclusão de preços monitorados e de alimentos no domicílio recuou de 0,35% em agosto para 0,25% em setembro, passando de 3,58% para 3,60% no acumulado de doze meses.

29. O índice de difusão do IPCA, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 56,77% em setembro, ante 63,28% em agosto e 58,13% na média de 2007.

30. O IGP-DI cresceu 1,17% em setembro ante 1,39% em agosto, acumulando 4,44% no ano e 6,16% em doze meses. Considerando os componentes do índice, o IPA-DI e o IPC-Br registraram desaceleração em setembro, enquanto o INCC assinalou taxa mais elevada. O IPA-DI variou 1,64%, após alta de 1,96% em agosto, totalizando elevações de 4,79% no ano e de 6,92% em

doze meses. A variação mensal do IPC-Br passou de 0,42% para 0,23% no mesmo período, totalizando 3,46% em 2007, até setembro, e 4,50% em doze meses. O INCC aumentou 0,51% ante 0,26% em agosto, refletindo a aceleração na alta dos preços de materiais e serviços, enquanto a variação do custo da mão-de-obra manteve-se praticamente inalterada em relação ao mês anterior. No acumulado do ano, até setembro, o INCC aumentou 4,62% e, em doze meses, 5,46%.

31. A menor variação do IPC-Br em setembro decorreu da desaceleração na taxa de diversos grupos de despesa, sobretudo alimentos, cuja variação passou de 0,99% em agosto para 0,19% em setembro. O núcleo do IPC-Br variou 0,24%, após elevação de 0,37% em agosto, acumulando 2,55% no ano e 3,31% em doze meses.

32. A desaceleração na variação do IPA-DI em setembro refletiu a menor variação dos preços agrícolas e dos preços industriais. O IPA-agrícola aumentou 5,27%, ante 6,15% em agosto, enquanto a variação dos preços industriais passou de 0,61% para 0,41% no mesmo período. As principais contribuições para a alta dos preços agrícolas em setembro advieram dos preços da soja, do milho, de legumes e frutas, do leite *in natura* e do trigo. A desaceleração na variação do IPA-agrícola decorreu, principalmente, da menor variação dos preços do leite *in natura* e de aves, da reversão dos preços de bovinos e da continuidade da queda nos preços da cana-de-açúcar, comparativamente ao ocorrido no mês anterior. Entre os preços industriais os destaques foram a alta nos preços dos produtos da indústria extrativa mineral e dos fertilizantes e a queda nos preços dos metais não-ferrosos.

Atividade econômica

33. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas no segmento varejista do País registrou alta de 0,5% em julho, em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. Das atividades que compõem o indicador geral, apenas o segmento hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo mostrou expansão das vendas na comparação mensal. O item veículos e motos, partes e peças, que não integra o indicador do comércio varejista geral, registrou crescimento de 0,6% no mês.

Regionalmente, 9 das 27 unidades da Federação obtiveram resultados positivos em julho.

34. Em relação ao volume de vendas de julho de 2006, observou-se crescimento de 9,2% nas vendas do comércio varejista. Esse resultado decorreu de acréscimos observados em todos os segmentos, nessa base de comparação, principalmente em móveis e eletrodomésticos (18,2%) e tecidos, vestuário e calçados (10,4%). No indicador de comércio varejista ampliado, a alta atingiu 13,3%, destacando-se a expansão de 22,8% no segmento de veículos e motos, partes e peças.

35. O desempenho das vendas no varejo tem refletido a continuidade do crescimento da massa salarial e das melhores condições de crédito, além de efeitos regionalizados decorrentes da recuperação do setor agrícola e dos programas assistenciais do governo. De janeiro a julho de 2007, relativamente a igual período do ano anterior, a expansão do volume de vendas no comércio varejista atingiu 9,7%, e no comércio varejista ampliado, que inclui as atividades veículos, motos, partes e peças e material de construção, 13,6%. Destacaram-se, no período, os aumentos nas vendas de veículos, 22,9%, e de móveis e eletrodomésticos, 16,7%. Regionalmente, à exceção do Piauí, todas as unidades da Federação registraram crescimento no volume do comércio varejista em 2007, com os maiores acréscimos sendo observados nas regiões Nordeste e Norte.

36. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) cresceram 0,4% em setembro, enquanto aquelas encaminhadas ao serviço Usecheque recuaram 1,7%, comparativamente ao mês anterior. No ano, até setembro, essas consultas registraram acréscimos respectivos de 5,5% e 5,4%.

37. Em relação aos indicadores de investimento, dados dessazonalizados mostraram crescimentos mensais respectivos de 0,1% e 4% nas produções de insumos da construção civil e de bens de capital, em agosto, e de 12,2% nas importações de bens de capital. No ano, até agosto, esses indicadores registraram crescimentos de 4,2%, 17,6% e 33%, na

mesma ordem. Considerando a produção doméstica de bens de capital nesse período, destacaram-se os acréscimos de 42,5% na fabricação de equipamentos agrícolas; de 19,7% para energia elétrica; de 19,1% de industriais seriados; de 15,9% para construção; e de 15,3% para transportes.

38. A produção da indústria brasileira cresceu 1,3% em agosto, em relação ao mês anterior, após ajuste sazonal, atingindo novo patamar recorde na série histórica e evidenciando o caráter pontual da queda observada em julho. A produção industrial aumentou 6,5% em relação ao mesmo mês do ano anterior, acumulando altas de 5,3% no período de janeiro a agosto e de 4,5% em doze meses.

39. Considerando dados dessazonalizados, observou-se crescimento mensal de 1,5% na produção da indústria de transformação e de 0,1% na produção extrativa. Todas as categorias de uso registraram acréscimos na comparação mensal: bens de capital, 4%; bens de consumo duráveis, 2,7%; bens intermediários, 0,9%; e bens de consumo não duráveis, 0,6%. No ano, até agosto, a produção de bens de capital liderou a expansão industrial, com alta de 17,6%, seguida pela de bens de consumo duráveis, 6,9%, bens intermediários, 4,2%, e bens de consumo não duráveis, 3,2%.

40. A análise desagregada da atividade industrial mostrou que, em agosto, das 26 atividades com séries ajustadas sazonalmente, dezessete apresentaram crescimento, destacando-se, pela ordem de contribuição no resultado, alimentos, veículos automotores, máquinas e equipamentos, e material eletrônico e equipamentos de comunicação. As principais influências negativas decorreram das quedas no setor de edição e impressão e na indústria farmacêutica.

41. Ainda no setor industrial, conforme estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, as vendas industriais reais e as horas trabalhadas na produção cresceram, respectivamente, 1,6% e 0,4%, em agosto, em relação às do mês anterior. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 4,3% e de 3,8%, em comparação aos correspondentes no mesmo período de 2006. O nível de Utilização da Capacidade Instalada (UCI) atingiu 82,5% em agosto, ante 82,3% em julho, após ajuste sazonal. Considerando os dados

observados, a UCI atingiu 83,6% no mês, 1,7 p.p. acima do patamar de agosto de 2006.

42. A produção de autoveículos atingiu 252,8 mil unidades em setembro, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 0,2% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 23,9% em relação ao do mesmo mês de 2006. Considerando a série dessazonalizada, as vendas internas e externas, em setembro, recuaram 8,4% e 0,8%, respectivamente. Comparativamente às estatísticas dos primeiros nove meses de 2006, a produção de autoveículos cresceu 10,6% em 2007, e as vendas internas, 22,5%, enquanto as exportações diminuíram 7,9%. Ainda segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 34,9% e a de caminhões 26,2%, na mesma base de comparação, refletindo a recuperação do setor agrícola e o aumento dos investimentos.

43. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de setembro, divulgado pelo IBGE, apontou crescimento menor para a safra de grãos do ano agrícola 2006/2007, em relação à estimativa feita em agosto, sobretudo pela redução de cerca de 508 toneladas (1%) na produção estimada de milho, que superou os pequenos aumentos na produção prevista de outros grãos. A produção nacional de grãos (cereais, leguminosas e oleaginosas) deverá atingir 133,3 milhões de toneladas, 14% acima da safra do ano anterior, em decorrência das boas condições atmosféricas e do incentivo à produção advindo da elevação dos preços dos produtos agrícolas no mercado internacional. Na comparação com a safra de 2005/2006, os aumentos mais significativos deverão ocorrer nas produções de trigo (62,1%), caroço de algodão (32,9%), milho (21,3%) e soja (11,3%), e as quedas nas produções de arroz e de feijão, 3,7% e 1,8%, respectivamente. Considerando outros produtos agrícolas, além dos grãos, o LSPA apontou recuo de 15,3% na produção de café e crescimento de 12,9% na produção de cana-de-açúcar.

Expectativas e sondagens

44. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou elevação de 1,2% no Índice de Confiança do

Consumidor (ICC) em setembro, comparativamente ao do mês anterior. Entre os dois componentes do ICC, o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) registrou alta de 3,5% na comparação mensal e o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) recuou 0,4%. Em setembro, pelo nono mês consecutivo, o Icea manteve-se acima do IEC. Em relação aos índices de setembro de 2006, o ICC e o Icea aumentaram 0,5% e 13,3%, respectivamente, enquanto o IEC diminuiu 7,3%.

45. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), que abrange cerca de dois mil domicílios em sete das principais capitais do País, o ICC manteve-se praticamente estável em setembro, 109 pontos ante 109,3 pontos em agosto. Esse resultado decorreu da combinação de avaliações menos favoráveis sobre a situação atual com expectativas mais otimistas para os próximos meses. Em relação ao ICC de setembro de 2006, observou-se aumento de 5,7%, com crescimentos de 5% no índice sobre a situação atual e de 6,1% no índice de expectativas.

46. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) passou de 121,9 em agosto para 123,1 em setembro de 2007, atingindo novo patamar recorde da série iniciada em abril de 1995. O ICI cresceu 11,9% em relação a setembro de 2006 e acumulou expansão de 11,8% de janeiro a setembro de 2007, relativamente a igual período de 2006. Dos quesitos integrantes do ICI relacionados à situação presente, o maior avanço nos últimos doze meses ocorreu na avaliação sobre o nível de demanda, influenciada principalmente pelo mercado interno. Em relação às expectativas para os próximos três meses, 37% das empresas prevêem aumento da contratação de pessoal, e 6%, redução. A UCI situou-se em 86,1% em setembro deste ano, ante 84,6% no mesmo mês de 2006.

Mercado de trabalho

47. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 133,3 mil postos de trabalho formais em agosto, elevando em 0,5% o estoque de postos celetistas. Por segmentos, todos os grandes setores apresentaram variações positivas, à exceção da

agropecuária, que refletiu o período de entressafra no Centro-Sul do País. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego em agosto apresentou elevação mensal de 0,4%. No ano, até setembro, foram gerados 1,6 milhão de empregos, 5% a mais que no mesmo período de 2006, destacando-se, entre os segmentos, o maior volume de contratações no setor serviços. Em termos relativos, sobressaíram as taxas de expansão na construção civil e na indústria de transformação, 4,9% e 7%, respectivamente.

48. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto, em agosto, permaneceu em 9,5%. A estabilidade da taxa de desemprego refletiu os acréscimos de 1% no número de trabalhadores ocupados e de 1,1% na população economicamente ativa (PEA). Considerando o pessoal ocupado no setor privado, houve aumento de 1,7% no mês, decorrente da expansão de 2,5% no número de empregados com carteira, uma vez que o número de empregados sem carteira de trabalho assinada recuou 0,7%. Por posição na ocupação, destacou-se a elevação de 10,3% no número de empregadores, enquanto o total de trabalhadores por conta própria recuou 1,2%. No ano, até agosto, o aumento do número de trabalhadores ocupados atingiu 2,9%, principalmente pelos acréscimos de 4,5% no número de empregados com carteira e de 5% no número de trabalhadores por conta própria.

49. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas situou-se em R\$1.109,40 em agosto, com queda de 0,5% em relação a julho. Comparativamente ao valor de agosto de 2006, o rendimento médio registrou alta de 1,2% e, no ano, até agosto, a expansão atingiu 3,8%. A massa salarial real, produto entre o rendimento médio habitual e o número de trabalhadores ocupados, cresceu 0,6% no mês, acumulando acréscimo de 4,1% em relação a agosto de 2006.

50. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,4% em agosto, em relação ao mês anterior. No ano, até agosto, observaram-se acréscimos de 3,6% no pessoal empregado e de 4,8% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

Crédito e inadimplência

51. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$841,5 bilhões em agosto, representando 33,1% do PIB. No mês, a expansão atingiu 2,9%, acumulando crescimentos de 14,9% no ano e de 24,8% em doze meses. As operações com recursos direcionados evoluíram 2,3% no mês e 16,6% em doze meses, enquanto as realizadas com recursos livres registraram acréscimos de 3,1% e de 28,6%, na mesma ordem. Nas operações de crédito com recursos livres, continuaram em destaque os acréscimos em doze meses nos saldos das operações de *leasing*, sendo de 79,8% nas contratadas com pessoas físicas e de 70,5% relativamente às pessoas jurídicas. Entre as operações com recursos direcionados, as maiores expansões em doze meses estão registradas nos créditos destinados à habitação, 22,6%, e ao setor rural, 20,6%. Dentro do crédito rural, apesar de ainda representar parcela pouco expressiva, destaca-se o acréscimo de 50,6% nos créditos destinados às cooperativas, nesse período. Considerando as operações de crédito por atividade econômica, os saldos dos empréstimos para a indústria, outros serviços e comércio subiram acima da média geral em agosto. O saldo das operações com pessoas físicas, equivalente a 34,2% do total, cresceu 2,7% no mês e continuou registrando os maiores acréscimos nas variações no ano e em doze meses, 22% e 30%, respectivamente.

52. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 35,7% a.a. em agosto, a menor da série histórica, situando-se 6,2 p.p. abaixo da verificada em agosto de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 46,6% a.a., ante 53,9% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 4,8 p.p. em doze meses, atingindo 23,1% a.a.

53. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas atingiu 414 dias corridos em agosto, ante 344 no mesmo mês de 2006. Na carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 441 dias, com alongamento de 90 dias na comparação interanual, refletindo o crescente aumento do peso do crédito consignado nessa carteira. Adicionalmente, ressalte-se a ampliação dos prazos negociados nos contratos de financiamento imobiliário e de aquisição

de veículos, elevando-se respectivamente de 1403 e 517 dias para 1833 e 571 dias nos últimos doze meses.

54. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial com atraso superior a noventa dias alcançou 4,7% em agosto, permanecendo estável nos últimos três meses, e 0,3 p.p. abaixo da observada em agosto de 2006. Por segmentos, a taxa relativa às pessoas jurídicas, 2,4%, ficou estável no mês e recuou 0,2 p.p. em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência atingiu 7,2% em agosto, 0,4 p.p. inferior à verificada no mesmo mês de 2006.

55. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 5,2% em setembro, ante 5,1% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006.

Ambiente externo

56. Os negócios no mercado financeiro internacional superaram os níveis de estresse que marcaram as negociações em julho e agosto, absorvendo, momentaneamente, as inquietações provocadas pela crise no mercado de hipotecas de segunda linha nos EUA. Após as intervenções dos bancos centrais por meio de operações no mercado aberto, injetando recursos de curto prazo para regular a liquidez e diminuir a volatilidade das taxas de juros, destacou-se a atuação do *Federal Reserve* (Fed) que, em sua reunião de 18 de setembro, reduziu pela primeira vez desde junho de 2003 a meta para os *Fed funds*. O corte de 50 pontos-base, acompanhado de idêntica medida na taxa de redesconto, contribuiu para a melhora das condições financeiras nos mercados de diversos ativos, embora não haja consenso sobre a intensidade dos efeitos dessa crise na economia real norte-americana e, por extensão, na economia global.

57. Por sua vez, a recuperação dos preços de *commodities* volta a alimentar as dúvidas quanto às pressões inflacionárias desencadeadas pelos preços da energia e dos alimentos. As recentes quedas nos índices de confiança dos consumidores já captam o sentimento desses efeitos sobre as intenções de consumo. A despeito do atual recuo da inflação nos países desenvolvidos, os bancos centrais continuam preocupados com esses riscos inflacionários e gradualmente tenderão a voltar a priorizar o combate inflacionário na gestão de suas políticas monetárias.

Comércio exterior e reservas internacionais

58. No período de janeiro a setembro de 2007, o comércio exterior brasileiro manteve-se em expansão, registrando valores recordes nas exportações e nas importações. No ano, o superávit comercial atingiu US\$30,9 bilhões, acumulando US\$43,2 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$202,3 bilhões e US\$263,7 bilhões, respectivamente, nos mesmos períodos. Nas duas primeiras semanas de outubro, o saldo comercial alcançou US\$1,5 bilhão, compreendendo exportações de US\$6,4 bilhões, média diária de US\$705,9 milhões, e importações de US\$4,8 bilhões, média de US\$534,4 milhões por dia útil.

59. Em setembro, as exportações alcançaram US\$14,2 bilhões, registrando valor médio diário recorde de US\$745,6 milhões, 18,6% superior ao observado no mês correspondente de 2006. As exportações de produtos manufaturados totalizaram US\$7,6 bilhões, com valor médio diário de US\$402,6 milhões, que superou em 22,2% o registrado no mesmo mês do ano anterior. As vendas de produtos básicos totalizaram US\$4,4 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,8 bilhão, com acréscimos respectivos de 16,8% e 8,9% nos valores médios diários, que atingiram níveis recordes nas três categorias de produtos.

60. As importações totalizaram US\$10,7 bilhões em setembro, com valor médio diário recorde de US\$562,9 milhões, que superou em 38,8% o verificado no mesmo mês de 2006. Todas as categorias de produtos apresentaram expansão na mesma base de comparação: combustíveis e lubrificantes, 60%; bens de capital, 49%; bens de consumo, 32,2%; e matérias-primas e intermediários, 30,1%. Nesse grupo, destacaram-se as aquisições de produtos alimentícios primários, produtos minerais, químicos e farmacêuticos, e acessórios para equipamentos de transporte. No segmento de bens de consumo, os principais crescimentos foram observados nas importações de automóveis de passageiros (72%), vestuário e móveis. Entre as importações de bens de capital, sobressaíram maquinaria industrial, máquinas e aparelhos para escritório e serviço científico, e partes e peças para bens de capital.

61. As reservas internacionais totalizaram US\$163 bilhões em setembro, com aumentos de US\$1,9 bilhão no mês e de US\$77,1 bilhões no ano.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

62. Desde a reunião do Copom de setembro, as taxas de juros futuros apresentaram redução, especialmente nos prazos mais longos. Esse movimento decorreu, principalmente, da melhora no desempenho do mercado financeiro externo e da diminuição da aversão ao risco, após a decisão do *Federal Open Market Committee* (FOMC) de diminuir a taxa básica de juros da economia norte-americana em 0,50 p.p. A valorização do real frente ao dólar também contribuiu para a queda das taxas de juros no período. Entre 3 de setembro e 15 de outubro, as taxas de 1, de 3 e de 6 meses cederam, respectivamente, 0,14 p.p., 0,10 p.p. e 0,09 p.p. As taxas para os prazos de 1, 2 e 3 anos recuaram 0,15 p.p., 0,44 p.p., e 0,46 p.p., respectivamente. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses recuou de 7,31%, em 3 de setembro de 2007, para 7,06%, em 15 de outubro de 2007.

63. Em 25 de setembro, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso no montante de US\$2,2 bilhões, efetuando a rolagem integral do vencimento de 1º de outubro.

64. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 4 de setembro a 15 de outubro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$92,2 bilhões, dos quais R\$65,9 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, em 24 oportunidades como tomador de recursos e em uma ocasião como doador. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$13,3 bilhões. Além disso, em 6 de setembro e em 1º de outubro, o Banco Central tomou

recursos pelos prazos de 28 e 12 dias úteis e nos montantes de R\$75,4 bilhões e R\$37,8 bilhões, respectivamente.

65. Entre 4 de setembro e 15 de outubro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$56,0 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$20,9 bilhões, R\$16,3 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008, 2009 e 2010, e R\$4,6 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F), de vencimento em 2011, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$19,6 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2010, 2011 e 2013. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-

B) foram vendidos títulos de vencimento em 2009, 2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$15,5 bilhões, dos quais R\$5,7 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos.

66. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em abril, julho e outubro de 2008 conjugada a compra de LTN ou NTN-F, ambas de vencimento em janeiro de 2008, em um total de R\$5,4 bilhões. Realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2010, 2011 e 2013, no montante de R\$4,8 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007, e leilões de compra de LTN e NTN-B, nos valores de R\$2,9 bilhões e R\$53 milhões, respectivamente.

Notas da 131ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 4 e 5/12/2007

Local: Sala de reuniões do 8º andar (4/12) e do 20º andar (5/12) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 17h20 (4/12) e 17h30 (5/12)

Horário de término: 19h20 (4/12) e 19h20 (5/12)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Alexandre Antonio Tombini

Antonio Gustavo Matos do Vale

Mário Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Paulo Sérgio Cavalheiro

Paulo Vieira da Cunha

Chefes de Departamento (presentes no dia 4)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –

Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 5)

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Luiz Fernando Cardoso Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –
Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 4)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-Executivo

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,30% em outubro, ante 0,18% em setembro. Dessa forma, a inflação nos dez primeiros meses de 2007 alcançou 3,30% (2,33% no mesmo período do ano passado) e, em doze meses até outubro, 4,12% (3,26% em 2006). A aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que, em 2007, vêm subindo mais rapidamente do que os preços administrados, dinâmica inversa à observada ao longo dos últimos anos. De fato, neste ano os preços livres e administrados aumentaram, respectivamente, 4,24% e 1,20% (5,05% e 2,04% quando se considera o acumulado em doze meses). Note-se que, a despeito da apreciação cambial observada em 2007, dentro do conjunto de preços livres os bens comercializáveis são os que vêm mostrando maior aceleração. Em doze meses até outubro, estes variaram 4,47% (0,77% no ano passado), enquanto, na mesma base de comparação, os preços dos bens não-comercializáveis aumentaram 5,60% (4,49% em 2006). Ainda que desenvolvimentos recentes tenham sido menos benignos do que se antecipava, a dinâmica dos preços continua sendo consistente com a trajetória das metas.

2. Da mesma forma que a inflação plena, as três medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central se aceleraram em outubro. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio; por médias aparadas com e sem suavização se deslocaram, respectivamente, de 0,25%, 0,34% e 0,19%, em setembro, para 0,40%, 0,43% e 0,35% em outubro. Cabe notar que a aceleração da inflação plena em 2007 foi acompanhada por movimento similar de apenas uma das três medidas de núcleo. Com efeito, o núcleo por exclusão mostra ligeira elevação no ano até outubro (3,11% ante 2,97% em 2006), o núcleo por médias aparadas com suavização recuou (3,25%, ante 3,95% em 2006) e o núcleo por médias aparadas sem suavização aumentou de forma mais significativa (2,79%, ante 2,37% em 2006). No que se refere ao acumulado em doze meses, apesar de permanecerem abaixo do valor central para a meta de inflação, todas as medidas de núcleo mostraram aceleração em outubro, frente a setembro, encontrando-se em patamares significativamente

superiores aos valores mínimos históricos observados em meses anteriores.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) arrefeceu em outubro (0,75%), após dois meses em níveis bastante elevados (1,17% em setembro e 1,39% em agosto), mas voltou a aumentar em novembro (1,05%). Dessa forma, o IGP-DI acumula variação de 6,32% em 2007 (3,52% em igual período do ano passado) e de 6,60% em doze meses até novembro (3,59% em 2006). O forte incremento do IGP-DI reflete tanto o comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), com variação de 4,53% em doze meses até novembro (1,88% em 2006), quanto o do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que registrou inflação de 7,51% (4,04% em 2006). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 5,92% (5,05% em 2006), sugerindo certa persistência da inflação medida pelo INCC. No que se refere especificamente ao IPA agrícola, os preços acumularam variação de 18,93% em doze meses até novembro (16,72% em outubro). Por sua vez, os preços industriais continuam apresentando comportamento menos desfavorável, mas também mostram aceleração importante nos últimos doze meses (3,76% contra 2,71% em 2006) e taxas mensais mais elevadas desde agosto. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 1,2% em outubro, a décima quarta expansão consecutiva nessa base de comparação, uma evidência do sólido desempenho do setor fabril. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, após a redução de 0,6% em setembro, registrou-se expressivo incremento de 2,8% em comparação com o mês anterior, e de 10,3% em relação a outubro de 2006. No acumulado em doze meses, o crescimento alcança 5,3%, e 5,9% neste ano até outubro. Por sua vez, a produção da indústria de transformação avançou 5,2%

em doze meses até outubro (5,9% em 2007), enquanto a da extrativa mineral avançou 6,1% (5,6% em 2007). Para novembro, ajustes estatísticos devidos ao menor número de dias úteis, em comparação com o mesmo mês de anos anteriores, eventualmente podem determinar recuo do índice de produção industrial. A tendência, entretanto, é de continuidade do ciclo de expansão da produção industrial, que continuará a ser favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito e do emprego, a flexibilização monetária já realizada, os impulsos fiscais e, em alguns segmentos, os reduzidos níveis de estoques.

5. Entre as categorias de uso, a produção de bens de intermediários registrou incremento de 2,7% em outubro, a de bens de capital, 1,8%, e a de bens de consumo, 1,5%, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. A aceleração da produção de bens intermediários, de certa forma, pode estar associada a indicações sobre a escassez de insumos, conforme aponta a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da Fundação Getúlio Vargas. Por sua vez, o dinamismo da produção de bens duráveis, com expansão de 8,7% em 2007, reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito que a economia vem experimentando, quando comparadas aos padrões históricos. Já no caso da produção de bens de capital, a sólida expansão de 18,8% em 2007 (16,9% em doze meses) decorre, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis de continuidade do crescimento da demanda interna, a qual tem refletido a melhora do nível de renda e a ampliação do volume de crédito, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica. Finalmente, cabe registrar que 75% das atividades industriais pesquisadas pelo IBGE registraram expansão em outubro.

6. O mercado de trabalho continua apresentando desempenho favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) permanece em declínio e atingiu 8,7% em outubro, 1,1 p.p. inferior à registrada em 2006, sendo a menor taxa registrada para esse mês após a reformulação metodológica da pesquisa (maio de 2002). Por conseguinte, para os dez primeiros meses, a taxa média este ano é 0,6 p.p. menor do que a observada no ano passado. A taxa de desemprego

dessazonalizada pelo Banco Central também apresentou redução, atingindo 8,9%, o menor patamar de toda a série. Após recuar por três meses seguidos, o poder de compra dos trabalhadores aumentou 0,3% e 0,5%, respectivamente, em setembro e outubro, na comparação mês a mês, e 2,5% e 1,2% em relação ao mesmo período do ano passado. Em consequência, a expansão da massa salarial real alcançou 6,4% nos primeiros dez meses do ano, frente ao mesmo período de 2006, e se constitui um dos fatores-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. Em relação ao mês anterior, o emprego na indústria de transformação cresceu 0,5% em outubro, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) dessazonizados pelo Banco Central, e 4,6% no confronto com outubro de 2006. Por sua vez, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do processo de forte expansão do emprego formal celetista. Em outubro, houve crescimento de 0,6% do número de postos de trabalho ante o mês anterior, na série com ajuste sazonal, de modo que a expansão atingiu 5,0% tanto nos primeiros dez meses de 2007 como no acumulado em doze meses. Destaque-se, em 2007, o crescimento de 7,5% no emprego na indústria da construção civil e de 6,0% no comércio. Em números absolutos, a criação de postos celetistas supera 1,8 milhão, em 2007, e 1,5 milhão em doze meses.

7. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua registrando desempenho favorável, indicando que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais de arrefecimento. O volume de vendas do comércio varejista cresceu 1,1% em agosto e 1,4% em setembro, de acordo com os dados dessazonizados pelo IBGE, recorde da série histórica iniciada em 2000. Na comparação ante igual mês do ano passado, o aumento situou-se em 10,3% em agosto e 8,5% em setembro. No ano, o crescimento atingiu robustos 9,6%, e em doze meses, 8,9%. O crescimento sólido do comércio varejista no ano refletiu tanto o desempenho daqueles segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto daqueles mais sensíveis às condições de crédito. De fato, entre os segmentos que mais se destacam em 2007 encontram-se “móveis e eletrodomésticos”, que cresceram 16,3% até

setembro, e “tecidos, vestuários e calçados”, cujo aumento atingiu 10,1% no mesmo período. No comércio varejista ampliado, que também inclui a comercialização de “veículos, motos, partes e peças” e “material de construção”, destaque-se o forte avanço das vendas dos primeiros, que apresentaram crescimento de 22,9% no ano. Para os próximos trimestres, as perspectivas são de continuidade do atual ciclo expansionista do comércio varejista, cujos fatores de propulsão continuarão a ser o crescimento dos níveis de emprego e da renda, a expansão do crédito e o incremento da confiança do consumidor.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) na indústria de transformação atingiu o recorde histórico de 83,1% em outubro (82,3% em setembro), segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando a série sem ajuste sazonal, em outubro o NUCI situou-se 2,2 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2006, com a taxa média nos primeiros dez meses do ano posicionando-se 1,7 p.p. acima da observada em igual período de 2006, e 0,9 p.p. e 1,5 p.p. acima das taxas médias observadas nos mesmos períodos de 2004 e 2005, respectivamente. A redução da capacidade ociosa manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. De fato, no ano até outubro, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (20,9%), consubstanciada no vigoroso incremento das importações (35,3% em volume, até outubro), bem como da produção de bens de capital (18,8%, até outubro). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 5,0% até outubro e mostra aceleração na margem. Os dados mais recentes sugerem que, embora o volume de investimento venha contribuindo para suavizar a elevação das taxas de utilização da capacidade, ele não tem sido suficiente para conter tal processo. Tendo em vista o comportamento recente do NUCI, a aceleração dos projetos de investimento e, principalmente, a sua maturação tempestiva serão fundamentais para evitar o aprofundamento dos descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica. Cabe enfatizar, como assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, que a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto em 2007, em que pese a já antecipada perda de vigor na margem, fato que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. O saldo acumulado até novembro totalizou US\$36,4 bilhões (12,1% inferior ao verificado em 2006). Esse resultado adveio de US\$146,4 bilhões em exportações e US\$110,0 bilhões em importações, com crescimento, respectivamente, de 16,6% e de 30,8% em relação ao mesmo período do ano passado. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do fortalecimento do real como do maior nível de atividade econômica no País. Por sua vez, o saldo em transações correntes registrou superávit de US\$5,6 bilhões até outubro e de US\$7,4 bilhões em doze meses, equivalentes a 0,6% do Produto Interno Bruto (PIB).

10. No que se refere ao cenário externo, permanece um quadro de elevada incerteza, em particular no que concerne aos efeitos da crise no segmento de alto risco do setor imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA) sobre a atividade econômica global, bem como sobre os próprios mercados financeiros internacionais. De fato, indicadores de volatilidade e de aversão ao risco voltaram a se deteriorar desde a última reunião deste Comitê. As perspectivas são de desaceleração, tanto na Europa quanto nos EUA, embora dados sobre atividade divulgados recentemente tenham, de certa forma, surpreendido favoravelmente. Conseqüentemente, o cenário apontaria para relaxamento, em ritmo variado nas distintas regiões, da política monetária nas economias maduras. Por outro lado, o forte crescimento econômico apresentado pelas grandes economias emergentes asiáticas, que parecem ter sido pouco afetadas pela crise hipotecária nos EUA, assim como o vigor e a solidez do atual ciclo expansionista das demais economias emergentes, muitas das quais vivendo elevação de pressões inflacionárias e ciclos de contração monetária, têm se constituído em contraponto fundamental aos efeitos da desaceleração da economia dos EUA. Mais especificamente, a economia brasileira não parece, até o momento, ter sido impactada de forma relevante

pela turbulência recente, e deverá continuar em sua trajetória de crescimento, sustentado essencialmente pela demanda doméstica.

11. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, permanece não apenas em patamares historicamente elevados, mas continua apresentando alta volatilidade. Esse comportamento reflete, além de mudanças estruturais no mercado energético mundial, tensões geopolíticas recorrentes. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do que ocorra com os preços domésticos da gasolina, deve-se reconhecer que a elevação dos preços internacionais do petróleo se transmite de qualquer forma à economia doméstica, tanto por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, quanto pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos. A volatilidade dos preços de outras *commodities* também tem sido relativamente elevada nos últimos meses, refletindo o aumento da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, e a turbulência nos mercados financeiros globais. Nesse contexto, deve-se destacar também a forte aceleração no preço dos alimentos que vem sendo observada em vários países, e que tem dificultado o controle da inflação por parte de diversos bancos centrais.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

12. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:

a) comparadas aos valores considerados na reunião do Copom de outubro, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2007;

b) as projeções de reajustes das tarifas de eletricidade e de telefonia fixa para o acumulado de 2007 foram

modificadas, ante as previstas para a reunião de outubro, com os reajustes projetados agora se situando, respectivamente, em -6,0% e em 0,8%;

c) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 permaneceu em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Essa projeção baseia-se no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

d) o modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR), baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias, estima um *spread*, no cenário de referência, de -1 p.b. no quarto trimestre de 2007. A trajetória do *swap* indica, ainda, que o *spread* atinge 47 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

13. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do PIB em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

14. Desde a reunião de outubro do Copom, houve pequeno incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,91% para 3,96%. Essa elevação deve-se à incorporação da inflação de outubro e ao aumento da inflação esperada, pelos analistas, para dezembro. As expectativas para doze meses à frente deslocaram-se mais significativamente, de 3,83% para 3,95%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2008, as expectativas de inflação permaneceram em 4,10%.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,80 e da taxa Selic em 11,25%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o

IPCA em 2007 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de outubro, mas permaneceu abaixo do valor central de 4,50% para a meta deste ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 também se elevou em relação à projeção considerada na reunião anterior do Copom, permanecendo, entretanto, abaixo do valor central de 4,50% para a meta de inflação. No que diz respeito ao próximo ano, as projeções de ambos os cenários também se elevaram frente aos respectivos valores previstos na reunião de outubro, permanecendo, contudo, abaixo do valor central de 4,50% para a meta de 2008.

Implementação da política monetária

16. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda continua bastante robusto, podendo elevar sensivelmente a probabilidade de observarmos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. Entretanto, o crescimento das importações e o comportamento benigno do investimento, que continua tendo expansão robusta, têm contribuído para amenizar esse processo. Além disso, a despeito da maior incerteza sobre a continuidade do rápido crescimento da economia internacional observado nos últimos anos e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais nos últimos meses, as perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção sugerem, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Por outro lado, verificou-se elevação relevante da inflação tanto em economias maduras quanto emergentes nos últimos meses, evidenciando a intensificação de riscos inflacionários em escala global. Dessa forma, ainda que permaneçam consistentes com a trajetória de metas, as perspectivas

para a inflação estão cercadas por maior incerteza. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a manutenção dos resultados favoráveis obtidos nos últimos anos.

17. O Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores podem ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê entende que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem de forma crítica das expectativas para a inflação, que continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo tenha o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável, como, por exemplo, sobre os preços dos serviços. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, assim como das expectativas de inflação dentro do horizonte de projeção, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e ajustando tempestivamente a postura de política monetária às mudanças no cenário.

18. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. Na medida em que se verifique essa melhora de percepção, o espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando. O Copom considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue

se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e oferta agregadas, evoluam de forma harmônica.

19. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica foi reduzida em 850 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar por completo. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

20. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos da expansão, possivelmente mais intensa, das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para os próximos trimestres. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão efeitos a partir de 2008.

21. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Esse fator, aliado à ajuda do setor externo, vem atuando para mitigar pressões inflacionárias. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar

riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e o da demanda torna-se ainda mais relevante na avaliação das possibilidades que se apresentam para a política monetária.

22. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, dentro desse processo, em momentos como o atual, nos quais a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz sensivelmente a margem de segurança da política monetária.

23. Nesse contexto, diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas, o Copom resolveu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés. Essa decisão visa preservar as conquistas no combate à inflação e assegurar que o fortalecimento da atividade econômica continue se dando em bases sólidas.

24. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, pode estar se

tornando menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Na eventualidade de se verificar modificação no perfil de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação, neste momento, pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

25. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 22 de janeiro de 2008, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 16.051, de 3/9/2007.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

26. O IPCA-15 variou 0,23% em novembro, ante 0,24% em outubro e 0,29% em setembro, acumulando altas de 3,64% no ano e de 4% em doze meses. A variação dos preços do grupo alimentação e bebidas passou de 0,54% em outubro para 0,25% em novembro, sobretudo pelo recuo nos preços do leite e derivados, -6,32%, com influência de -0,15 p.p. no resultado geral do IPCA-15. Esse efeito se sobrepôs aos aumentos nos preços do feijão e de bovinos, 18,59% e 3,01%, respectivamente. Nos demais grupos, destacaram-se a aceleração na alta dos artigos de vestuário, 0,74% ante 0,41% em outubro, e as variações, superiores à do índice geral, em despesas pessoais e saúde e cuidados pessoais, 0,48% e 0,35%, respectivamente, em novembro, ante 0,45% e 0,40% no mês anterior, na mesma ordem.

27. A variação dos preços livres atingiu 0,29% em novembro, ante 0,32% em outubro, enquanto a dos preços monitorados passou de 0,06% para 0,09%. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 4,84%, e os preços monitorados, 2,14%. Entre os livres, os preços dos produtos não-comercializáveis aumentaram 5,44% e os preços dos produtos comercializáveis, 4,18%.

28. As diversas medidas de núcleo de inflação, calculadas a partir da desagregação do IPCA-15, mostraram elevação em novembro, tanto na variação mensal como em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,37% ante 0,35% em outubro. No acumulado em doze meses, a variação passou de 3,70% para 3,80%. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador variou 0,29% em novembro, ante 0,24% em outubro, e acumulou 3,15% em doze meses. A taxa do núcleo por exclusão de preços monitorados e dos alimentos no domicílio passou de 0,28% em outubro para 0,33% em novembro, totalizando variação de 3,65% em doze meses.

29. O IGP-DI variou 1,05% em novembro ante 0,75% em outubro, acumulando 6,32% no ano e 6,6% em doze meses. Dos três componentes do índice, apenas o INCC mostrou arrefecimento no período. O IPA-DI variou 1,45%, após alta de 1,02% em outubro, totalizando elevações de 7,4% no ano e de 7,51% em doze meses. A variação mensal do IPC-Br passou de 0,13% para 0,27% em novembro, totalizando 3,87% no ano e 4,53% em doze meses. O INCC aumentou 0,36% ante 0,51% em outubro, acumulando variações de 5,53% de janeiro a novembro e 5,92% em doze meses.

30. A maior variação do IPC-Br em novembro decorreu da aceleração na taxa dos grupos alimentação, 0,25% ante 0,19% em outubro, saúde e cuidados pessoais, 0,25% ante 0,06%, e vestuário, 1,3% ante 1,21%. O núcleo do IPC-Br variou 0,25%, após elevação de 0,24% em outubro, acumulando 3,05% no ano e 3,37% em doze meses.

31. A elevação do IPA-DI em novembro refletiu a maior variação dos preços agrícolas. O IPA-agrícola aumentou 4,32%, ante 2,73% em outubro, enquanto a variação dos preços industriais manteve-se estável, em 0,41% no mesmo período. As principais contribuições para a alta dos preços agrícolas em novembro advieram dos preços do milho, 0,42 p.p., de bovinos, 0,38 p.p., da soja, 0,31 p.p., e do feijão, 0,2 p.p.. Assinale-se, a despeito da maior taxa do IPA, a queda dos preços do leite *in natura* de 9,55% em novembro. Entre os preços industriais os destaques foram as contribuições positivas dos preços de óleos combustíveis, 0,1 p.p., e álcool etílico

hidratado, 0,1 p.p., e a queda dos preços de metais não ferrosos, contribuição de -0,07 p.p.

Atividade econômica

32. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas no segmento varejista do País registrou alta de 1,4% em setembro, em relação ao do mês anterior, considerados dados dessazonalizados. Das atividades que compõem o indicador geral, mostraram expansão das vendas na comparação mensal os setores hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com alta de 3%, e móveis e eletrodomésticos, 0,1%. O item veículos e motos, partes e peças, que não integra o indicador de comércio varejista geral, recuou 1,1% no mês. Regionalmente, 22 das 27 unidades da Federação obtiveram resultados positivos no período.

33. Em relação ao volume de vendas de setembro de 2006, observou-se crescimento de 8,5% no comércio varejista. Esse resultado decorreu de acréscimos observados em todos os segmentos, nessa base de comparação, principalmente em equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 30,4%, e em móveis e eletrodomésticos, 12,7%. Considerando o indicador do comércio varejista ampliado, que inclui as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, a alta atingiu 11,9%, com destaque para a expansão de 19,8% no segmento automotivo.

34. O desempenho das vendas no varejo tem refletido a continuidade do crescimento da massa salarial, as melhores condições de crédito, os impactos dos programas assistenciais, além dos efeitos da recuperação do setor agrícola. No período de janeiro a setembro, a expansão do volume de vendas no comércio varejista atingiu 9,6%, relativamente à de igual período do ano anterior, enquanto no comércio varejista ampliado a elevação alcançou 13,6%. Os destaques no acumulado do ano foram os aumentos de 22,9% nas vendas de veículos e de 16,3% em móveis e eletrodomésticos. Regionalmente, à exceção do Piauí, todas as unidades da Federação registraram crescimento no volume do comércio varejista nessa base de comparação, e os maiores acréscimos foram observados em estados da região Nordeste,

sobretudo pelo maior impacto dos programas assistenciais do Governo Federal.

35. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque e ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) aumentaram 1,2% e 0,7%, respectivamente, em novembro deste ano, comparativamente às do mês anterior. Em relação às consultas registradas no mesmo mês de 2006, os acréscimos atingiram 7,1% e 7,3%, na mesma ordem.

36. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil e a produção doméstica de bens de capital aumentaram 2,6% e 1,8%, respectivamente, em outubro, comparativamente ao mês anterior na série com ajuste sazonal. Na comparação com outubro de 2006, as expansões atingiram 10,2% para os insumos da construção civil e 26,8% para a indústria de bens de capital e acumulam, respectivamente, altas de 5% e 18,8% nos primeiros dez meses do ano, em comparação com o mesmo período do ano anterior.

37. As importações de bens de capital recuaram 5% em outubro, após ajuste sazonal, resultado que ocorreu após a expressiva expansão de 15,3% no bimestre anterior. De fato, em agosto e setembro as compras externas de bens de capital aumentaram 49,4% e 48,6%, respectivamente, em relação às observadas nos mesmos meses de 2006. Em outubro, na comparação interanual, o acréscimo atingiu 38,5%, e no acumulado do ano, até outubro, registrou-se expansão de 35,3%, variações que demonstram o forte crescimento dessas importações, refletindo as condições favoráveis para a expansão dos investimentos na economia brasileira em 2007.

38. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria cresceu 2,8% em outubro, comparativamente ao mês anterior pela série dessazonalizada, após redução de 0,6% no mês anterior. Na média móvel trimestral, também na série dessazonalizada, a produção registrou alta de 1,2%, maior crescimento desde junho de 2005. Em relação a outubro de 2006, a atividade industrial registrou alta de 10,3%, acumulando 5,9% nos dez primeiros meses e 5,3% em doze meses.

39. A comparação entre os dados de outubro e setembro, considerando a série dessazonalizada, revela crescimento generalizado entre as categorias de uso. A produção de bens intermediários registrou alta de 2,7%, seguida pelos desempenhos de bens de capital (1,8%); de bens de consumo duráveis (1,4%) e bens de consumo semi e não-duráveis (1,3%). No ano, os índices mostram crescimento de 18,8% na produção de bens de capital, que sustenta expansão de dois dígitos desde o início de 2007. Para as demais categorias, os resultados foram: bens de consumo duráveis (8,7%), bens intermediários (4,3%) e bens de consumo semi e não duráveis (3%).

40. No setor industrial, observou-se aumento de 0,3% nas horas trabalhadas na produção e de 1,3% nas vendas industriais reais em outubro, comparativamente às do mês anterior conforme estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 4% e de 4,7%, comparativamente ao mesmo período de 2006. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) atingiu 83,1% em outubro, ante 82,3% em setembro, após ajuste sazonal. Considerados os dados observados, o nível de utilização atingiu 84,3% no mês, 2,2 p.p. acima do patamar de outubro de 2006. Segundo dados da FGV, em novembro deste ano o nível de Utilização da Capacidade Instalada na indústria situou-se em 87,2%, ante 84,7% no mesmo mês de 2006.

41. A produção de autoveículos atingiu 299,3 mil unidades em outubro, novo recorde mensal, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 9% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 31,6% em relação ao mesmo mês de 2006. Na série dessazonalizada, as vendas internas cresceram 4,7%, enquanto as externas cresceram 19,4%. Comparativamente às estatísticas dos primeiros dez meses de 2006, a produção de autoveículos cresceu 12,8% em 2007, e as vendas internas, 25%, enquanto as exportações diminuiram 6,4%. Ainda, segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 37,8%, no mesmo período, e a de caminhões, 29%, reflexo da recuperação da renda agrícola na atual safra e do aumento dos investimentos no setor.

42. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado em outubro pelo IBGE apontou acréscimo de 13,9% na estimativa para a safra de grãos em 2007, em relação à do ano anterior. A produção nacional de grãos – cereais, leguminosas e oleaginosas – deverá atingir 133,3 milhões de toneladas, em decorrência das condições climáticas favoráveis e do incentivo decorrente da elevação dos preços dos produtos agrícolas no mercado internacional, sobretudo milho e soja. Se considerarmos outros produtos agrícolas, além de grãos, o LSPA apontou recuo de 16% na produção de café, sobretudo pela bianualidade da safra, e crescimento de 13,1% na produção de cana-de-açúcar, refletindo expansão de 10,5% na área plantada, motivada pelo interesse crescente na produção do álcool combustível. Em outubro, o IBGE realizou o primeiro prognóstico de área plantada e produção para a safra de 2008, abrangendo as regiões Sudeste, Sul e Centro-Oeste e os estados de Rondônia, Maranhão, Piauí e Bahia. A estimativa inicial para a produção de grãos em 2008 atingiu 137,1 milhões de toneladas, 2,9% acima da realizada em 2007.

Expectativas e sondagens

43. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou elevação de 2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em novembro, comparativamente ao mês anterior. Os dois componentes do ICC registraram variações positivas no mês: o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) aumentou 1,8%, e o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea), 2,2%. Em relação aos índices de novembro de 2006, o ICC e o Icea cresceram 1,5% e 19,6%, respectivamente, enquanto o IEC diminuiu 9,3%.

44. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o ICC subiu 1,3% em novembro, em relação ao do mês anterior, atingindo o maior nível da série iniciada em setembro de 2005. Esse resultado refletiu o acréscimo de 4,3% no Índice da Situação Atual (ISA), enquanto o Índice de Expectativas (IE), que mede as expectativas em relação aos próximos seis meses, recuou 0,2%. Em relação aos índices de novembro de 2006, observou-se aumento de 4,6% no ICC, com acréscimos de 7,3% no ISA e de 3,1% no IE.

45. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) passou de 123,4, em outubro de 2007, para 121,3, em novembro. Em relação a novembro de 2006, o ICI cresceu 14,1% e acumulou expansão de 12,1% de janeiro a novembro de 2007, relativamente à igual período de 2006.

46. Segundo a Sondagem da Indústria de Transformação – Quesitos Especiais realizada pela FGV em outubro, 53% das empresas consultadas afirmaram que pretendem aumentar os investimentos em 2008, proporção que atingiu 38% na sondagem realizada em outubro de 2006, com previsões para 2007. Também em relação ao aumento da contratação de mão-de-obra, a sondagem atual apontou proporção de respostas superior à do ano passado, 46% ante 40%. Em relação ao faturamento para o ano seguinte, a previsão para 2008 apontou que 75% das empresas prevêem crescimento real das vendas, ante 71% na sondagem de outubro de 2006.

Mercado de trabalho

47. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 205 mil postos de trabalho formais em outubro. No ano, até esse mês, foram gerados 1.812 mil empregos, 6,6% a mais que no mesmo período de 2006. Essas contratações elevaram o nível de emprego em 5% no período, relativamente aos primeiros dez meses de 2006, com expansão em todos os grandes setores de atividade econômica, com destaque para os acréscimos de 7,5% no emprego na construção civil e de 6% no comércio. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego em outubro apresentou elevação mensal de 0,6% e também registrou acréscimos em todos os setores.

48. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 8,7% da População Economicamente Ativa (PEA) em outubro, ante 9% no mês anterior. O recuo da taxa de desemprego refletiu o acréscimo de 0,2% no número de trabalhadores ocupados no mês e a redução de 0,1% na PEA. Nos primeiros dez meses do ano, a taxa média de desemprego situou-se em 9,6%, ante 10,2% no mesmo período de 2006, com elevações de 2,9% no número de trabalhadores ocupados e de 2,2% na

PEA. Considerados o pessoal ocupado no setor privado, houve aumento de 0,6% no mês, decorrente dos acréscimos de 0,7% no número de empregados com carteira e de 0,5% no número de empregados sem carteira de trabalho assinada. Por posição na ocupação, destacou-se o recuo de 1,8% no número de empregadores. No ano, até outubro, o aumento médio do número de trabalhadores ocupados atingiu 2,9%, principalmente pelos acréscimos de 4,9% nos empregados com carteira e de 4,7% nos trabalhadores por conta própria.

49. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas situou-se em R\$1.123,60 em outubro, com alta de 0,5% em relação a setembro. Na comparação com o valor de outubro de 2006, o rendimento médio real aumentou 1,2% e, no ano, até outubro, 3,4%. A massa salarial real cresceu 0,8% no mês e 4,4% em relação a outubro de 2006, acumulando alta de 6,4% no ano.

50. Segundo estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,5% em outubro, em relação ao mês anterior. No ano, até outubro, observaram-se acréscimos de 3,7% no pessoal empregado e de 5,2% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

Crédito e inadimplência

51. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro registrou aumento de 2,7% em outubro e acumulou crescimentos de 20,2% no ano e de 26,3% em doze meses. As operações com recursos livres registraram acréscimos de 2,8% e de 30,1%, na mesma ordem, enquanto as realizadas com recursos direcionados evoluíram 2,5% no mês e 17,9% em doze meses. Nas operações de crédito com recursos livres, continuaram em destaque os acréscimos nos saldos das operações de *leasing* contratadas com pessoas físicas, 86,2% em doze meses, e com pessoas jurídicas, 82,5%. Entre as operações com recursos direcionados, as maiores expansões em doze meses foram registradas nos créditos destinados à habitação, 23,5%, e ao setor rural, 18,1%. Consideradas as operações de crédito por atividade econômica, o saldo dos empréstimos para a indústria cresceu 3,1% em outubro e 28,5% em doze meses,

enquanto os empréstimos ao comércio apresentaram elevação de 3,3% no mês e de 20,8% em doze meses.

52. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 35,4% a.a., em outubro, a menor da série histórica, situando-se 6 p.p. abaixo da verificada em outubro de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 45,8% a.a., ante 53,5% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 4 p.p. em doze meses, ao atingir 23,4% a.a.

53. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas atingiu 419 dias corridos em outubro, ante 349 no mesmo mês de 2006. Na carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 443 dias, com alongamento de 88 dias na comparação interanual, reflexo do peso crescente do crédito consignado nessa carteira. Adicionalmente, ressalte-se a ampliação do prazo médio das operações para aquisição de veículos e de financiamento imobiliário, que se elevaram respectivamente de 524 para 577 dias e de 1445 para 1909 dias, nos últimos doze meses.

54. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial correspondente a atrasos superiores a noventa dias alcançou 4,5% em outubro, com recuos de 0,1 p.p. no mês e de 0,6 p.p. em relação à de outubro de 2006. Por segmentos, a taxa relativa às pessoas jurídicas ficou estável em 2,3% no mês, após recuar 0,5 p.p. em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência permaneceu basicamente estável, ao passar de 7,1% em setembro para 7% em outubro, mas reduziu-se 0,6 p.p. em relação à verificada em outubro de 2006.

55. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 6,1% em outubro, idêntica à do mesmo mês do ano anterior. Em 2007, até outubro, a taxa média de inadimplência está em 6,2%, ante 5,9% no mesmo período de 2006.

Ambiente externo

56. O crescimento da economia global continuou em ritmo acelerado no terceiro trimestre de 2007. As três principais áreas econômicas registraram

expansão na comparação trimestral, em relação ao trimestre anterior, contrastando com as expectativas de maior desaceleração formadas a partir dos recentes episódios de turbulência financeira. Apesar dessa evolução, os últimos indicadores divulgados apontam para moderação do crescimento global.

57. Os Estados Unidos, apesar da turbulência no mercado financeiro, ainda se beneficiam do crescimento da produtividade, da ausência de desequilíbrios fora do setor imobiliário e de um mercado de trabalho ainda fortalecido, o que confere à economia certo grau de resistência (o PIB do 3º trimestre cresceu 4,9%). As economias emergentes continuam apresentando desempenho econômico positivo, destacando-se o forte crescimento na Ásia. O grau de incerteza na economia internacional permanece elevado, refletindo o estresse provocado a partir da crise iniciada no setor imobiliário norte-americano. Adicionalmente, com os altos preços do petróleo e das *commodities*, além do enfraquecimento do dólar, aumentaram as preocupações relacionadas ao cenário menos benigno para a inflação.

58. Nos mercados financeiros, os principais bancos centrais mantiveram a política de assegurar aos bancos a administração de suas posições de liquidez durante o período de turbulência, proporcionando um ambiente eficiente, seguro e flexível à administração de liquidez do sistema bancário. No entanto, a volatilidade permaneceu elevada. A preocupação com as pressões inflacionárias tem levado diversos bancos centrais, entre os quais os do Canadá, Suécia, Noruega, Suíça, Chile, África do Sul, Coreia do Sul, Índia e Rússia, a elevarem suas taxas básicas de juros. Por outro lado, o *Federal Reserve* (Fed) efetuou, em outubro, mais um corte na meta para os *Fed funds*. Já os bancos centrais da Área do Euro e do Japão continuam aguardando o desenrolar da turbulência financeira internacional para dar prosseguimento a suas políticas de gradual aperto monetário.

Comércio exterior e reservas internacionais

59. De janeiro a novembro deste ano, a balança comercial prosseguiu sua trajetória de expansão tanto das exportações quanto, principalmente, das importações. Em função do maior dinamismo das compras externas, o superávit comercial, no

acumulado do ano, até novembro, atingiu US\$36,4 bilhões, recuo de 12,1% relativamente ao observado em igual período do ano anterior. Nos últimos doze meses, esse saldo atingiu US\$44,5 bilhões, situando-se 13,3% abaixo do equivalente terminado em maio, valor recorde da série. A corrente de comércio, no ano e em doze meses, totalizou US\$256,4 bilhões e US\$275,9 bilhões, respectivamente.

60. Em novembro, as exportações situaram-se em US\$14,1 bilhões, com média diária de US\$702,6 milhões, 18,1% acima do observado no mês correspondente de 2006. As vendas externas de produtos manufaturados totalizaram US\$7,5 bilhões, com valor médio diário de US\$376,4 milhões, superior 17,1% ao registrado no mesmo mês do ano anterior. As vendas de produtos básicos totalizaram US\$4,3 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,9 bilhão, com acréscimos respectivos de 25,2% e de 7,4% nos valores médios diários.

61. As importações totalizaram US\$12 bilhões no mês, com valor médio diário recorde de US\$601,3 milhões, superior 38,9% ao verificado em novembro de 2006. Todas as categorias de produtos apresentaram expansão na mesma base de comparação, com destaque para bens de capital, 47,1%, e matérias-primas e produtos intermediários, 39,1%. Neste último grupo, destacaram-se as aquisições externas de acessórios para equipamentos de transporte, produtos minerais, produtos agropecuários não alimentícios e químicos e farmacêuticos. Entre as importações de bens de capital, sobressaíram maquinaria industrial, máquinas e aparelhos para escritório e serviço científico, e partes e peças para bens de capital. No segmento de bens de consumo, cuja expansão atingiu 36,8% na mesma base de comparação, os principais crescimentos foram observados nas importações de automóveis de passageiros, móveis, máquinas e aparelhos para uso doméstico e vestuário. As compras de combustíveis e lubrificantes cresceram 31,9% na comparação entre o resultado de novembro deste ano com igual mês do ano anterior.

62. As reservas internacionais totalizaram US\$167,9 bilhões em outubro, com aumentos de US\$4,9 bilhões no mês e de US\$82 bilhões no ano.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

63. No período compreendido entre as reuniões do Copom de outubro e de dezembro, as taxas de juros futuros apresentaram elevação, principalmente as de prazo mais longo. No cenário externo, o reconhecimento de grandes perdas de instituições financeiras em função da crise no mercado de hipotecas de alto risco dos Estados Unidos e o aumento da aversão a risco, devido ao temor de recessão naquele país, contribuíram para a redução do fluxo de recursos para economias emergentes e a elevação do risco-país. No cenário interno, a divulgação de dados de atividade e de inflação mais fortes reforçou o movimento de alta da curva de juros. Entre 15 de outubro e 3 de dezembro, as taxas de 1, de 3 e de 6 meses subiram, respectivamente, 0,08 p.p., 0,14 p.p. e 0,25 p.p. As taxas para os prazos de 1, 2 e 3 anos apresentaram elevação de 0,44 p.p., 0,89 p.p., e 1,13 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 7,06%, em 15 de outubro de 2007, para 7,34%, em 3 de dezembro de 2007.

64. Em 26 de outubro e 27 de novembro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial reverso destinados, respectivamente, à rolagem dos vencimentos de 1º de novembro e de 3 de dezembro. Essas operações somaram o equivalente a US\$4,2 bilhões.

65. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 16 de outubro a 3 de dezembro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$88,8 bilhões, dos quais R\$66,5 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, em 30 oportunidades como tomador de recursos, e em duas, como doador. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de um e dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$16,3 bilhões. Além disso, em

18 de outubro, o Banco Central tomou R\$80,5 bilhões pelo prazo de 33 dias úteis.

66. Entre 16 de outubro e 3 de dezembro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$36,0 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$23,0 bilhões, R\$21,5 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008, 2009 e 2010, e R\$1,5 bilhão em Notas do Tesouro Nacional - Série F (NTN-F), de vencimento em 2011, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$9,9 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2011 e 2013. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), foram vendidos títulos de vencimento em 2009,

2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$3,1 bilhões.

67. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em julho e outubro de 2008 conjugada à compra de LTN ou NTN-F, ambas de vencimento em janeiro de 2008, em um total de R\$5,3 bilhões. As vendas de NTN-B, para os mesmos prazos dos leilões tradicionais, liquidadas mediante a entrega de outros títulos, somaram R\$5,0 bilhões. O Tesouro realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2011 e 2013, no montante de R\$3,3 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007, e leilões de compra de LTN e NTN-F, que alcançaram R\$2,5 bilhões e R\$519 milhões, respectivamente.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Mário Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Mário Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

João Henrique de Paula Freitas Simão
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

José Antonio Marciano
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Renato Jansson Rosek
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Siglas

a.a.	Ao ano
Abramat	Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDI	Certificados de Depósito Interfinanceiro
CDS	Credit default swap
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve System</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
Fiesp	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FIP	Fundos de Investimento em Participações

FIP	Fundos de Investimento em Participações
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP-FGTS	Fundos Mútuos de Privatização com recursos do FGTS
FMP-FGTS-CL	Fundos Mútuos de Privatização Carteira Livre
FPM	Fundo de Participação dos Municípios
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice das Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IFL	Índices Trimestrais de Fatores Limitativos ao Aumento da Produção
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custos da Construção
INCC-DI	Índice Nacional de Custos da Construção – Disponibilidade Interna
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPC	<i>Índice de Precios y Cotizaciones</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Ipsos	<i>Ipsos Public Affairs</i>
ISA	Índice da Situação Atual
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
MYDFA	Acordo Plurianual de Facilidade de Depósito
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
POA	Pessoal Ocupado Assalariado
PPI	Projeto Piloto de Investimento

S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCIT	Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TN	Tesouro Nacional
VIX	Índice de Volatilidade Chicago Board Options Exchange
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
XU100	<i>Istanbul Stock Exchange National 100 Index</i>