

Relatório de Inflação	Brasília	Setembro 1999	Vol. 1	Nº 2	P. 1 - 99
-----------------------	----------	------------------	--------	------	-----------

Relatório de Inflação

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

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

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

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 1, nº 2.

Controle Geral de Assinaturas

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

Tiragem: 1.900 exemplares

Convenções Estatísticas

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

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

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

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

Central de Informações do Banco Central do Brasil

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

Índice

Apresentação

Sumário Executivo

1 - Demanda interna	11
1.1 - Consumo	11
Comércio atacadista e supermercados	11
Comércio varejista	12
Eletrônicos	13
Cartões de crédito	13
Autoveículos	13
Consórcios	14
Consumo de energia elétrica e de combustíveis	14
Inadimplência	15
1.2 - Crédito	16
1.3 - Política monetária	18
Títulos públicos federais	19
Agregados monetários	20
1.4 - Investimento	22
1.5 - Resultado fiscal	24
Juros nominais e atualização monetária	26
Resultado nominal	27
1.6 - Saldo de bens e serviços não-fatores	27
Balanço comercial	27
Serviços	30
1.7 - Conclusão	31
2 - Oferta agregada	33
2.1 - Agropecuária	33
2.2 - Produção industrial	34
Utilização da capacidade instalada (UCI)	35
Autoveículos	36

2.3 -	Mercado de trabalho	36
	Emprego	36
	Salários e rendimentos	38
	Custo unitário do trabalho e produtividade	38
	Indicadores selecionados de empresas não-financeiras	39
2.4 -	Produto interno bruto (PIB)	40
2.5 -	Conclusão	41
3 -	Economia internacional	43
3.1 -	Estados Unidos	44
3.2 -	Japão	46
3.3 -	Área do Euro	48
3.4 -	Outras economias industrializadas	50
	Reino Unido	50
	Canadá	51
3.5 -	Economias asiáticas emergentes	52
3.6 -	América Latina	52
3.7 -	Conclusão	55
4 -	Movimento de capitais	57
4.1 -	Investimentos	57
4.2 -	Empréstimos e financiamentos	57
4.3 -	Conclusão	58
5 -	Preços	59
5.1 -	Índices gerais	59
5.2 -	IPCA	62
5.3 -	IPC-Fipe	62
5.4 -	Conclusão	63
6 -	Perspectivas para a inflação	65
6.1 -	Determinantes da inflação	66
	Demanda agregada e oferta agregada	66
	Economia internacional	67
6.2 -	Cenário principal: pressupostos e riscos associados	68
6.3 -	Previsão da inflação	71
	Anexos	83
	Apêndice	97

Apresentação

Como estabelece o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que trata da fixação de novo regime de política monetária (metas para a inflação), cabe ao Banco Central do Brasil (Bacen) a elaboração e divulgação do relatório trimestral de inflação. Tal documento visa avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear um cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços.

De modo específico, a divulgação deste relatório objetiva apresentar à sociedade brasileira e à comunidade internacional as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) com relação à condução da política monetária.

Considerado mais adequado para a manutenção da estabilidade do nível geral de preços nas atuais circunstâncias de liberação do câmbio, o regime de metas para a inflação requer, mais do que qualquer outro, a demonstração dos passos seguidos e dos que poderão ser trilhados pelo Bacen na execução da política monetária, permitindo, desse modo, que os agentes econômicos balizem suas decisões de forma consistente. Nesse sentido, há o propósito de tornar evidentes as limitações da política monetária, assim como eventuais inconsistências do conjunto de políticas econômicas, ampliando, dessa forma, o grau de comprometimento do governo com o processo de estabilização de preços, como condição primordial para o desempenho sustentável da economia.

Quanto à visão prospectiva do Copom, há o empenho no sentido de avaliar a tendência da inflação até o ano 2001, subordinado, naturalmente, às condições reais vigentes e prognosticadas das economias brasileira e internacional. É evidente que não se pode desconsiderar os condicionantes que fogem ao controle dos governantes, notadamente no contexto de

aumento da inserção do Brasil nos mercados internacionais. Em função disso, o esforço visando elaborar diagnósticos tem sido constante, mas, em compensação, tem permitido antever a transmissão dos efeitos da política monetária sobre a inflação. Ademais, persiste o trabalho contínuo com o objetivo de refinar o controle de fatores de combate à inflação.

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

Sumário Executivo

A trajetória das expectativas com relação ao comportamento da economia mundial, no decorrer de 1999, vem refletindo a evolução favorável observada nos principais países industrializados e a menor instabilidade, ainda que com fragilidades, nas economias emergentes.

Os Estados Unidos mantiveram, no segundo trimestre do ano, tendência de crescimento vigoroso, processo que deverá manter-se na segunda metade do ano, considerando-se a evolução recente dos indicadores de produção industrial e de despesas de consumo. Paralelamente, a recuperação da economia japonesa torna-se progressivamente mais evidente, explicitando o cenário de elevação do consumo, enquanto nas principais economias da Europa surgem indícios de retomada do crescimento, em ambiente de relativa estabilidade de preços.

Essas condições de contorno vêm contribuindo para que a maior parte dos países asiáticos apresente evidências de recuperação econômica consistente. Na América Latina, a evolução recente de várias economias tem sido atribulada, enquanto a Argentina mantém sua trajetória recessiva, mas sem indicações de aprofundamento do quadro no curto prazo.

Relativamente à economia brasileira, a análise dos principais indicadores associados à demanda demonstra que embora o nível de atividade revele-se mais intenso, quando comparados o segundo e o primeiro trimestres do ano, situa-se em nível ainda inferior ao ocorrido em 1998. O desempenho observado no primeiro semestre de 1999, até certo ponto surpreendente em face das perspectivas pouco favoráveis vigentes ao início do ano, revela a melhoria das expectativas dos agentes econômicos, após o impacto inicial derivado da mudança do regime cambial, e os efeitos da trajetória de redução da taxa básica de juros. Não obstante o terceiro trimestre deva apresentar relativo arrefecimento no ritmo da recuperação da economia, a evolução

do produto interno bruto (PIB) no ano será, de acordo com as expectativas do mercado, próxima de zero.

Nesse sentido, destaque-se a relevância das alterações na condução da política monetária no que se refere à redução das alíquotas de recolhimentos compulsórios existentes sobre depósitos a prazo e sobre depósitos à vista. Tal providência harmoniza-se com um conjunto de iniciativas que irão possibilitar a contração do diferencial entre taxas de juros ativas e passivas no sistema bancário (*spread*) e, conseqüentemente, o aumento do volume de crédito concedido, de modo a viabilizar a dinamização do crescimento econômico por meio do dispêndio privado, em cenário de confortável nível de utilização da capacidade instalada da indústria.

O empenho do Governo quanto ao efetivo ajuste nas contas públicas, mais uma vez pode ser evidenciado. Assim, o resultado fiscal consolidado dos primeiros sete meses de 1999 superou o valor estimado como trajetória no programa econômico do governo. No mesmo sentido, o orçamento anual para o próximo exercício, apresentado ao Congresso Nacional em 31 de agosto, assegura a continuidade da obtenção de resultados fiscais favoráveis.

No que se refere às relações comerciais com a comunidade internacional, a elevação das exportações brasileiras permanece vinculada à recuperação do crescimento da demanda mundial e, particularmente, das economias dos países latino-americanos, principais demandantes de produtos manufaturados, e do preço internacional das mercadorias (*commodities*). A contração das importações, por sua vez, tende a refletir a evolução dos preços e da renda, devendo ser influenciada, a médio prazo, pelo reaquecimento da economia doméstica.

O enfoque das condições de oferta revela cenário sem ocorrência de pressões localizadas. Nesse sentido, a produção de cereais, leguminosas e oleaginosas em 1999, embora não atenda completamente à demanda interna, principalmente de milho e trigo, situou-se em patamar elevado, enquanto a produção industrial, contraindo-se no primeiro semestre, comparativamente a igual período de 1998, apresenta, ainda, tendência declinante desde maio, na comparação mensal.

Nesse contexto, a relativa estabilidade da taxa de desemprego implica movimentação da mão-de-obra entre setores, tendendo a não apresentar reflexos sobre custos.

Mesmo apresentando tendência de queda, as necessidades de pagamentos externos têm se mostrado expressivas. O financiamento de tais recursos vem ocorrendo sem impactos significativos no que diz respeito ao nível das reservas internacionais, cujas variações se limitam, quase exclusivamente, às operações externas do Bacen. O ingresso substancial de investimentos diretos vem atestando o nível de confiança da comunidade financeira internacional nos fundamentos da economia brasileira.

Nesse cenário, os índices de preços não deverão sofrer pressões significativas nos próximos meses, na medida em que a evolução dos condicionantes da demanda interna não referenda crescimento substancial do consumo e, do lado da oferta, os níveis de utilização da capacidade instalada, assim como a evolução das taxas de produtividade e do custo unitário do trabalho, também indicam ausência de tensões inflacionárias.

Dessa forma, as taxas médias mensais de inflação nos próximos meses deverão situar-se próximas a 0,5%, impactadas, sobretudo, pela expectativa de altas advindas da entressafra dos produtos agropecuários e, nos últimos meses do ano, pela elevação sazonal dos preços do vestuário. As variações acumuladas ao final de 1999 deverão situar-se em torno de 14%, para os IGP's, e de 6,5% a 8%, para os índices de preços ao consumidor.

O Copom entende que o quadro atual não apresenta riscos substanciais para a inflação. A economia, que se recupera, deve aumentar lentamente o ritmo de atividade nos próximos anos, sem que se possa antever pressões apreciáveis quer de demanda, quer de oferta. Os resultados fiscais também contribuem para diminuir as incertezas domésticas. A queda já observada em toda a gama de taxas de juros da economia desde o primeiro Relatório de Inflação tende, portanto, a prosseguir.

O cenário principal analisado pelo Copom reconhece a melhoria verificada no risco Brasil (risco soberano) e supõe que este nível de risco permaneça inalterado doravante. Não foram identificados choques capazes de interferir na dinâmica da inflação doméstica. A conjuntura externa, em grande parte desfavorável ao desempenho do balanço comercial neste ano, deve melhorar substancialmente a partir de 2000, principalmente devido ao maior crescimento mundial previsto. Há, no entanto, preocupações quanto à evolução dos preços internacionais do petróleo e, em menor grau, quanto aos potenciais problemas associados à virada do ano. Esses fatores de

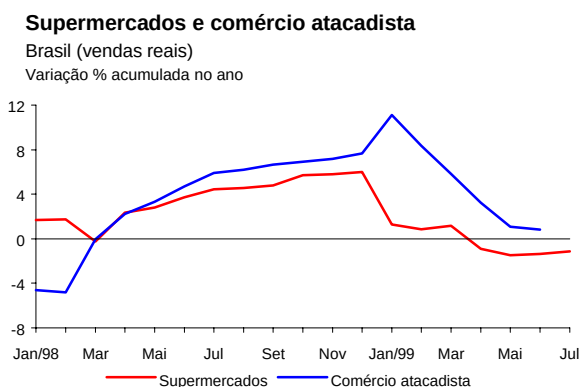
risco são considerados temporários, e seu principal efeito deve ser a introdução de ligeira assimetria para cima nas previsões de inflação para 2000 e 2001.

Após avaliação criteriosa dos fundamentos e riscos associados ao cenário principal, o Copom concluiu que na ausência de choques não antecipados e à taxa básica de juros de 19% a.a., a trajetória esperada da inflação, medida pelo IPCA, permite o cumprimento das metas de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001.

1 - Demanda interna

1.1 - Consumo

Comércio atacadista e supermercados



O faturamento real do setor atacadista no primeiro semestre registrou crescimento de 0,8%, apresentando, no entanto, tendência de queda desde fevereiro de 1999. No segundo trimestre deste ano, o desempenho situou-se em patamar 4% inferior ao de igual período de 1998, com quedas mensais de 4,3%, 6,9% e 0,6% em abril, maio e junho, respectivamente.

No segundo trimestre de 1999, as vendas reais do setor supermercadista apresentaram queda de 3,7%, enquanto no primeiro trimestre registraram elevação de 1,2%, comparativamente a iguais períodos do ano anterior (dados deflacionados pelo IGP-DI), de acordo com a Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Considerando-se o resultado de julho, o desempenho acumulado no ano passou de -1,4% para -1,1%. Na série dessazonalizada pelo Depec, observa-se que, após os desempenhos positivos de 2,7% em maio e de 1,5% em junho, únicos no ano, a queda de 1,5% verificada em julho sugere a possibilidade de reversão da tendência de recuperação. Essa desaceleração pode ser atribuída aos mesmos fatores que têm afetado o comércio varejista: queda da renda e do emprego.

Comércio varejista

O faturamento real do comércio varejista nas principais regiões metropolitanas (São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte) tem acumulado quedas, em comparação ao ocorrido em 1998. O setor tem sido negativamente influenciado pelas altas taxas de desemprego e pela ainda elevada taxa de juros ao consumidor, que afeta principalmente o comércio de bens duráveis e de autoveículos.

Na Região Metropolitana de São Paulo, até abril, predominaram resultados positivos e, a partir de então, a queda tem-se acentuado a cada mês, atingindo 2,3% até julho. Esse resultado pode ser atribuído à queda nas vendas das concessionárias, que, excluídas, tornam o resultado positivo (5,3%), principalmente pelo crescimento de 16,7% observado nas vendas de bens não-duráveis de consumo. Em julho, as vendas elevaram-se 1,1%, aumento explicado pelo desempenho de bens de consumo duráveis (3,6%), único segmento a apresentar expansão no mês, enquanto os setores de semi-duráveis e não-duráveis registraram quedas respectivas de 0,9% e de 0,6%. No comércio automotivo, o faturamento reduziu-se 4,7%, enquanto as vendas de materiais de construção mantiveram-se estáveis. O faturamento das concessionárias de veículos apresentou queda de 3,5% em julho (dados com ajuste sazonal), acumulando redução de 40,3% no ano. O resultado positivo de julho, entretanto, não foi suficiente para reverter a tendência de queda indicada nos dois meses anteriores, de modo que o faturamento real médio, no trimestre maio-julho, registrou retração de 0,5% (dados dessazonalizados pelo Depec) em relação ao trimestre anterior.

Faturamento real do comércio varejista

Discriminação	Variação % no ano						
	1999						
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
São Paulo							
Geral	2,92	0,67	1,47	0,22	-0,92	-1,71	-2,26
Sem concessionárias	7,67	7,81	9,03	7,76	6,41	5,51	5,29
Belo Horizonte	-1,23	-6,44	-5,52	-6,27	-6,04	-6,57	-12,60
Rio de Janeiro	-2,92	-3,94	-3,54	-4,60	-4,88	-4,62	-4,45
Recife	-11,81	-15,36	-12,99	-14,06	-13,52	-13,18	-12,80
Salvador	-2,97	-0,50	0,67	0,28	-1,28	-1,65	-1,90

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

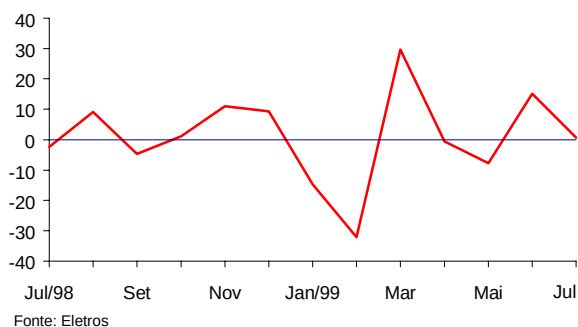
Na Região Metropolitana de Belo Horizonte, o faturamento do segmento de varejo seguiu tendência semelhante, tendo registrado queda de 12,6%, até julho, e de 8,8%, se excluídas as concessionárias de veículos.

Na Região Metropolitana do Rio de Janeiro, o faturamento acumulado entre janeiro e julho reduziu-se 4,4%, tomando como referência igual período do ano anterior.

Eletroeletrônicos

Vendas industriais de eletroeletrônicos

dados dessazonalizados
Variação % mensal



As vendas industriais de eletroeletrônicos, considerando-se estatísticas dessazonalizadas, registraram crescimento de 2,1% no segundo trimestre, relativamente ao trimestre anterior. A maior expansão, de 27,5%, ocorreu no segmento “imagem e som”, enquanto os produtos das linhas “branca” e de “portáteis”, decresceram 0,28% e 0,37%, respectivamente (dados observados). Em julho, o crescimento de 0,7%, na série ajustada sazonalmente, também decorreu da evolução positiva das vendas de “imagem e som”. Apesar dos resultados positivos dos últimos meses, as vendas industriais declinaram 18% no acumulado do ano.

Cartões de crédito

As vendas mediante utilização de cartões de crédito cresceram 6,9% no segundo trimestre de 1999, relativamente a igual período do ano anterior. Em julho, manteve-se a tendência de elevação observada nos meses anteriores, com expansão de 1,1% no valor das vendas. Entretanto, em agosto, registrou-se queda de 5,3%.

Autoveículos

Vendas e importação de autoveículos

Discriminação	Variação % mensal							
	1999							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Vendas de autoveículos ^{1/}	13,2	-49,8	109,3	-6,4	-3,1	-5,6	14,4	2,3
Internas	9,4	-53,6	152,8	-13,2	-4,0	-7,7	9,2	7,4
Externas	29,1	-24,5	0,6	21,4	0,7	-1,8	0,5	8,2
Importação de autoveículos ^{1/}	-9,6	-55,7	53,2	-7,6	17,1	-24,2	-14,7	...
Estoques de veículos	-0,8	-16,4	29,7	-8,5	11,6	5,3	-2,6	0,2

Fonte: Anfavea, Ministério da Fazenda e Fenabrave

1/ Dados dessazonalizados.

As vendas industriais de autoveículos, até agosto, atingiram 886 mil unidades, situando-se 24% abaixo das verificadas em igual período de 1998, como reflexo da retração de 15,8% nas vendas internas e de 48,2% nas externas. A série dessazonalizada, entretanto, sinaliza o arrefecimento da crise do setor, com as vendas totais das montadoras nos últimos três meses terminados em agosto permanecendo no mesmo patamar do trimestre imediatamente anterior. Esse resultado decorreu do aumento das exportações, que compensou a queda nas vendas

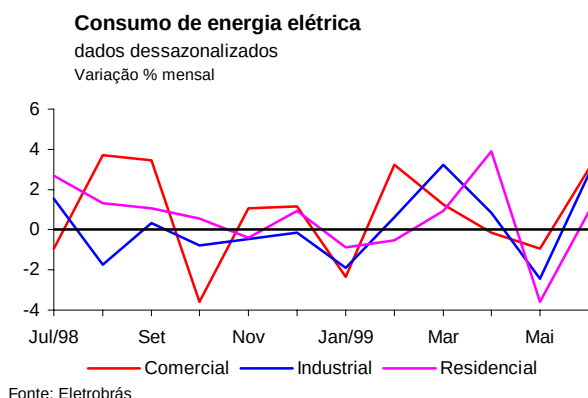
no mercado interno. Considerando-se apenas o desempenho em agosto, as vendas totais de autoveículos cresceram 2,3% acima do padrão sazonal.

Consórcios

No primeiro semestre de 1999, o total das operações de consórcios apresentou redução de 13,5%, relativamente a igual período de 1998. Comparando-se a quantidade de grupos do segundo trimestre de 1999 com a do primeiro, observa-se queda de 0,9%. No semestre, o reduzido patamar das transações decorreu principalmente do comportamento das operações com veículos (-16,6%), que representam cerca de 34% dos grupos de consórcios. Cabe observar, porém, que ao longo de 1999 têm predominado resultados mensais positivos, de modo que a média de consórcios de veículos no segundo trimestre superou em 2,5% a média do primeiro trimestre do ano.

No semestre, outras modalidades de consórcios, como tratores e “outros bens móveis” também apresentaram variações negativas em relação ao ano anterior (5,7% e 23,9%). No caso de tratores, a comparação entre o segundo e o primeiro trimestres de 1999 sinaliza recuperação (0,2%), contrariamente ao ocorrido com “outros bens móveis” (-7,7%). O grupo relativo aos consórcios de motocicletas e motonetas, que representa cerca de 33% do total do número de consórcios, apresentou desempenho positivo tanto no acumulado do semestre (20,8%), quanto na comparação entre os dois trimestres de 1999 (2,2%).

Consumo de energia elétrica e de combustíveis



O consumo total de energia elétrica cresceu 2,1% no primeiro semestre de 1999, comparativamente a igual período do ano anterior. O consumo comercial expandiu-se 6% e o residencial, 3,6%, sendo este explicado, basicamente, pela incorporação de 1,6 milhão de consumidores nos últimos 12 meses.

O consumo industrial de energia elétrica vem apresentando recuperação ao longo de 1999, registrando crescimento de 2,5% no segundo trimestre, na série com ajuste sazonal. Contudo, ainda acumula queda de 0,9% no primeiro semestre, comportamento que pode ser relacionado ao desempenho da produção industrial no período.

O consumo de álcool tem apresentado variações negativas ao longo de 1999, comparativamente ao ano anterior, com quedas de 13,8% no acumulado até julho e 18,7% nos últimos doze meses, enquanto o consumo de gasolina vem se mantendo relativamente estável. Especificamente em julho, o consumo de combustíveis para veículos apresentou redução, com a demanda de gasolina contraindo-se 3% e a de álcool, 17,2%, em relação ao mesmo mês de 1998.

Inadimplência

Os indicadores de inadimplência não têm apresentado comportamento homogêneo. O Serviço de Proteção ao Crédito da Cidade de São Paulo registrou queda da taxa líquida no primeiro trimestre, comparativamente a igual período de 1998, e deterioração do indicador nos quatro meses subsequentes. Em agosto, o resultado voltou a ser favorável, com a taxa líquida situando-se em patamar inferior ao de agosto de 1998 (7,8% e 11,9%, respectivamente).

Por outro lado, o indicador de inadimplência no comércio varejista da cidade do Rio de Janeiro, calculado pelo Teledata por meio da relação entre cheques devolvidos e recebidos, tem mostrado queda ao longo do ano.

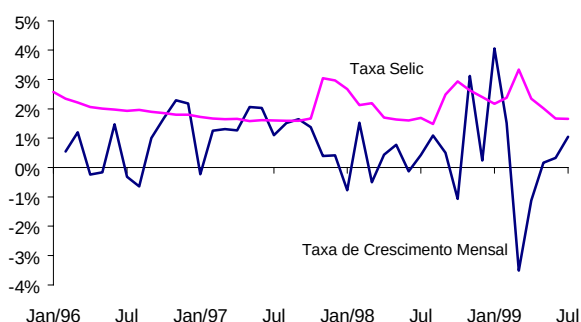
As estatísticas do Bacen referentes à compensação de cheques, com abrangência nacional, demonstram crescimento da razão entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e cheques compensados nos últimos três meses, não obstante a comparação da média destes meses com a de igual período de 1998 apresente queda de 0,12%.

1.2 - Crédito

No trimestre maio-julho a evolução das operações de crédito esteve condicionada à redução na demanda por recursos financeiros direcionados tanto ao consumo como a investimentos, refletindo cenário de elevado diferencial entre as taxas de juros ativas e passivas do sistema bancário (*spread*) e o arrefecimento da atividade econômica. Paralelamente, o sistema financeiro nacional manteve postura conservadora, caracterizada pela seletividade na concessão de empréstimos.

No mesmo sentido, evoluiu o volume de concessões de créditos vinculados a moedas estrangeiras, refletindo a incerteza gerada pela trajetória da taxa de câmbio, que aumentou o risco percebido tanto por ofertantes quanto por demandantes de recursos.

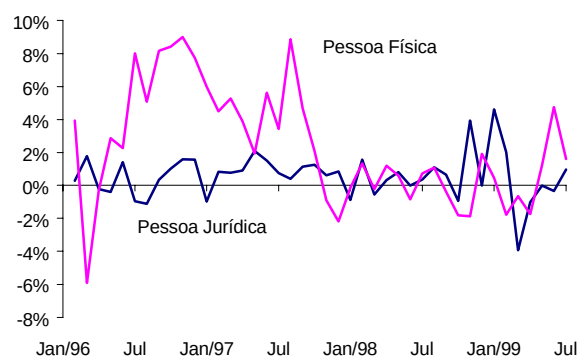
Empréstimos do Sistema Financeiro Total: ao Setor Privado



O volume total dos empréstimos normais alcançou R\$ 260,5 bilhões em julho, com crescimento nominal de 1,4% no trimestre e de 2,2% no ano.

Em termos setoriais, o crédito ao setor público manteve-se praticamente constante no trimestre, R\$ 33,6 bilhões, refletindo as restrições impostas ao financiamento às diversas esferas da administração pública. Os empréstimos ao setor privado elevaram-se 1,5% no período maio-julho e 2,3% no ano, alcançando R\$ 226,9 bilhões em julho.

Evolução dos Empréstimos do Sistema Financeiro Privado

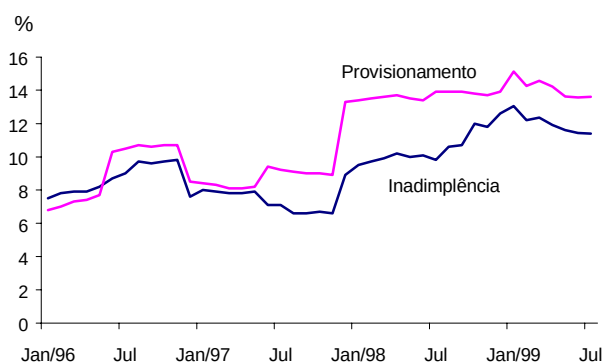


Destaque-se o aumento dos empréstimos a pessoas físicas entre maio-julho, 7,7%, revertendo a tendência contracionista dos quatro primeiros meses do ano. Além de fatores sazonais ligados ao mês de maio, contribuiu para esse crescimento a liberação de crédito, por parte das instituições financeiras, vinculada a recebimentos salariais futuros, tais como 13º salário, adicional de férias e devolução do imposto de renda.

Com relação aos créditos para pessoas jurídicas, registrou-se crescimento de 0,6% no período maio-julho, acumulando aumento de 2,1% no ano. O estoque de créditos direcionados à indústria apresentou expansão mais significativa, crescendo 3,4% no trimestre e 14,1% no ano, ressalvando-se que a desvalorização do câmbio impactou acentuadamente o estoque de empréstimos cedidos para esse segmento. Já o comércio apresentou expansão de 1% no trimestre considerado, e de 3,4% no ano.

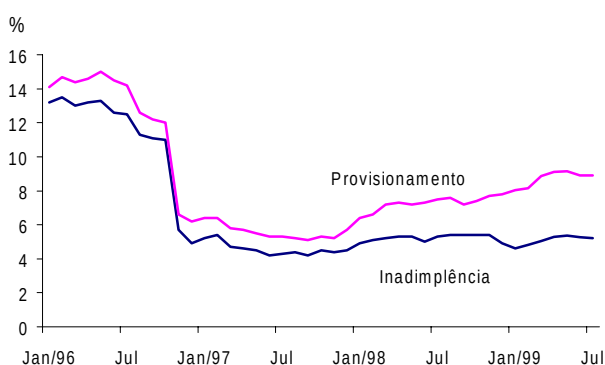
O crédito rural apresentou retração de 8,3% no período de maio a julho, repercutindo a liquidação de operações de empréstimos do Governo Federal (EGF) e o pagamento de linhas externas de financiamento sob o amparo da Resolução nº 2.148 (Res. 63 rural).

Inadimplência e Provisionamento do Sistema Financeiro Público



O financiamento habitacional, por ser vinculado à Taxa Referencial (TR), apresentou variações menos expressivas, com retração de 0,7% no trimestre maio-julho, refletindo a contração do mercado de crédito e da captação por meio de cadernetas de poupança. No ano, o crescimento acumulado atingiu 0,7%.

Inadimplência e Provisionamento do Sistema Financeiro Privado



As operações de arrendamento mercantil aumentaram 133,5% ao longo do trimestre, atingindo R\$ 1,1 bilhão, mesmo patamar de dezembro de 1998. A ampliação dessas operações vem sendo observada desde março, após a retração de 79,3% no primeiro bimestre do ano. Destaque-se que, como efeito da desvalorização cambial, verificou-se redução da participação das operações indexadas ao câmbio, de 20%, em junho do ano anterior, para 5% atualmente.

A taxa de inadimplência, medida pela relação entre créditos em atraso e em liquidação e créditos totais, manteve, no período maio-julho, a tendência de queda apresentada nos quatro primeiros meses do ano, passando de 9,1%, em abril, para 8,7%, em julho. Esse comportamento resulta dos efeitos financeiros do início da cobrança da Contribuição para

Financiamento da Seguridade Social (Cofins) em fevereiro de 1999 e da interrupção da tendência ascendente de inadimplência do sistema financeiro privado, relacionada ao desenvolvimento favorável da conjuntura econômica.

O efeito financeiro associado à Cofins explicita a contribuição de 3% incidente sobre as receitas brutas das instituições financeiras, em vigor desde fevereiro do corrente ano, determinada pela Lei nº 9.718/98. Como as rendas dos empréstimos vencidos, não honrados nem ajuizados, entram na base de cálculo da tributação, os bancos tornaram-se mais rigorosos no ajuizamento dos créditos inadimplentes, passando a classificar parte dos mesmos como prejuízo. No presente ano, tal procedimento foi observado, principalmente, nas instituições financeiras públicas, na medida em que no sistema financeiro privado, a redução da taxa de inadimplência ocorreu no mês de dezembro de 1998, após a aprovação da lei, sinalizando provável antecipação do ajuizamento e a reclassificação de créditos em atraso e em liquidação.

1.3 - Política monetária

A condução da política monetária no terceiro trimestre de 1999 pautou-se pela redução das taxas de juros, de forma consistente com as metas para a inflação. Assim, a meta para a taxa Selic foi reduzida de 22% a.a. para 21% a.a., na reunião do Copom de 23 de junho. Em 28 de julho, promoveu-se nova redução da meta da taxa Selic, que passou a situar-se em 19,5% a.a., nível mantido na reunião de primeiro de setembro.

A implantação de medidas que flexibilizam a regulamentação do sistema financeiro nacional, levando à redução de custos operacionais e ao aumento da sua eficiência alocativa deverá contribuir para a redução do diferencial entre as taxas de juros ativas e passivas do sistema bancário (*spread*), favorecendo a intermediação de recursos no sistema financeiro. Nesse sentido, destaca-se a recente desregulamentação dos fundos de renda fixa, com vigência a partir de 2 de agosto. De acordo com as novas regras, tais fundos adquiriram a faculdade de determinar o prazo de carência para

concessão de rendimento ao cotista, e os recolhimentos compulsórios sobre seus patrimônios foram extintos. Essa flexibilização tem estimulado a demanda por fundos de curto prazo, em função da elevação em sua rentabilidade esperada, uma vez que, com as regras anteriores, mantinham compulsoriamente metade de suas carteiras recolhidas ao Bacen, sem remuneração.

Títulos públicos federais

Emissão de títulos federais: pré-fixados

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado (R\$ milhões)	Volume aceito (R\$ milhões)	Taxa de colocação (% a.a.)
BBC	2-Jul-99	63	1 000	1 000	20,95
BBC	9-Jul-99	63	1 000	675	22,22
BBC	16-Jul-99	28	1 500	1 500	22,57
BBC	21-Jul-99	28	2 000	2 000	22,04
BBC	23-Jul-99	28	1 500	1 500	22,33
BBC	28-Jul-99	28	2 500	2 500	21,94
BBC	30-Jul-99	35	2 500	2 500	21,38
BBC	4-Ago-99	44	2 500	2 500	21,56
BBC	6-Ago-99	56	2 500	2 500	21,99
BBC	11-Ago-99	63	2 000	2 000	22,04
BBC	13-Ago-99	63	2 000	2 000	21,19

Emissão de títulos federais: pré-fixados

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado (R\$ milhões)	Volume aceito (R\$ milhões)	Taxa de colocação (% a.a.)
LTN	7-Jul-99	91	3 000	3 000	21,40
LTN	7-Jul-99	175	1 000	1 000	22,19
LTN	9-Jul-99	82	2 000	515	22,30
LTN	9-Jul-99	362	500	500	25,65
LTN	18-Ago-99	70	3 500	3 500	21,94
LTN	20-Ago-99	75	3 000	3 000	22,64
LTN	25-Ago-99	77	3 500	3 500	23,15
LTN	27-Ago-99	82	2 000	2 000	22,31
LTN	1-Set-99	84	2 500	2 500	21,95
LTN	3-Set-99	89	3 500	3 500	22,58

O desempenho do mercado futuro de taxas básicas de juros, refletindo o aumento das incertezas, no que se refere principalmente ao cenário internacional, constituiu-se fator determinante para a formação das taxas de juros no mercado de títulos federais pré-fixados no trimestre. Assim, as colocações de BBC com maturidade de um a dois meses, efetuadas até 13 de agosto, expressaram prêmios sobre as taxas do mercado DI futuro entre 0,3% a.a. e 0,8% a.a.

As LTN's, que vinham apresentando colocações líquidas e alongamento em seus prazos de vencimento, deixaram de ser ofertadas em 8 de julho, quando o ágio implícito na taxa média de colocação dos títulos com maturidade de um ano, em relação à taxa de juros de curtíssimo prazo, atingiu 4,7% a.a. Em 18 de agosto o Tesouro Nacional retomou a oferta de títulos pré-fixados, com maturidade inicial de 70 dias, que se vem alongando gradualmente.

Os títulos federais indexados à taxa Selic, considerando-se tanto os integralmente indexados quanto os híbridos, vêm apresentando resgates líquidos no trimestre. Nesse sentido, as operações

com títulos do Banco Central determinaram resgates líquidos da ordem de R\$ 11 bilhões, e as associadas aos títulos de emissão do

Emissão de títulos federais: pós-fixados

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado (R\$ milhões)	Volume aceito (R\$ milhões)	Taxa de colocação (Selic + % a.a.)
LFT	2-Jul-99	726	1 500	1 500	0,16
LFT	7-Jul-99	728	2 500	2 500	0,16
LFT	9-Jul-99	733	2 500	2 351	0,16
LFT	14-Jul-99	728	2 000	1 964	0,17
LFT	16-Jul-99	719	1 000	1 000	0,21
LFT	21-Jul-99	728	2 500	2 500	0,22
LFT	23-Jul-99	726	1 500	1 500	0,22
LFT	28-Jul-99	714	2 500	2 500	0,22
LFT	30-Jul-99	726	3 000	1 289	0,23
LFT	4-Ago-99	721	1 500	1 500	0,25
LFT	6-Ago-99	719	1 000	1 000	0,29
LFT	11-Ago-99	364	3 500	2 348	0,19
LFT	13-Ago-99	362	1 000	1 000	0,26
LFT	18-Ago-99	364	2 000	2 000	0,28
LFT	20-Ago-99	362	1 500	1 500	0,28
LFT	25-Ago-99	364	2 500	2 500	0,28
LFT	1-Set-99	364	1 500	1 500	0,27
LFT	3-Set-99	362	1 000	1 000	0,29

Emissão de títulos federais: cambiais

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado (R\$ milhões)	Volume aceito (R\$ milhões)	Taxa de colocação (correção cambial + % a.a.)
NBC-E ^{1/}	1-Jul-99	549	1 500	1 500	13,17
NBC-E ^{1/}	5-Jul-99	399	2 500	2 500	13,00
NBC-E ^{1/}	8-Jul-99	549	500	500	13,37
NBC-E ^{1/}	15-Jul-99	399	1 000	1 000	13,37
NBC-E ^{1/}	2-Ago-99	361	500	500	12,28
NBC-E ^{1/}	5-Ago-99	399	500	500	12,93
NBC-E	9-Ago-99	561	500	500	13,75
NBC-E	23-Ago-99	162	3 000	1 084	21,50
NBC-E	24-Ago-99	161	1 850	1 211	12,00
NBC-E	24-Ago-99	161	700	700	11,50
NBC-E	30-Ago-99	392	1 500	1 500	12,92
NBC-E	31-Ago-99	170	500	500	12,38
NBC-E	1-Set-99	169	500	500	11,16
NBC-E	6-Set-99	415	2 000	610	13,51
NBC-E	6-Set-99	415	2 000	610	13,51
NBC-E	10-Set-99	444	1 000	1 000	14,28
NBC-E	13-Set-99	500	1 000	1 000	14,70
NBC-E	17-Set-99	538	500	500	14,94

1/ Colocação no mercado secundário.

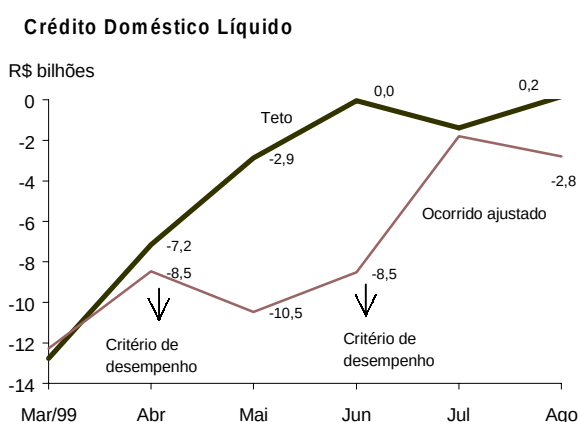
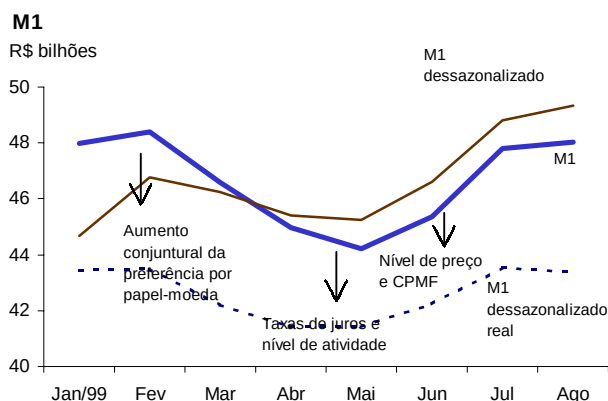
Tesouro Nacional, de R\$ 4 bilhões, até 10 de setembro.

As operações com títulos federais cambiais, explicitando o contexto de relativa instabilidade do mercado de divisas, no qual as instituições financeiras passaram a demandar posicionamento mais defensivo no que se refere a títulos que oferecessem proteção (*hedge*) cambial, passaram a representar colocações líquidas a partir de agosto. Dessa forma, no mês, foram colocados R\$ 6,1 bilhões e resgatados R\$ 3,6 bilhões em títulos cambiais, enquanto em setembro, até o dia 9, as colocações atingiram R\$ 6,6 bilhões e os resgates, até a liquidação dos títulos já leiloados, R\$ 4,4 bilhões.

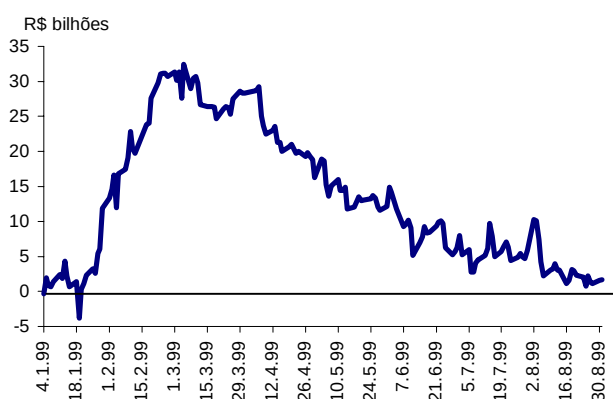
A sensibilidade do valor de mercado da dívida mobiliária federal, emitida por oferta pública, a variações nas taxas de juros, conforme mensurada em unidades de tempo por sua duração, não vem apresentando alterações significativas no trimestre. O indicador, que em 30 de junho correspondia a 3,3 meses, em 31 de agosto situou-se em 3,4 meses. Com relação ao prazo médio para resgate da referida dívida, a ampliação foi mais significativa: de 7,1 meses para 9,1 meses, no mesmo período.

Agregados monetários

A expansão dos agregados monetários restritos, em julho, pode ser atribuída à reintrodução da CPMF, que, ao incidir sobre débitos nas contas correntes para aplicações e saques, desestimulou as aplicações financeiras; e à recomposição do estoque real de moeda, caracterizando resposta defasada ao crescimento do nível de preços ocorrido no primeiro



Disponibilidades livres do sistema bancário^{1/}



1/ Indica a posição de liquidez diária do mercado. Inclui operações de financiamento do Demab, assistência financeira concedida com garantia em títulos federais e excesso/deficiência sobre a média de recolhimento compulsório.

semestre do ano. A média dos saldos diários da base monetária e do M1 registraram crescimento de 6,9% e 5,4% no mês, respectivamente. Em agosto não se registrou crescimento do saldo médio da base monetária, enquanto o saldo médio do M1 apresentou expansão de 0,5%.

As metas monetárias negociadas com o FMI, em termos de tetos para o Crédito Doméstico Líquido (CDL) – diferença entre a base monetária e as reservas internacionais líquidas de haveres externos – vêm sendo cumpridas pelo Banco Central no terceiro trimestre de 1999, da mesma forma que no trimestre anterior. O CDL ocorrido, com os ajustes previstos no acordo, situou-se abaixo do teto em R\$ 1,3 bilhão em abril, R\$ 7,6 bilhões em maio, R\$ 8,5 bilhões em junho, R\$ 0,4 bilhão em julho e R\$ 2,9 bilhões em agosto. Em abril e junho, os tetos de CDL foram critérios de desempenho para o acordo com o FMI, enquanto nos demais meses citados foram metas indicativas.

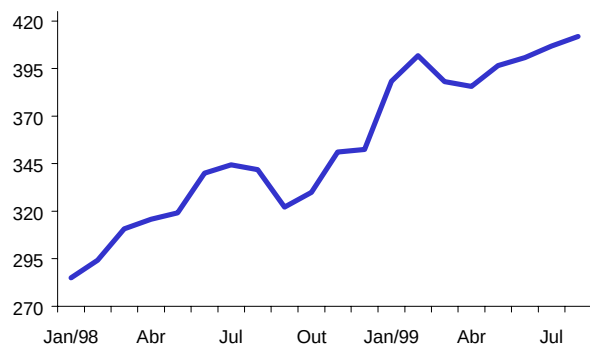
As disponibilidades livres do sistema bancário, conforme mensuradas pela posição de financiamento líquido de títulos federais realizada pela autoridade monetária, vêm-se reduzindo ao longo do ano a partir da média diária de R\$ 28,8 bilhões alcançada em março. A média mensal em setembro, até o dia 9, das referidas operações de financiamento, estava praticamente nula. No trimestre, até aquela data, os principais fatores que impactaram as disponibilidades livres do sistema bancário foram os recolhimentos líquidos à conta única, decorrentes de resultados primários do Tesouro Nacional e de pagamentos de privatizações, respondendo por R\$ 7,9 bilhões; o crescimento das exigibilidades sobre recursos à vista, da ordem de R\$ 2,7 bilhões;

as colocações líquidas de títulos federais em operações definitivas, equivalentes a R\$ 1,1 bilhão; e a liberação dos encaixes compulsórios

sobre os fundos de investimentos, que correspondeu a R\$ 3,8 bilhões, sendo este o único fator a expandir a liquidez do sistema de modo significativo no período.

Base Ampliada - saldo em final de período

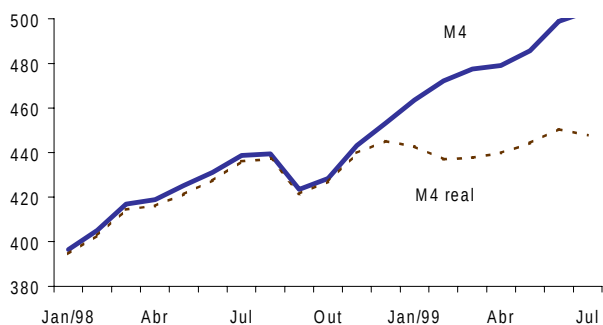
R\$ bilhões



Dentre os agregados monetários amplos, observa-se expansão de 2,5% do saldo da base ampliada no trimestre, até 10 de setembro, determinada pelo crescimento vegetativo correspondente à atualização do valor da dívida mobiliária federal em poder do mercado.

M4 - saldos em final de período

R\$ bilhões



Os meios de pagamento amplos, no conceito M4, que nos últimos meses vinham registrando modesto crescimento, sem alterações significativas em sua composição, em agosto apresentaram crescimento, em 12 meses, de 16,9%, quando de março a julho o crescimento médio em 12 meses atingira 14,7%. A redução de 6% nos títulos privados em poder do público não financeiro, bem como a elevação de 5,7% no M2 – que corresponde à dívida monetária e mobiliária pública em poder do setor não financeiro – decorrem basicamente da desregulamentação dos fundos de investimento e da abolição de restrições à realização de operações compromissadas.

1.4 - Investimento

Os indicadores de investimento têm apresentado, de maneira geral, queda ao longo do ano. A produção de bens de capital, cuja participação no total dos investimentos é de cerca de 15%, declinou 13,6% até julho, enquanto a importação de máquinas e equipamentos reduziu-se 8,9%, no mesmo período.

Construção civil, que responde por cerca de 70% do investimento, declinou 5% nos primeiros seis meses do ano. No entanto, segundo o IBGE, o nível de atividade do setor no segundo trimestre foi 5,2%

superior ao do primeiro, na série ajustada sazonalmente. Dados referentes à produção de insumos da construção civil relativos a julho apresentam redução de 0,64% na comparação com o mês anterior (dados dessazonalizados).

Considerando-se as principais fontes de recursos para a realização de investimentos, o total dos desembolsos do Sistema BNDES (BNDES, Finame e BNDESPAR), contraiu-se 23% nos primeiros oito meses do ano. Setorialmente, os recursos direcionados para comércio e serviços apresentaram queda (49%) e os demais, elevação, esta mais intensa na indústria extrativa (317%), seguindo-se a agropecuária (15%) e a indústria de transformação (9%).

Indicadores do nível de estoques nos diversos setores da economia não têm evidenciado pressões sobre preços. À exceção de alguns produtos da lavoura, dos quais a safra de 1999 tem permitido apenas o atendimento do consumo interno, nos demais setores tem-se observado estoques acima da média, com elevação nos da agropecuária e das indústrias de bens de capital, de bens intermediários e de bens de consumo duráveis e não-duráveis. Mesmo em segmentos como comércio atacadista e varejista os estoques mantiveram-se acima do previsto, não obstante tenham apresentado redução no segundo trimestre, em relação ao período anterior.

Os resultados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, corroboram a tendência apresentada por esses indicadores, mostrando ausência de pressões de demanda, quando analisado o nível de estoque.

Quanto aos investimentos estrangeiros diretos, registrou-se crescimento de 48,5% nos ingressos acumulados até julho. Excluídos os influxos devidos a privatizações, o incremento nos primeiros sete meses do ano atingiu 34,3%. Considerando-se os valores contratados, as privatizações e concessões foram responsáveis por 63,2% do aporte de recursos externos, que se concentraram em telecomunicações (49,5%) e energia elétrica (13,6%). Nas demais operações, a participação da indústria atingiu 10,2%, com destaque para material elétrico (6,6%) e serviços, 18,4%.

Indicadores de investimento

Discriminação	Variação % acumulada no ano							
	1999							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Produção de bens de capital	-10,9	-10,6	-11,2	-12,4	-13,5	-12,7	-13,6	...
Insumos da construção civil	-6,3	-4,4	-4,6	-5,1	-5,0	-4,8	-5,0	...
Importação de bens de capital	-19,7	-11,8	-12,7	-14,5	-12,7	-8,9	-11,8	...
Investimentos diretos (exceto privatizações)	19,0	-2,7	18,1	23,7	18,9	20,6	34,3	...
BNDES	-27,5	-20,7	-45,5	-22,2	-20,0	-19,0	-21,7	-22,7

Fonte: IBGE, SRF, BCB e BNDES

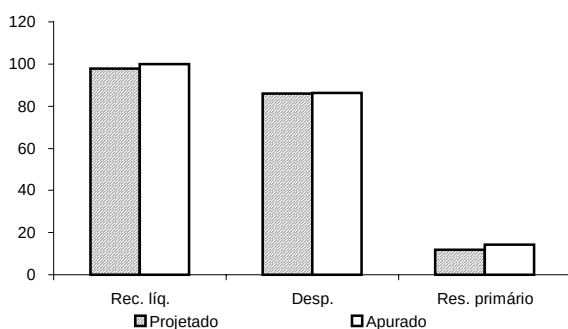
Apesar da relativa recuperação dos indicadores de investimentos ao final do primeiro semestre e início do segundo, no acumulado do ano persistem resultados negativos, comparativamente a iguais períodos do ano anterior. Segundo estimativa do Ipea, que considera a série trimestral encadeada, a preços de 1990, de acordo com os resultados do novo Sistema de Contas Nacionais do IBGE, a participação da formação bruta de capital no PIB atingiu 20%, tendo como referência os últimos quatro trimestres terminados em junho. Em igual período de 1998, atingira 21,5%.

1.5 - Resultado fiscal

Governo central - Janeiro-Julho de 1999

Resultado acima da linha

R\$ milhões



O governo central, que inclui o Tesouro Nacional, a Previdência Social e o Bacen, apresentou superávit primário de R\$ 14,2 bilhões nos primeiros sete meses do ano. As contas do Tesouro Nacional registraram superávit de R\$ 19 bilhões, enquanto as contas da Previdência Social e do Bacen apresentaram déficits de R\$ 4,4 bilhões e de R\$ 400 milhões, respectivamente. Como percentual do PIB, o superávit passou de 0,3%, entre janeiro e julho de 1998, para 2,5% em igual período do corrente exercício.

As receitas do governo central, excluído o Bacen, alcançaram R\$ 117,9 bilhões no período, apresentando crescimento nominal de 15,2%, enquanto as despesas, equivalentes a R\$ 103,3 bilhões, mostraram elevação de 3,2%.

A expansão das receitas de tributos administrados pela Secretaria da Receita Federal pode ser associada aos incrementos registrados nas arrecadações da Cofins, reflexo da elevação de alíquota e ampliação do seu campo de incidência; do Imposto de Renda (IR), devido à ampliação das operações financeiras sujeitas à cobrança; e do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Contribuiu também de forma expressiva

para a expansão das receitas o item “demais receitas”, que inclui antecipação de parcelas devidas à alienação do sistema Telebrás, da ordem de R\$ 2,1 bilhões, e o recebimento de dividendos do BNDES, em janeiro, no montante de R\$ 408 milhões.

Relativamente às despesas, as realizadas pela Previdência Social cresceram 10,2% e as efetivadas pelo Tesouro Nacional, apenas 0,5%. Estas últimas refletem a redução de 10,9% em outros custeios e capital, que alcançaram R\$ 24,6 bilhões, e as elevações de 17,8% e 1,5% em transferências a estados e municípios e pessoal e encargos, que atingiram R\$ 18,9 bilhões e R\$ 27,9 bilhões, respectivamente.

O resultado primário do governo central, calculado pela metodologia abaixo da linha, foi superavitário em R\$ 16,2 bilhões no acumulado do ano até julho. Os governos estaduais acumularam superávit de R\$ 1,2 bilhão, os governos municipais, de R\$ 852 milhões e as empresas estatais, de R\$ 2,1 bilhões. Assim, evidenciando o comprometimento do governo com o ajuste das contas públicas, o superávit consolidado do setor público não-financeiro atingiu R\$ 20,4 bilhões, superior em R\$ 4,8 bilhões ao valor estimado como trajetória no acordo com o FMI.

A despesa com juros reais totais, apropriadas pelo critério de competência, nos sete primeiros meses de 1999, alcançou R\$ 62,4 bilhões, dos quais R\$ 56,3 bilhões refletiram a apropriação de juros sobre a dívida interna. Desse total, R\$ 52,8 bilhões foram relativos aos juros sobre a dívida mobiliária fora do Bacen.

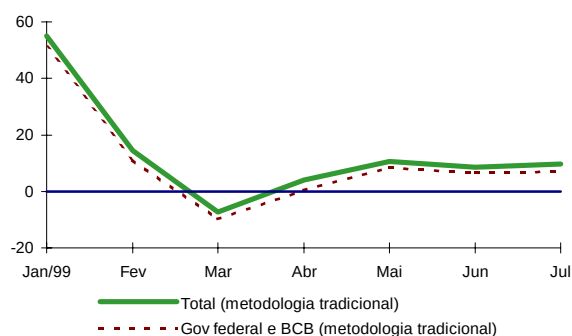
Os R\$ 42 bilhões necessários ao financiamento do déficit operacional resultaram da composição de R\$ 21,5 bilhões provenientes de fontes internas, R\$ 18,6 bilhões de fontes externas e R\$ 1,9 bilhão de expansão da base monetária. O volume de financiamento interno decorreu, principalmente, da desvalorização cambial ocorrida em janeiro, não provocando necessariamente ganho líquido ao setor privado, pois os títulos públicos eram utilizados como proteção de passivos privados externos. Assim, o impacto sobre a demanda agregada decorrente do aumento de renda deve ser relativizado.

Os efeitos do desempenho fiscal sobre a demanda agregada podem ser avaliados a partir de metodologia alternativa, em que os encargos da dívida mobiliária indexada à variação cambial são apropriados pelo critério de caixa. De acordo com esse critério, os juros reais atingiriam R\$ 31,2 bilhões entre janeiro e julho, com o déficit operacional alcançando R\$ 10,8 bilhões e o superávit primário, R\$ 20,4 bilhões. As fontes de financiamento ficariam, então, assim distribuídas: financiamento interno (-R\$ 9,7 bilhões), financiamento externo (R\$ 18,6 bilhões) e base monetária (R\$ 1,9 bilhão). O exercício demonstra a importância do resultado primário obtido pelo setor público, que conforme ilustra a metodologia, não necessitou de financiamento interno.

Juros nominais e atualização monetária

Juros Nominais

R\$ bilhões



A atualização monetária relativa ao período janeiro-julho de 1999 somou R\$ 32,7 bilhões. Ressalte-se ainda que somente a atualização da dívida mobiliária fora do Bacen somou R\$ 35,6 bilhões.

Os juros nominais totais relativos ao período, apropriados pelo critério de competência, atingiram R\$ 95,1 bilhões, dos quais, R\$ 74,7 bilhões (79%) de responsabilidade do Governo Federal e do Bacen.

Esse resultado refletiu, principalmente, o dispêndio com juros sobre a dívida mobiliária federal fora do Bacen, que alcançou R\$ 80,3 bilhões. As receitas com as demais modalidades de juros do Governo Federal e do Bacen superaram as despesas em R\$ 13,7 bilhões. É importante ressaltar que o resultado foi significativamente influenciado pela desvalorização cambial ocorrida no início do ano, a qual gerou, somente em janeiro, despesas líquidas totais com juros de R\$ 55 bilhões.

Resultado nominal

No conceito nominal, o déficit acumulado no ano, até julho de 1999, situou-se em 13,8% do PIB. O Governo Federal e o Bacen foram deficitários em 10,9% do PIB, os governos estaduais e municipais, em 2,6% e as empresas estatais, em 0,3%. O resultado reflete, essencialmente, o déficit ocorrido em janeiro, quando da mudança da política cambial.

Na metodologia alternativa o déficit nominal situou-se em 6,1% do PIB, inferior aos 6,7% do PIB observados no mesmo período do ano anterior. O Governo Federal e o Bacen foram deficitários em 3,2% do PIB, com os resultados das demais esferas não sofrendo alteração.

1.6 - Saldo de bens e serviços não-fatores

Bens e serviços não relativos a fatores

	US\$ bilhões									
Discriminação	1999									
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Jan-Ago	
Bens e serviços	-1,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	-0,7	-0,3	-0,6	-3,8	
Balanço comercial	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,2	-0,7	
Serviços não fatores	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-3,0	

A demanda por bens e serviços não relativos a fatores de produção, intensamente afetada pelo efeito preço provocado pela desvalorização cambial, manteve-se em patamar reduzido no primeiro semestre deste ano. Os dados apurados para julho e agosto confirmam a retração para o terceiro trimestre.

Balanço comercial

Balanço comercial - FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de Comércio
Ago	1999	4 277	4 458	- 181	8 735
	1998	3 985	4 153	- 168	8 138
	Var. %	7,3	7,3		7,3
Jan-Ago	1999	30 840	31 546	- 706	62 386
	1998	34 923	37 369	-2 446	72 292
	Var. %	-11,7	-15,6		-13,7

Fonte: MDIC/Secex

O resultado do balanço comercial em agosto, ao registrar déficit de US\$ 181 milhões, revela a dificuldade de obtenção, dado o atual cenário internacional, de superávit comercial continuado. As exportações apresentaram ligeira elevação em relação a julho, registrando US\$ 4,3 bilhões. O crescimento observado em relação a agosto de 1998 (7,3%) pode ser parcialmente explicado pelo menor número de dias úteis e pela paralisação dos fiscais da Receita Federal naquele mês do ano anterior. As importações registraram US\$ 4,5 bilhões,

confirmando os sinais de reversão da tendência declinante, iniciada com a crise da moratória russa e intensificada com a desvalorização da taxa de câmbio no início do ano.

O déficit acumulado até agosto de 1999 atingiu US\$ 706 milhões, registrando-se redução de 13,7% na corrente de comércio, em comparação com 1998. As estatísticas dos sete primeiros meses do ano revelam que o volume médio de comércio decresceu 16%, verificando-se contração de 32% no comércio com os países da Aladi, de 16% com os países da Ásia e de 9% com os EUA e com a União Européia.

Exportações por fator agregado - FOB

Discriminação	US\$ milhões					
	Julho			Janeiro-Julho		
	1998	1999	Var. %	1998	1999	Var. %
Básico	1 366	1 137	-16,8	8 063	6 839	-15,2
Industrializados	3 553	2 893	-18,6	22 454	19 226	-14,4
Semimanufaturados	802	645	-19,6	4 921	4 370	-11,2
Manufaturados	2 751	2 248	-18,3	17 533	14 856	-15,3
Operações especiais	51	87	70,6	421	498	18,3
Total	4 970	4 117	-17,2	30 938	26 563	-14,1

Fonte: MDIC/Secex

O Brasil tem enfrentado perda nos termos de troca desde 1996, tendência que se acentuou durante 1999 em função de queda nos preços dos produtos básicos e elevação dos preços das importações. O ganho de competitividade das exportações, após a desvalorização do real em janeiro, tanto em termos de taxas reais de câmbio quanto do custo unitário do trabalho relativo, teve reflexo na rentabilidade das exportações, mas não na sua receita. É de se esperar que a elevação da rentabilidade amplie investimentos no setor exportador, aumentando suas receitas a médio e longo prazos. Na avaliação por fator agregado, de janeiro a julho, os produtos básicos, os semimanufaturados e os manufaturados apresentaram redução de exportações e importações, com a queda do superávit dos dois primeiros sendo compensada, em grande medida, pela redução do déficit dos produtos manufaturados.

As exportações de básicos e de semimanufaturados apresentaram, até julho, elevação significativa no volume em relação ao mesmo período de 1998. Contudo, a queda mais significativa nos preços em ambos segmentos levou à redução das receitas. Esse movimento de redução dos preços ainda não deu sinais consistentes de reversão, mas os produtos manufaturados, que não foram afetados com a mesma intensidade, já apresentaram alguma reação em julho, coincidindo com a recuperação econômica dos países asiáticos. O volume de exportações de manufaturados, que no segundo semestre de 1998 apresentava tendência de queda, registrou elevação nos primeiros meses de 1999, embora a situação econômica dos parceiros comerciais latino-americanos possa prejudicar a recuperação sustentada dessas exportações.

Importações por categoria de produtos - FOB

Discriminação	US\$ milhões					
	Julho			Janeiro-Julho		
	1998	1999	Var. %	1998	1999	Var. %
Bens de consumo	975	580	-40,5	6 039	4 172	-30,9
Duráveis	448	239	-46,7	2 894	1 823	-37,0
Não Duráveis	527	341	-35,3	3 145	2 349	-25,3
Matérias-primas	2 596	2 059	-20,7	15 645	12 944	-17,3
Combustíveis	346	294	-15,0	2 658	2 146	-19,3
Bens de capital	1 477	1 090	-26,2	8 874	7 826	-11,8
Total	5 394	4 023	-25,4	33 216	27 088	-18,4

Fonte: MDIC/Secex

As importações por fator agregado mantiveram, nos primeiros meses do ano, a tendência de queda em volume iniciada após a crise asiática, enquanto os preços apresentaram tendência à elevação. A desvalorização cambial de janeiro favoreceu a substituição de importações, comportamento que é mais significativo para produtos de menor valor agregado e sofisticação tecnológica, o que conduz à elevação dos preços médios dos produtos efetivamente importados. De fato, a elevação nos preços tem sido mais significativa para os bens de capital em 1999. Cabe destacar a reversão da queda nos preços dos combustíveis que, associada à retomada do crescimento econômico prevista para os próximos meses, pode ser fator adicional de pressão sobre o déficit comercial.

**Exportações e importações por blocos econômicos - FOB
Janeiro-Julho**

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportações			Importações			Saldo	
	1998	1999	Var. %	1998	1999	Var. %	1998	1999
Total	30 938	26 563	-14,1	33 216	27 088	-18,4	-2 278	- 525
Aladi	8 140	5 555	-31,8	7 376	5 065	-31,3	764	490
Mercosul	5 320	3 702	-30,4	5 530	3 787	-31,5	- 210	- 85
Argentina	4 083	2 906	-28,8	4 696	3 267	-30,4	- 613	- 361
Demais	1 237	796	-35,6	834	520	-37,6	404	276
Demais	2 820	1 852	-34,3	1 846	1 277	-30,8	974	575
EUA ^{1/}	5 826	5 931	1,8	7 981	6 676	-16,4	-2 155	- 745
União Européia	8 957	7 936	-11,4	9 220	8 575	-7,0	- 263	- 639
Europa Oriental ^{2/}	856	627	-26,8	418	341	-18,5	438	287
Ásia	3 464	3 279	-5,3	4 497	3 412	-24,1	-1 033	- 133
Japão	1 378	1 228	-10,9	1 884	1 397	-25,9	- 506	- 169
Coréia, Rep.	280	358	28,0	567	550	-3,0	- 287	- 192
China	620	376	-39,4	543	455	-16,1	77	- 80
Outros	1 186	1 317	11,1	1 503	1 009	-32,9	- 317	308
Demais	3 694	3 236	-12,4	3 724	3 021	-18,9	- 30	216

Fonte: MDIC/Secex.

^{1/} Inclui Porto Rico.^{2/} Albânia, Bulgária, Hungria, Polônia, República Eslovaca, República Tcheca, Romênia e países da ex-União Soviética.

No acumulado de janeiro a julho, houve forte redução do déficit comercial com os EUA, em função de pequeno crescimento das exportações, 1,8%, e queda significativa nas importações, 16,4%. O déficit com os países asiáticos também apresentou redução, devido à queda de 24,1% nas importações, uma vez que as exportações também se reduziram, em 5,3%. A recuperação econômica, que já se nota na região, deverá normalizar as exportações para a Ásia nos próximos meses, sobretudo de produtos básicos. O comércio com a União Européia, que elevou sua participação na corrente de comércio com o Brasil em relação a 1998, teve agravamento do déficit em face das reduções de 11,4% nas exportações e de 7,1% nas importações. Em relação aos países da Aladi, além da significativa contração na corrente de comércio, tanto pela queda das exportações quanto das importações, cabe destacar a redução do superávit.

A desvalorização cambial de janeiro favoreceu a competitividade das exportações brasileiras, o que deverá se refletir em aumento da receita nos próximos meses. Dados de junho mostram que a variação do índice de taxa efetiva de câmbio real elevou-se 33,1% em relação a junho de

1998, enquanto o inverso do custo unitário do trabalho relativo, elevou-se em 53,4% no período comparativo. A rentabilidade dos diversos setores ligados à exportação também foi afetada positivamente, ainda que de forma diferenciada, sendo que para o setor exportador como um todo o índice de rentabilidade elevou-se 13% em maio, comparativamente ao mesmo mês de 1998.

Por outro lado, as exportações brasileiras ainda sofreram os efeitos da retração do comércio mundial, sobretudo a contração nos países latino-americanos, e da redução dos preços das principais mercadorias exportadas pelo país. As vendas para os países da Aladi, que atingiram 21% do total das exportações de janeiro a julho de 1999, registraram queda de 31,8% nesse período, comparativamente a igual período do ano anterior. Relativamente a preços, a magnitude da contração pode ser avaliada considerando que, se mantidos os preços médios de dezembro de 1998, a receita com exportações seria cerca de US\$ 1,3 bilhão superior e a despesa com importações, US\$ 1,6 bilhão menor, no período de janeiro a julho de 1999. A diferença nas exportações é mais significativa para as principais mercadorias agrícolas da pauta de exportação que, por essa análise, perderiam US\$ 2,1 bilhões em receitas até julho de 1999. Com a previsão de retomada do crescimento econômico nos países asiáticos e da economia mundial de forma geral, esse quadro tende a ser revertido.

Serviços

Os serviços que mais reagiram à desvalorização foram as viagens internacionais e os serviços diversos. No primeiro caso, a sensibilidade a variações de preços mostrou-se elevada, o que resultou em despesas 50% inferiores no período janeiro/agosto, relativamente às registradas em igual período de 1998. De modo análogo à substituição das aquisições externas, existe a possibilidade de substituição do turismo externo pelo interno, o que tende a ampliar a rentabilidade do setor e a atrair novos investimentos, com conseqüências positivas sobre o resultado de transações correntes.

A demanda por serviços diversos, especialmente os relacionados à transferência de tecnologia e à assistência técnica, apresentou queda no

Serviços

Discriminação	US\$ bilhões					
	1998	1999				
	Ano	I Tri	II Tri	I Sem	Jul	Ago
Total	-28,8	-5,0	-7,7	-12,7	-1,7	-1,9
Juros	-11,9	-2,9	-4,8	-7,7	-0,8	-0,8
Lucros e div.	-7,2	-1,2	-1,1	-2,3	-0,4	-0,6
Transportes	-3,3	-0,6	-0,7	-1,3	-0,2	-0,3
Viagens intern.	-4,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,2	-0,1
Serviços diversos	-1,8	-0,1	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1
Demais	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0

início do ano, reação esperada após a mudança do regime cambial. No entanto, a sensibilidade do item às variações de preço e renda ocorridas ao longo do ano foi menor que as observadas para as importações de bens e viagens. Esse comportamento é determinado pelo estoque de capital, especialmente pelo capital estrangeiro sob a forma de investimento direto, que se mantém em nível elevado, e assim deverá apresentar trajetória de crescimento. As despesas passaram a crescer a partir de abril e devem permanecer, até o final do ano, em patamar intermediário entre o observado em 1998 e o ocorrido no primeiro semestre de 1999.

O comércio de bens e serviços não relativos a fatores de produção tem proporcionado, de fato, resultados melhores em 1999 para as transações correntes. Permanece como fonte de pressão a renda enviada para o exterior sob a forma de lucros e dividendos e, principalmente, juros, cujas despesas estão efetivamente maiores este ano.

1.7 - Conclusão

A análise dos indicadores de demanda demonstra que o seu nível se apresenta mais elevado, ainda que em pequena proporção, quando comparados o segundo e o primeiro trimestres do ano. A relativa recuperação no segundo trimestre pode ser atribuída à melhoria das expectativas dos agentes econômicos, após o impacto inicial derivado da mudança do regime cambial e à contínua redução da taxa básica de juros. A perspectiva para o terceiro trimestre é de arrefecimento no ritmo da recuperação, como consequência, basicamente, da instabilidade na conjuntura externa e seus reflexos sobre o câmbio, evidenciando a inexistência de pressões de demanda que possam comprometer a evolução dos preços.

O fim da incidência de recolhimento compulsório sobre os fundos de investimento, bem como a redução das alíquotas existentes sobre depósitos a prazo e sobre depósitos à vista, representam movimentos no sentido de criar condições para a redução do diferencial entre as

taxas de juros ativas e passivas do sistema bancário (*spread*) e para o aumento do volume de crédito concedido, de modo que o crescimento econômico possa ser dinamizado pelo dispêndio privado, em cenário de confortável nível de utilização da capacidade instalada da indústria. Ainda que a redução da cunha fiscal seja condição para a diminuição das taxas ativas, a expansão da oferta de crédito de maneira consistente está associada também à redução da percepção de risco por parte dos agentes, ao aumento do nível de competitividade e, conseqüentemente, da eficiência bancária.

Tais medidas não devem, entretanto, determinar alavancagem significativa de crédito por parte do setor bancário, no curto prazo: a análise de indicadores associados ao crescimento de crédito sugere que os demandantes de crédito, considerados habilitados pelo sistema, vêm sendo atendidos. As restrições interpostas não residem em carência de fontes de recursos, cujo excedente em relação a transações de crédito tem se concentrado em operações de tesouraria com títulos federais.

O resultado fiscal dos primeiros sete meses de 1999 demonstra o compromisso do governo quanto à promoção do efetivo ajuste do setor público, tendo superado o valor estimado como trajetória no acordo com o FMI.

O orçamento para o ano 2000, apresentado ao Congresso Nacional em 31 de agosto, assegura a continuidade da obtenção de resultados fiscais favoráveis. Nesse sentido, a política fiscal continuará contracionista, não tendendo a exercer pressão sobre a demanda agregada.

A elevação das exportações brasileiras está vinculada à recuperação do crescimento da demanda mundial, em particular das economias dos países latino-americanos, principais demandantes de produtos manufaturados, e do preço internacional das mercadorias (*commodities*). A contração das importações, por sua vez, tende a refletir a evolução dos preços e da renda, devendo ser influenciada, a médio prazo, pelo reaquecimento da economia doméstica.

2 - Oferta agregada

2.1 - Agropecuária

Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE em julho, a produção total de cereais, leguminosas e oleaginosas em 1999 deverá alcançar 83,1 milhões de toneladas, superando em 10,5% a obtida em 1998 (75,2 milhões) e em 4,7% a safra recorde de 1995 (79,4 milhões). Os produtos que apresentaram elevações mais significativas foram arroz, feijão e milho.

Produção das lavouras

Discriminação	1998	1999 ^{1/}	1000 t Variação % 99/98
Produção de grãos	75 178	83 066	10,49
Algodão (caroço)	824	976	18,45
Arroz (em casca)	7 744	11 700	51,08
Feijão	2 200	2 981	35,50
Milho	29 494	32 721	10,94
Soja	31 374	30 822	-1,76
Trigo	2 232	2 473	10,80
Outros	1 310	1 393	6,34
Outras culturas			
Banana ^{2/}	532	542	1,88
Batata-inglesa	2 675	2 707	1,20
Cacau (amêndoas)	280	285	1,79
Café (em coco)	3 450	3 188	-7,59
Cana-de-açúcar	338 972	335 857	-0,92
Fumo (em folhas)	510	625	22,55
Laranja ^{3/}	103 659	96 985	-6,44
Mandioca	19 661	20 628	4,92
Tomate	2 755	3 143	14,08
Variação do produto real da lavoura	0,5	...	...

Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de julho.

2/ Milhões de cachos.

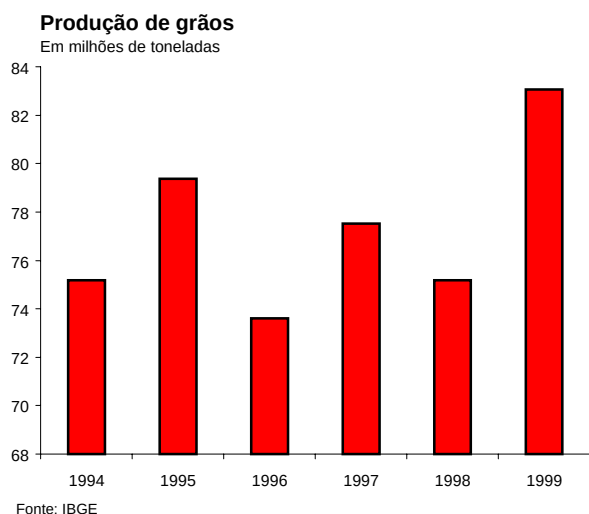
3/ Milhões de frutos.

As produções de arroz e de feijão deste ano superaram em 51% e 35,5 %, respectivamente, as registradas em 1998, o suficiente apenas para atender o consumo nacional. Dessa forma, a retomada da formação de estoques depende das importações.

O preço do arroz retornou em junho ao patamar praticado em abril, mantendo-se estável desde então, enquanto o preço do feijão, que declinava desde março, apresentou reversão em meados de agosto.

Com relação à cultura de milho, a produção de 1999 (32,7 milhões de toneladas) é 10,9% superior à de 1998. Considerando-se, entretanto, que o consumo estimado alcança 35 milhões de toneladas e que o nível de estoques apresenta-se em queda desde 1997, haverá necessidade de importação.

A produção de soja apresentou queda de 1,8% em relação a 1998, alcançando 30,8 milhões de



toneladas. O nível de consumo da oleaginosa é inferior à produção nacional, permitindo que cerca de 30% da produção seja exportada. O nível de preços determinado pelo mercado internacional tem apresentado redução desde agosto de 1998, acumulando queda de 25,8% no ano.

A produção de trigo, principal cultura de inverno, ainda não foi colhida. Pelas fortes variações climáticas (geadas e frio intenso) na região sul, a produção poderá ser inferior à estimativa inicial de 2,47 milhões de toneladas. Os preços, regidos pela conjuntura internacional, pois mais de 70% do consumo é abastecido por meio de importações, tem oscilado ao longo do ano, acumulando queda de 13% até agosto.

2.2 - Produção industrial

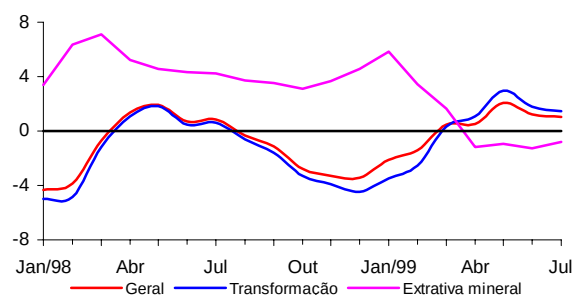
A evolução da produção industrial no primeiro e segundo trimestres de 1999 superou as expectativas delineadas ao início do ano, em seguida à desvalorização cambial e à propagação dos efeitos da crise da Rússia. Ainda assim, os níveis de produção não atingiram o patamar do primeiro semestre de 1998, reflexo das quedas registradas na produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, setores que têm elevado grau de encadeamento produtivo.

No primeiro semestre, a produção industrial registrou queda de 3,2%, verificando-se resultados negativos em doze dos vinte ramos industriais pesquisados. As maiores contrações ocorreram no complexo metal-mecânico, tendo atingido 16,4% em material elétrico e de comunicações; 14,3% em material de transporte; 11,5% em mecânica; e 6,4% em metalúrgica. Entre os ramos cuja produção aumentou nesse período, destacaram-se extrativa mineral (11,7%), papel e papelão (4,5%) e produtos alimentares (3%).

Na classificação por categorias de uso, o segmento de bens de consumo duráveis acumulou redução de 18,3% no semestre, resultado das quedas de 23,6% na produção de automóveis e de 22,6% na de eletrodomésticos.

O de bens de capital registrou retração de 12,7%, tendo a produção destinada à agricultura diminuído 18,6% e à indústria, 16%. Os segmentos de bens intermediários e de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis apresentaram contrações menos expressivas, 0,6% e 1,3%, respectivamente.

Produção industrial
(séries dessazonalizadas)
Variação % trimestral



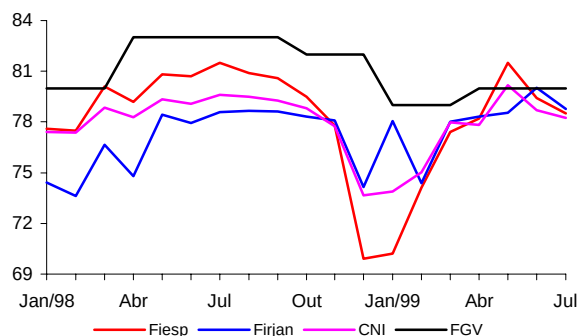
Fonte: IBGE

Em julho, a atividade industrial retraiu-se 5,3% comparativamente ao mesmo mês do ano anterior e 0,6% relativamente a junho de 1999, dados com ajuste sazonal. Na evolução mensal, registraram-se resultados negativos em treze dos vinte ramos industriais pesquisados. As quedas mais significativas foram observadas na produção da indústria química (2,8%), mecânica (3,8%) e de produtos alimentares (3,7%), enquanto a de material elétrico e de comunicação cresceu 5,3%.

Na classificação por categorias de uso, apenas a produção de bens de consumo duráveis apresentou crescimento no mês (5%). A produção nos segmentos de bens de capital, intermediários e de consumo semiduráveis e não-duráveis registrou quedas de 4%, 0,5% e 0,7%, respectivamente.

Utilização da capacidade instalada (UCI)

Utilização da capacidade instalada
Percentual médio



A utilização média da capacidade instalada na indústria de transformação, segundo pesquisa da FGV, manteve, em julho, o mesmo patamar registrado em abril, 80%, inferior, entretanto, ao de julho de 1998 (83%). Na comparação entre os dois primeiros trimestres de 1999, houve queda na utilização da capacidade nas indústrias de bens de consumo, e elevação nas demais.

O nível médio de ocupação na indústria de transformação de São Paulo apresentou, em julho, comportamento semelhante à média do país, situando-se em 78,5%, conforme pesquisa da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP).

Autoveículos

A produção de autoveículos no trimestre junho-agosto superou em 1,6% a alcançada no trimestre imediatamente anterior (na série dessazonalizada), refletindo a perspectiva de encerramento do acordo automotivo, posteriormente prorrogado situando-se, entretanto, em patamar inferior ao do ano passado. Entre janeiro e agosto foram produzidas 893 mil unidades, comparativamente a 1.178 mil em igual período de 1998.

As alíquotas do IPI incidentes sobre automóveis e comerciais leves foram mantidas pela prorrogação do Acordo Emergencial do Setor Automotivo, renovado em maio, para vigorar até 30 de setembro, de acordo com o Decreto nº 3.158/99.

2.3 - Mercado de trabalho

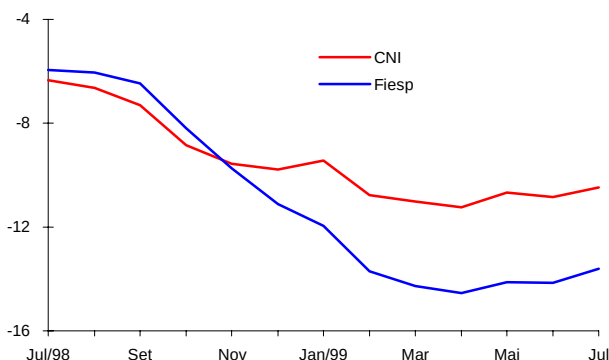
Emprego

Os indicadores do comportamento do mercado de trabalho têm mostrado relativa estabilidade. Assim, a média das taxas de desemprego de janeiro a julho deste ano situou-se em 7,79%, comparativamente a 7,84% em igual período de 1998. Destaque-se que houve geração de empregos no setor formal da economia, mas insuficiente para que na série com ajuste sazonal fosse observado crescimento. Especificamente na indústria, registrou-se continuidade da tendência de demissão, captada na série de estatísticas da Fiesp desde abril de 1995 e na da CNI, desde abril de 1996. O aumento de produtividade no ano (6,84% no primeiro semestre), sinalizado pela maior queda das horas trabalhadas em relação às vendas industriais, sugere a possibilidade da continuidade de redução do emprego no setor.

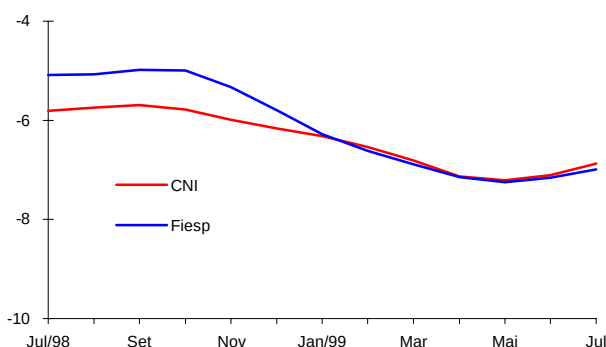
Conforme pesquisa mensal da Fiesp, o índice de emprego industrial em julho situou-se 3,65% abaixo do registrado em dezembro de 1998 (série dessazonalizada). Considerando-se a média dos sete primeiros meses de 1999, comparativamente a idêntico período em 1998, a queda atinge 6,98%. No mesmo período ocorreu diminuição do número de horas trabalhadas (14,1%) e das vendas industriais (3,58%).

Horas trabalhadas na produção

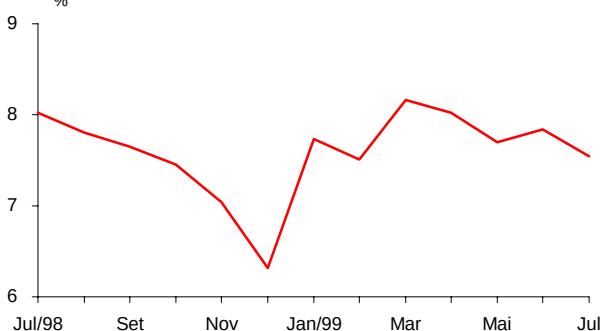
Variação % sobre igual trimestre do ano anterior

**Emprego industrial**

Variação % sobre igual trimestre do ano anterior

**Taxa de desemprego aberto**

%



Fonte: IBGE

A pesquisa da CNI, realizada em 12 estados, apresentou resultados semelhantes aos da Fiesp. Entre dezembro e julho, após ajuste sazonal, o emprego industrial decresceu 3,44%. Em 1999, a média do índice situou-se 6,59% abaixo da registrada no ano anterior. Quanto às horas trabalhadas e às vendas industriais, as quedas acumuladas foram de 10,6% e de 2,62%, respectivamente.

A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV em julho, indicou que o emprego industrial deve permanecer estável no terceiro trimestre do ano, uma vez que a proporção de empresas que pretende contratar mão-de-obra no período assemelha-se à que tem a intenção de promover demissões.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE para seis regiões metropolitanas, alcançou 7,54% em julho. A População Economicamente Ativa (PEA) reduziu-se 0,17% na comparação com julho de 1998, resultado que decorreu da queda de 6,4% no número de desocupados e aumento de 0,37% nos ocupados. Segundo o tipo de ocupação, o número de trabalhadores com carteira assinada contraiu-se 3,61%, enquanto o de trabalhadores por conta própria, o de empregados sem carteira assinada e o de empregadores elevou-se 2,56%, 4,41% e 9,55%, respectivamente, sinalizando a continuidade do processo de informalização do mercado de trabalho.

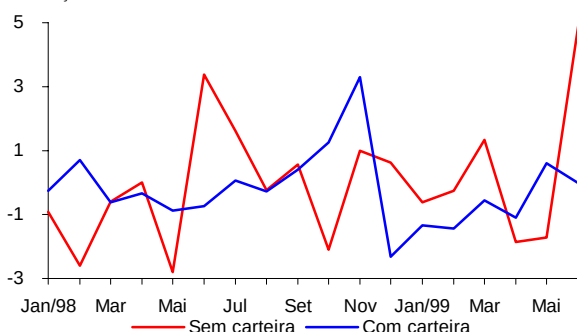
Considerando o desemprego aberto por setores produtivos, os resultados ratificam as pesquisas que apresentam manutenção da tendência de queda do emprego no setor industrial, enquanto nos serviços registram-se variações positivas. Do total de ocupados em julho, 54,76% trabalhavam nesse último setor, enquanto 16,24% estavam empregados na indústria e 14,88% no comércio.

De acordo com o Ministério do Trabalho, o emprego formal apresenta tendência de crescimento entre abril e julho, nas comparações mensais, apesar de nos últimos doze meses registrar queda de 2,71%. Após ajuste sazonal, a comparação de julho de 1999 e dezembro de 1998 apresenta diminuição de 1,13% no número de postos formais.

Salários e rendimentos

Rendimentos médios reais

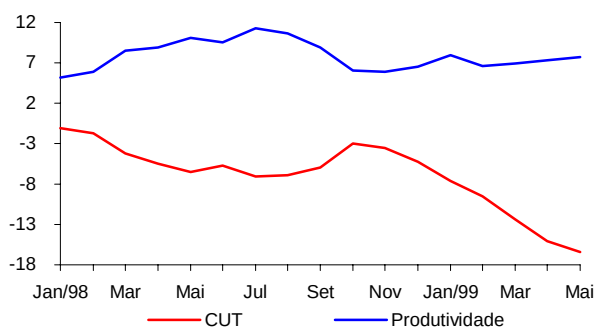
Variação % mensal



Fonte: IBGE

Custo unitário do trabalho

Var. % sobre mesmo trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE e Bacen

Os indicadores do segundo trimestre do ano não sinalizaram recomposição dos rendimentos dos trabalhadores. Nesse sentido, pesquisa domiciliar do IBGE, em seis regiões metropolitanas, indicou que o rendimento médio nominal decresceu 2,39% e o rendimento real, 4,03%, na comparação entre os primeiros semestres, de 1999 e do ano anterior. As categorias de trabalhadores que apresentaram perdas mais significativas foram as de empregadores, 10,09%, e de trabalhadores por conta própria, 7,24%, enquanto o rendimento dos assalariados com carteira diminuiu 2,54% e dos que não têm registro aumentou 0,94%. Em todos os setores de atividade foram verificadas variações negativas do rendimento superiores a 3%, sendo que na construção civil e no comércio foram registradas as maiores quedas, 7,44% e 6,43%, respectivamente. No setor industrial, a estabilização das taxas de desemprego, combinada com ganhos de produtividade, diminuem o espaço de negociação em busca de recuperação do poder aquisitivo.

Custo unitário do trabalho (CUT) e produtividade

O CUT, razão entre a folha de pagamentos da indústria, deflacionada pelo IPA-PI, e o índice da produção industrial, reduziu-se 14% na comparação dos cinco primeiros meses de 1999 e de 1998. Esse resultado é explicado

pelas contrações de 17% na folha de pagamentos real e de 3,3% no produto industrial, sugerindo, pela ótica dos custos de mão-de-obra, reduzida possibilidade de pressões sobre os preços no setor industrial.

Os ganhos da produtividade do trabalho no setor industrial, onde o aporte tecnológico tem sido mais intenso, têm-se situado em patamar superior, em geral, ao da média da economia. Estatísticas mensais do IBGE relativas à produção física da indústria e ao total de horas trabalhadas na produção demonstraram ganhos de produtividade de 7,13% até maio.

Indicadores selecionados de empresas não-financeiras

Indicadores da Economática, de uma amostra composta de 173 empresas não-financeiras de capital aberto, distribuídas por 26 setores, apontam aumento dos lucros e redução do endividamento no segundo trimestre de 1999 em relação ao primeiro.

A rentabilidade do Patrimônio Líquido (relação entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido) apresentou variação positiva, destacando-se os setores de telecomunicações, auto-peças e transporte aéreo. Mesmo assim, o indicador continua em níveis baixos comparativamente a junho e setembro de 1998. A margem bruta, definida como a relação entre o Lucro Bruto e a Receita Líquida Operacional, também mostrou elevação no período (10,3%).

Os indicadores de endividamento sinalizaram redução, tanto no endividamento de curto prazo como no endividamento total. A relação exigível total sobre patrimônio líquido, que demonstra o endividamento total, apresentou redução de 5,4%. Os setores com maior contribuição foram auto-peças, cimento e indústria mecânica. Quanto ao endividamento de curto prazo, mensurado pela relação entre os financiamentos de curto prazo e o patrimônio líquido, verificou-se, no mesmo período, redução de 1,3%, ressaltando-se o comportamento nos setores de telecomunicações, energia e auto-peças. Vale ressaltar a mudança no perfil de endividamento das empresas não-financeiras no período de dezembro de 1998 a junho de 1999. Relacionando as taxas de endividamento do segundo trimestre de 1999 com as de dezembro de 1998,

verifica-se crescimento de 1,9%. Já o endividamento de curto prazo, no mesmo período, apresentou redução de 10,9%. Assim, verifica-se tendência de alongamento nos prazos de endividamento.

2.4 - Produto interno bruto (PIB)

PIB - taxa acumulada ao longo do ano

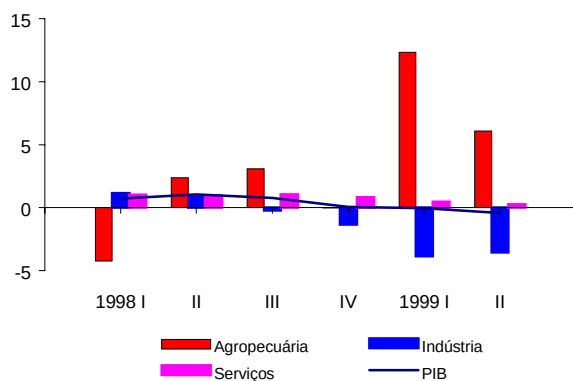
Discriminação	1998				1999	
	I	II	III	IV	I	II
PIB	0,71	1,04	0,78	0,05	-0,05	-0,42
Agropecuária	-4,24	2,36	3,07	-0,02	12,32	6,07
Indústria	1,15	0,87	-0,21	-1,34	-3,86	-3,54
Serviços	1,03	0,97	1,05	0,83	0,47	0,25

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 0,93% no segundo trimestre de 1999, comparativamente ao trimestre anterior, considerando-se a série ajustada sazonalmente. No primeiro trimestre, o crescimento atingira 0,78%. O resultado do segundo trimestre decorreu de contração da produção agropecuária (0,79%), expansão da indústria (2,04%) e estabilidade em serviços. No que se refere ao produto industrial, cabe destacar os aumentos na extrativa mineral (9,21%) e na construção civil (5,22%).

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

Na comparação entre o segundo trimestre de 1999 e igual período do ano anterior, o PIB declinou 0,76%. A produção da indústria decresceu 3,24%, comportamento que decorreu principalmente de quedas de 3,62% na indústria de transformação e de 5,11% na construção civil. O produto do setor agropecuário cresceu 1,57%, impulsionado pela elevação de 5,13% na produção animal, que compensou a queda de 1,56% nas lavouras. Nos serviços observou-se estabilidade.

No primeiro semestre, o PIB declinou 0,42%. O produto da indústria contraiu-se 3,54%, conseqüência de quedas de 4,02% na indústria de transformação e de 4,85% na construção civil. A indústria extrativa mineral e os serviços industriais de utilidade pública cresceram, respectivamente, 8,44% e 1,74%. A agropecuária apresentou expansão de 6,07%, determinada pelo crescimento de 5,93% nas lavouras e de 4,94% na produção animal. Quanto aos serviços, a elevação de 0,25% ocorreu, basicamente, devido aos crescimentos dos subgrupos aluguel e administração pública, 2,1% e 0,81%, respectivamente, que juntos representaram 28,2% do PIB em 1998. Os demais subsetores apresentaram quedas, que foram mais acentuadas em comércio, 1,83%, e transporte, 1,58%.

2.5 - Conclusão

A produção recorde de cereais, leguminosas e oleaginosas em 1999, não atenderá completamente à demanda interna, principalmente de milho e trigo, cujos preços internos tenderão, então, a ser afetados pelo custo das importações.

A produção industrial contraiu-se no primeiro semestre, comparativamente a igual período de 1998, apresentando, ainda, tendência declinante desde maio, na comparação mensal.

Nesse contexto, a relativa estabilidade da taxa de desemprego, implica movimentação da mão-de-obra entre setores, tendendo a não apresentar reflexos sobre custos.

3 - Economia internacional

As expectativas quanto à evolução da economia mundial têm apresentado melhora expressiva, refletindo o comportamento favorável dos principais países industrializados e a menor instabilidade nas economias emergentes.

Os Estados Unidos vem mantendo trajetória de crescimento vigoroso, sem pressões inflacionárias evidentes, favorecida pelos ganhos de produtividade advindos dos avanços na tecnologia de informação. A expansão de 3,9% do PIB, no segundo trimestre de 1999, na comparação com igual período de 1998, tende a ser superada pelo desempenho do terceiro trimestre, considerando-se a evolução recente dos indicadores de produção industrial e de despesas de consumo.

O processo de recuperação da economia japonesa torna-se progressivamente mais evidente, com a elevação dos dispêndios em consumo contribuindo para a expansão do PIB no segundo trimestre.

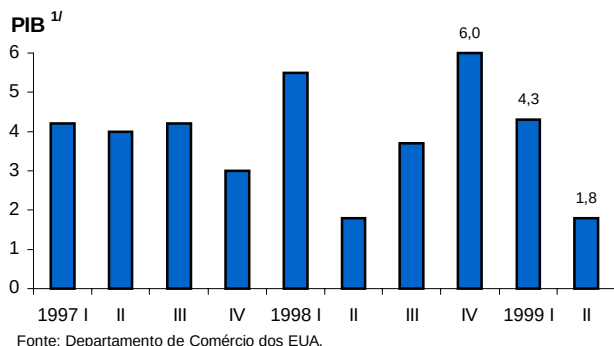
Concomitantemente, a elevação das encomendas industriais nos últimos meses na Alemanha, o crescimento de 2,1% do PIB francês no segundo trimestre e a expansão da produção industrial em junho e em julho na Itália, podem ser admitidos como indícios de retomada do crescimento europeu, em ambiente de relativa estabilidade de preços.

Em relação às economias emergentes, a China mantém desempenho econômico favorável e a maior parte dos países asiáticos apresenta evidências de recuperação consistente, com destaque para a Coreia do Sul e Tailândia.

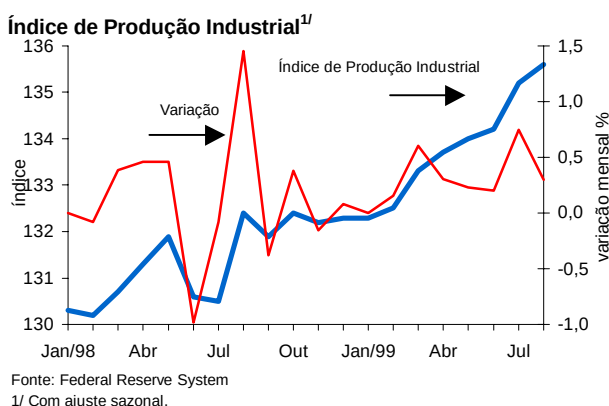
Na América Latina, a evolução das economias da Colômbia, Venezuela e Equador tem sido atribulada, enquanto a Argentina conserva sua trajetória recessiva, mas sem indicações de aprofundamento do quadro no curto prazo.

3.1 - Estados Unidos

O crescimento de 3,9% do PIB no segundo trimestre, em relação a igual período do ano anterior, quando no primeiro trimestre se elevava em 4%, indica a manutenção da trajetória de expansão, apesar da variação trimestral anualizada sugerir desaceleração no ritmo de crescimento.



^{1/} Variação percentual sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizado.



A perspectiva de evolução nesse sentido é sugerida pelo índice da Associação Nacional dos Gerentes de Compras (NAPM), indicador da atividade manufatureira, que se elevou de 53,4, em julho, para 54,2, em agosto, e pelo crescimento da produção industrial, que atingiu 0,7% em julho e 0,3% em agosto, na série dessazonalizada. Adicionalmente, as encomendas às fábricas aumentaram 2,1% em julho e a utilização da capacidade instalada elevou-se de 80,7% em julho para 80,8% em agosto. Também o incremento de 3,3% nas encomendas de bens duráveis, especialmente para atender às demandas de exportação, permite considerar que os efeitos da crise asiática sobre as vendas americanas estejam esgotados.

Indicadores da demanda agregada sinalizam sua sustentação em níveis elevados, destacando-se o aumento dos dispêndios com consumo, que equivalem a dois terços dessa variável e atingiram 4,6% no segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior, na série ajustada sazonalmente.

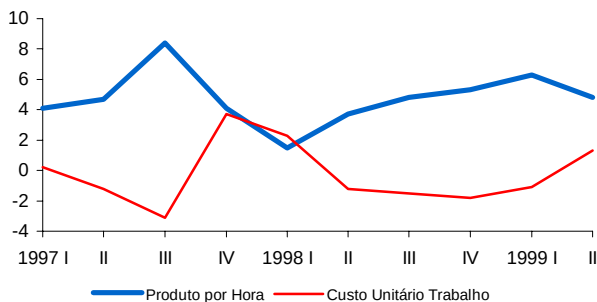
Apesar do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e do Índice de Preços ao Produtor norte-americano (IPP) registrados em julho e agosto apresentarem elevação, essas variações não se configuram evidências inequívocas de pressões inflacionárias. O IPC, após permanecer estável em maio e junho, elevou-se 0,3% em julho e em agosto, acumulando variação de 1,71% nos oito primeiros meses do ano e de 2,32% nos últimos 12 meses, até agosto. O núcleo do índice, que exclui alimentos e energia, registrou variação de 0,1% em agosto, comparativamente a 0,1% e 0,2% em maio e junho.

O IPP elevou-se 0,5% em agosto, ante 0,2% no mês anterior, influenciado pela elevação dos custos de energia (3,7%), especialmente petróleo. A variação no ano atinge 1,41%, em relação à contração de 0,9% em igual período de 1998. O núcleo do índice declinou 0,1% em agosto, acumulando deflação de 0,3% no ano.

Possíveis pressões inflacionárias relevantes nos últimos meses são identificadas a partir da desagregação do IPP: o índice relativo aos bens intermediários, que registrou elevação de 0,8% em agosto, mas acumula aumento de 2,7% no ano, e o relativo a matérias-primas, que variou 4,6%, em agosto e registra elevação acumulada de 12,2% em 1999, até agosto.

A evolução do mercado de trabalho tem apresentado sinais de possível trajetória desfavorável. A taxa de desemprego situou-se no patamar de 4,3% em julho e, em agosto, retraiu-se para 4,2%. Os rendimentos médios por hora mantiveram tendência de elevação gradual, atingindo US\$ 13,3/hora nos meses de julho e agosto, totalizando aumentos de 2,3% no ano e 3,1% nos últimos doze meses. Essas condições, no entanto, têm exercido limitada pressão sobre preços, o que tem sido atribuído, de forma corrente, aos ganhos de produtividade, que tendem a diminuir os custos unitários do trabalho.

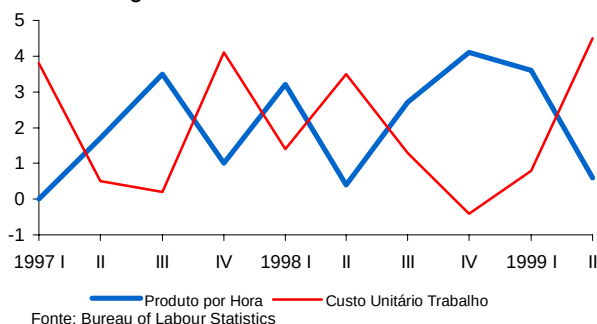
Setor Manufatureiro ^{1/}



Fonte: Bureau of Labour Statistics

1/ Variação percentual sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizada.

Setor Não-Agrícola ^{1/}



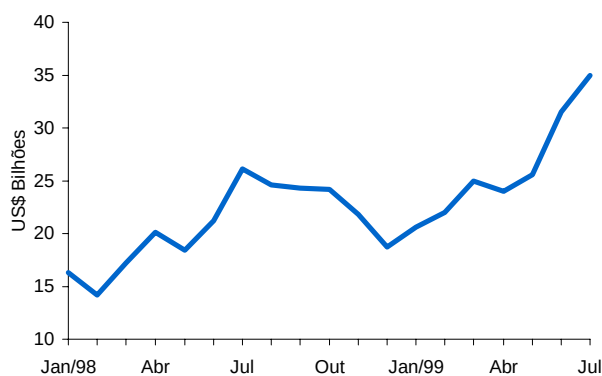
Fonte: Bureau of Labour Statistics

1/ Variação percentual sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizada.

Entretanto, a trajetória da produtividade tem apresentado crescimento a taxas declinantes nos dois últimos trimestres. Essa desaceleração pode ser observada no setor não-agrícola e no manufatureiro, a partir do segundo trimestre do ano. A produtividade do setor não-agrícola, de acordo com estatísticas dessazonalizadas e anualizadas, cresceu 4,1%, 3,6% e 0,6% no quarto trimestre de 1998 e nos dois primeiros de 1999, respectivamente, enquanto a elevação no setor manufatureiro registrou os níveis de 5,3%, 6,3% e 4,8% para os mesmos períodos.

Nesse quadro, os custos unitários do trabalho, tanto no setor não-agrícola quanto no manufatureiro apresentaram elevações. O segmento manufatureiro, após registrar quedas em quatro trimestres consecutivos, apresentou elevação de 1,3% no segundo trimestre. No setor não-agrícola,

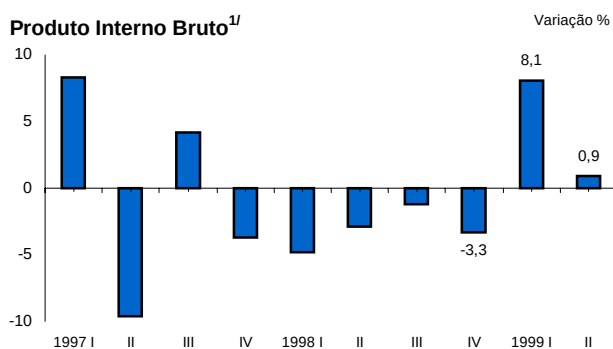
o aumento atingiu 4,5%, enquanto alcançara crescimento de 0,8% no primeiro trimestre do ano.

Déficit Comercial

Fonte: Departamento de Comércio dos EUA

A evolução do comércio internacional de bens tem sido desfavorável, no sentido de que apresenta tendência de resultados negativos crescentes. Em julho, registrou-se novo déficit mensal recorde, US\$ 35 bilhões, 12,2% superior ao do mês anterior e 34,1% maior que o de julho de 1998. Na comparação com os primeiros sete meses de 1998, o período de janeiro a julho deste ano apresentou elevação de 37,5% no déficit comercial, que alcançou US\$ 183,4 bilhões. O resultado decorre de aumento nas importações, uma vez que as exportações apresentaram redução de 1,3% na comparação entre o primeiro semestre deste ano e igual período de 1998.

Diante das evidências de manutenção do significativo nível de demanda agregada ao longo de 1999, comparativamente à trajetória da produção, o Comitê de Mercado Aberto do Sistema de Bancos Centrais norte-americano, na reunião de 24 de agosto, decidiu pela elevação da meta da taxa de juros dos *fed funds* em 25 pontos básicos, que passou a situar-se em 5,25%. Nessa data, a diretoria do Sistema definiu aumento de igual intensidade para a taxa de redesconto, que se mantinha estável desde fevereiro de 1995, elevando-a para 4,75%. A opção por comportamento preventivo, diante de desequilíbrios que se acentuavam, foi a justificativa para essas elevações. Assim, consoante a interpretação de que os desequilíbrios no crescimento da economia norte-americana permanecem, e tendem a acentuar-se, eleva-se a probabilidade de novo aumento nas taxas de juros básicas.

Produto Interno Bruto^{1/}

Fonte: Economic Planning Agency e Bloomberg.

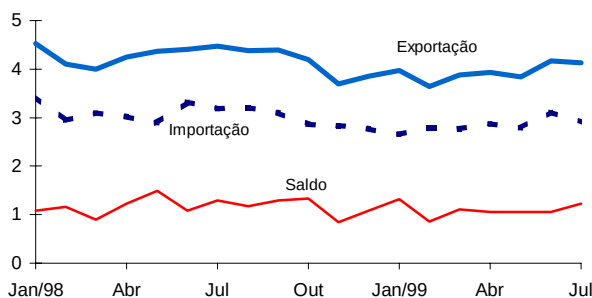
1/Variação sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizado.

3.2 - Japão

A economia japonesa apresenta sinais de recuperação econômica, o que tem contribuído para a recente valorização do iene em relação ao dólar norte-americano. O produto interno, considerando-se a série dessazonalizada, expandiu-se 0,2% no segundo trimestre comparativamente ao trimestre

anterior, após registrar crescimento de 2% no primeiro trimestre do ano em relação ao período precedente. Em termos anualizados, o crescimento atingiu 0,9% e 8,1%, respectivamente. Embora a expansão no início do ano tenha sido favorecida pelas despesas públicas, a elevação do PIB no segundo trimestre foi influenciada pelo crescimento de 0,8% dos gastos privados de consumo, que respondem por 60% do PIB.

Balanco Comercial - Y trilhões^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ em trilhões de ienes, com ajuste sazonal.

Evidências adicionais de aquecimento da demanda agregada são explicitadas a partir da elevação dos gastos domésticos em julho, 1,8%, acumulando expansão de 2,6% em doze meses; dos preços ao consumidor na área de Tóquio, que variou 0,5% em agosto; e da expansão do superávit comercial em julho.

A reversão das expectativas pode ser observada pela elevação do índice Tankan, que espelha as impressões do empresariado japonês, desde o terceiro trimestre de 1998, contribuindo para a perspectiva vigente de elevação da produção industrial japonesa nos próximos meses.

A produção industrial no segundo trimestre declinou 0,4%, influenciada pela contração registrada no mês de abril (3,4%), com alguma melhora nos meses de maio, -1%, e de junho, 3,5%, o que pode indicar tendência de recuperação. Para o terceiro trimestre, o Ministério do Comércio Internacional e Indústria projeta crescimento no terceiro trimestre, estimando elevações de 4% em agosto e de 0,2% em setembro, mais que compensando a redução de 0,6% do produto industrial, ocorrida em julho. Essas estimativas são semelhantes às do setor privado, que tomam por base o aumento expressivo de energia elétrica.

Aspecto adicional a induzir a expansão é a sinalização, pelo governo japonês, de que pretende manter seu programa de estímulo fiscal para recuperar a economia, com gastos previstos de US\$ 36,8 bilhões a partir de novembro deste ano. Ressalte-se que o nível das altas taxas de desemprego, que se situou no patamar de 4,9% em julho, não favorece o crescimento acelerado da demanda agregada no curto prazo.

Diante desse quadro, o Banco do Japão manteve a meta para as taxas de juros de empréstimos interbancários em 0,15% a.a., apesar de, atualmente, a taxa interbancária situar-se em 0,03% a.a.

Destaque-se que se a economia japonesa retomar ritmo de crescimento expressivo, tal fato deverá refletir-se no preço internacional de mercadorias.

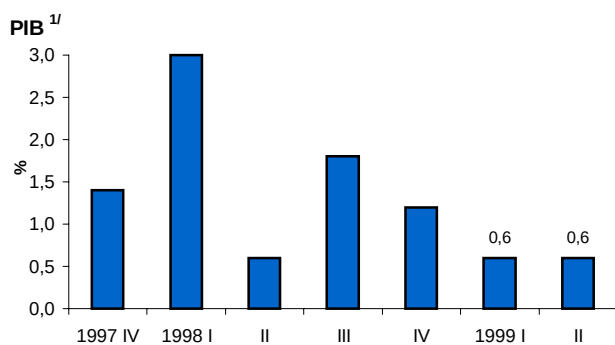
3.3 - Área do Euro

O PIB da área do euro registrou crescimento de 1,8% e de 1,5%, no primeiro e segundo trimestres de 1999, comparativamente ao mesmo período do ano anterior (na série dessazonalizada), quando registrara variações positivas de 2,6% e 2% no terceiro e quarto trimestres de 1998, respectivamente.

A produção industrial para esse grupo de países apresentou taxas de crescimento decrescentes, relativamente ao mesmo período do ano anterior, atingindo 0,1% no primeiro trimestre deste ano, após as elevações de 1,2% e de 3,9%, no quarto e no terceiro trimestres de 1998. A utilização da capacidade industrial instalada permaneceu em 81,9% nos dois primeiros trimestres deste ano, comparativamente a 82,8% no quarto trimestre do ano anterior.

O Banco Central Europeu decidiu manter as taxas básicas de juros em 2,5% a.a. em sua reunião de setembro.

Alguns indicadores desagregados para as economias da área do euro, entretanto, apontam para retomada da atividade, mantendo evolução favorável do nível de preços, como a elevação das vendas no varejo na Alemanha, em julho, e na França e Espanha, em junho.

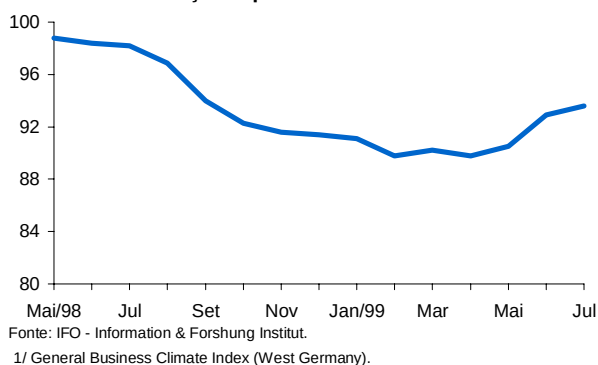


Fonte: Deutsche Bundesbank

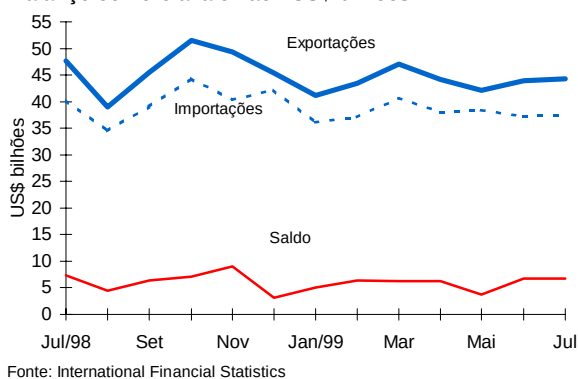
1/ Variação do trimestre sobre igual trimestre do ano anterior.

O nível de desemprego já apresenta redução em alguns países da região, tendo se situado em 10,2% em julho, o menor nível desde fevereiro de 1993.

O PIB da Alemanha, no segundo trimestre, apresentou estabilidade em comparação ao crescimento de 0,4% no primeiro trimestre. Adicionalmente, os investimentos em maquinaria, indicador antecedente para produção industrial, elevaram-se 0,6% no segundo trimestre, acumulando

Índice de Confiança Empresarial - IFO ^{1/}

crescimento de 1% nos 12 meses terminados em junho. Adicionalmente, o índice de confiança empresarial alemão, mensurado pelo IFO, registra manutenção da trajetória ascendente iniciada em abril. Nesse contexto, a expectativa governamental é de crescimento de 1,5% do PIB neste ano e de 2,5% em 2000.

Balanço comercial alemão - US\$ bilhões

A produção industrial alemã cresceu 1% em julho, em relação ao mês anterior, o melhor resultado em seis meses. Comparativamente ao mesmo mês de 1998, o resultado foi negativo em 2,1%. Destaque-se que a elevação de 1,2% nas encomendas à indústria em julho, pelo quarto mês consecutivo, reflete a expansão da demanda externa, que tem garantido a sustentação dos superávits comerciais.

A elevação da demanda externa por produtos alemães pode ser atribuída à melhora da economia mundial e à desvalorização do euro. O superávit do balanço comercial alemão, em julho, atingiu US\$ 7,9 bilhões, equivalentes a DEM 14,6 bilhões, comparativamente a DEM 13,7 bilhões em junho. Na série sem influências sazonais, exportações e importações elevaram-se em 1,4%.

Apesar do aumento substancial dos preços do petróleo e da desvalorização do euro, a inflação na Alemanha mantém comportamento favorável nos últimos meses.

O PIB da França registrou expansão de 0,6% no segundo trimestre (2,1% na taxa anualizada), sendo que no primeiro trimestre a variação havia atingido 0,4%. O aumento das exportações alcançou 1,8%, o maior em 18 meses. Os preços ao consumidor aumentaram 0,2% em agosto, comparativamente a -0,4% em julho. A taxa anual de inflação situou-se em 0,4%.

A produção industrial da Espanha elevou-se 2,5% em junho, com ajuste sazonal, em relação à variação positiva de 4,8% no mês anterior.

3.4 - Outras economias industrializadas

Reino Unido

O PIB do Reino Unido, considerando-se a série dessazonalizada, elevou-se 2% em termos anuais no segundo trimestre, relativamente ao período anterior, resultado que pode ser atribuído à expansão do consumo privado e do público, respectivamente, 5,5% e 2,7% no período. Esse desempenho segue o crescimento significativo registrado no primeiro trimestre, quando o consumo compensou quedas nas exportações e o produto aumentou 0,5%.

O aquecimento da atividade econômica refletiu-se também na ampliação do déficit comercial, que se elevou de 1,6 bilhões de libras, em maio, para 2,5 bilhões em junho.

O crescimento de 0,3% da produção industrial, em agosto, e a elevação no crédito para consumo apontam para manutenção da atividade econômica em nível elevado.

Nesse contexto, em 8 de setembro, o Comitê de Política Monetária do Banco Central da Inglaterra decidiu pela elevação das taxas de juros em 0,25 pontos básicos, para 5,25% a.a. Essa decisão foi adotada de forma preventiva, uma vez que a expectativa oficial é de que a inflação permaneça abaixo de 2,5% a.a.

O índice de preços de insumos à produção variou 3,4% em julho, relativamente a junho, na série sem ajuste sazonal, em termos anualizados. O índice de preços no varejo variou 1,3%, em julho, e 1,1%, em agosto, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior. Excluindo-se as taxas de juros das hipotecas, os índices apresentaram variações de 2,2% e 2,1%, respectivamente.

Nova elevação das taxas de juros em novembro não está descartada, considerando-se que o comportamento favorável da inflação resultou, em grande parte, da queda dos preços agrícolas e dos baixos preços da eletricidade, fatores de caráter temporário e próximos ao esgotamento, além das pressões potenciais de eventual elevação nos preços internacionais das mercadorias.

Canadá

As vendas ao varejo elevaram-se 10,3% no primeiro trimestre do ano e 3% no segundo, relativamente a idênticos períodos do ano anterior. A construção civil mantém trajetória ascendente pelo terceiro trimestre consecutivo.

O núcleo do índice de preços ao consumidor no Canadá tem apresentado crescimento acima das expectativas no ano de 1999, acumulando 1,8% até agosto. Em julho, os preços ao produtor elevaram-se 1,2% em relação a junho e 2,2% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Com a exclusão da elevação dos preços do petróleo, os preços ao produtor cresceram 1,8% em 12 meses. A taxa de desemprego no Canadá situou-se em 7,6% em junho. Os rendimentos do trabalho apresentam tendência de alta, com a elevação da remuneração por hora dos empregados permanentes atingindo 2,9% em agosto, relativamente a igual período do ano anterior. A utilização da capacidade instalada no setor manufatureiro atingiu 86,2% em agosto. Destaque-se que as condições monetárias ainda permanecem acomodativas em cenário de pressões inflacionárias subjacentes, apesar da valorização recente do dólar canadense.

Em cenário de sustentação de expressiva demanda agregada, de continuidade da elevação dos custos de mão-de-obra e de aumento da utilização da capacidade instalada no setor manufatureiro, não deve ser desprezada a hipótese de que o banco central do Canadá aumente a restritividade da política monetária.

Suécia

O ritmo de crescimento da economia sueca manteve-se expressivo no primeiro semestre do ano, quando o PIB elevou-se 3,7% comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sustentado, basicamente, por investimentos e consumo privado.

A produção industrial, em junho, decresceu 0,8% comparativamente a maio, na série com ajuste sazonal, mantendo-se 0,2% abaixo do patamar registrado em igual período do ano anterior, o que contribuiu para a redução no nível de atividade em 0,3%. Esse comportamento, entretanto, decorre da significativa elevação registrada em maio.

A redução da taxa de desemprego em agosto, situando-se em 6,1%, quando alcançara 6,4% em julho, na série sem ajuste sazonal, bem como o aumento de confiança registrado por pesquisas junto ao setor manufatureiro, e o aumento das vendas do comércio varejista, em julho, sugerem que o nível de atividade permanecerá elevado.

O índice de preços ao consumidor, em julho, registrou variação negativa de 0,4% e em agosto, estabilidade, na série dessazonalizada, variando 0,1% e 0,6%, respectivamente, em relação ao patamar dos preços em igual período do ano anterior, situando-se abaixo da meta para a taxa de inflação. Entretanto, como a meta é estabelecida para o horizonte de dois anos e o ritmo de crescimento da economia não sugere desaquecimento no nível da atividade, é possível que o banco central sueco decida por elevar a taxa de juros no curto prazo, de modo que a duração do mecanismo de transmissão não dificulte o controle da taxa de inflação.

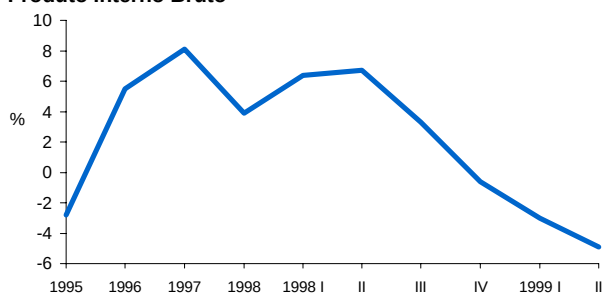
3.5 - Economias asiáticas emergentes

A produção industrial da China elevou-se 9,5% em agosto, em comparação a 9,3% no mês anterior. As exportações chinesas elevaram-se 17,8%, com destaque para as vendas para o Japão e Coreia do Sul, favorecendo o superávit de US\$ 4,8 bilhões em agosto, o maior resultado em 22 meses. A Coreia do Sul registrou crescimento de 7,3% no primeiro semestre de 1999.

O PIB da Tailândia cresceu 8% no segundo trimestre, em relação ao mesmo período do ano anterior, reflexo do aumento das exportações e dos gastos em consumo. A expansão foi favorecida pela redução de impostos.

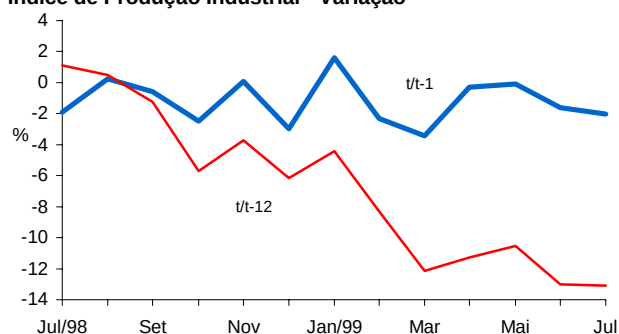
3.6 - América Latina

A economia argentina mantém a trajetória recessiva iniciada no quarto trimestre de 1998, advinda da retração das demandas externa e interna. Segundo o Estimador Mensal Industrial (EMI), a produção industrial contraiu-se 14,2% no mês de julho, em relação a igual mês de 1998, e 2% na comparação com junho (dados dessazonalizados). Acumulando-se os resultados dos primeiros sete meses do ano, registrou-se queda de 10,7%

Produto Interno Bruto^{1/}

Fonte: Ministério da Economia/DNCC.

1/ variação no período relativamente ao mesmo período do ano anterior.

Índice de Produção Industrial - Variação^{1/}

Fonte: Ministério da Economia/Indec

1/ Com ajuste sazonal.

comparativamente a igual período de 1998. Outro sinalizador do desaquecimento é o Indicador Sintético da Atividade da Construção (ISAC), que no mês de julho registrou declínio de 16,1% em relação ao mesmo mês do ano anterior, acumulando, assim, queda de 6,1% na comparação dos sete primeiros meses deste ano com igual período de 1998.

A retração da demanda implicou queda de preços no atacado e ao consumidor, compensada parcialmente pelo aumento dos preços do petróleo e derivados, no índice por atacado, e de entretenimento, no índice ao consumidor. Assim, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) elevou-se 0,2% em julho, ante junho, e reduziu-se 1,5%, na comparação com julho de 1998, na região metropolitana de Buenos Aires. Em julho, o Índice de Preços no Atacado aumentou 0,2%.

Os indicadores do mercado financeiro refletiram as incertezas inerentes ao momento de relativa indefinição vivenciado pela economia argentina; paralelamente à diminuição da relação entre liquidez internacional total e o agregado monetário M3*, definido como a soma de papel moeda em poder do público e depósitos bimonetários, observou-se o distanciamento das taxas de juros em pesos e em dólares americanos, entre maio e julho.

No entanto, a análise das taxas diárias ao final do mês de agosto, portanto não originadas de médias mensais, demonstra sinal de reversão da tendência crescente das taxas de juros observada entre abril e julho. As colocações de \$ 250 milhões de Letes com prazo de 91 dias, e de \$ 375 milhões com prazo de 182 dias, aos custos de, respectivamente, 8,73% e 10,59%, no dia 10 de agosto, frente às taxas de 9,6% e 14,6% obtidas no início de julho, apontam na mesma direção.

A taxa de juros interbancária (Baibor) para operações com prazo de 90 dias alcançou 11,25% a.a., em moeda nacional, e 8,5% a.a., em moeda estrangeira, no dia 23 de agosto, ante 11,43% a.a. e 8,67% a.a. em julho, e 9,13% a.a. e 7,60% a.a., em abril.

O prêmio de risco soberano, mensurado pela diferença de rendimentos entre o FRB e o título do governo americano de igual duração (*duration*),

alcançou 929 pontos básicos em julho, ante 776 pontos básicos em junho e 598 pontos básicos em abril. O risco cambial, estimado pela diferença de rendimentos dos Bocones Pro 1, em pesos, e Pro 2, em dólares, elevou-se de 143 pontos básicos em abril, para 316 pontos básicos em junho e 518 pontos básicos em julho.

Nos primeiros seis meses de 1999, as exportações foram 16% inferiores às de mesmo período do ano anterior, com as importações tendo apresentado contração de 25% na comparação entre os períodos. Em consequência, registrou-se déficit de US\$ 699 milhões no semestre, ante déficit de US\$ 2,2 bilhões nesse mesmo período de 1998. No mês de julho, registrou-se déficit de US\$ 331 milhões. Esses resultados continuam influenciados pelas condições recessivas da economia internacional. A redução de 12% das exportações deveu-se à retração de 15% nos preços e de um aumento de 3% na quantidade física, enquanto a queda de 25% das importações resultou de 8% de recuo nos preços e de 19% nas quantidades.

O PIB da Venezuela registrou contração de 9,6% no segundo trimestre deste ano, em relação a igual período de 1998. No primeiro semestre, o superávit em conta corrente venezuelano atingiu US\$ 1,1 bilhão, em contraste com o déficit de US\$ 2,3 bilhões de igual período de 1998. Contribuiu para o resultado o decréscimo de 35% nas importações. As vendas de automóveis caíram 23,3% em agosto, acumulando contração de 52,7% no ano.

O nível de investimento industrial do México cresceu, em junho, a uma taxa anual de 6,4%, após haver registrado expansão de 5,4% em maio. Essa foi a maior variação percentual desde setembro de 1998, que registrou 10,3%. A inflação atingiu 0,56% em agosto, acumulando 8,48% no ano e 16,58% em doze meses.

No Equador, o alto grau de endividamento em relação ao PIB comprometeu a capacidade de honrar o serviço da dívida externa. Ao final de agosto, o país acordou com o FMI um programa de suporte financeiro para os próximos três anos. A primeira parcela do programa atinge US\$ 400 milhões e está vinculada à consecução das metas para o ano 2000: crescimento do PIB em 3% e inflação de 25%. O governo equatoriano projeta contração de 7% do PIB e inflação de 60% em 1999. Adicionalmente, o país explicitou a intenção

de reestruturar sua dívida externa em títulos (*bradies*), operação inédita para esse tipo de dívida, o que pode contribuir para a elevação do custo de captação de recursos internacionais para as economias emergentes.

3.7 - Conclusão

A trajetória de crescimento dos EUA mantém-se de forma consistente, assim como a tendência de sustentação do alto nível de demanda agregada. Esse cenário favorece a elevação do grau de restritividade da política monetária norte-americana até o final do ano. Para tanto, também corroboram a persistência do movimento ascendente dos custos de mão-de-obra, a desaceleração do crescimento da produtividade e a manutenção de expressivos déficits comerciais.

Existem diversos sinais de recuperação da economia japonesa. A contínua valorização da moeda, no entanto, pode gerar efeitos adversos sobre o processo. Adicionalmente, apesar do produto no segundo trimestre ter reafirmado a expansão ocorrida no trimestre anterior, a manutenção do crescimento nesse ritmo tende a mostrar-se pouco sustentável pelo setor privado, devendo a economia expandir-se a taxas menos significativas.

A recuperação das economias da área do euro apresenta-se de forma mais clara, embora ainda tênue.

As economias da América Latina apresentam comportamentos divergentes entre si, à diferença das economias emergentes da Ásia, que mostram convergência ao registrar sinais de retomada do crescimento.

Nesse contexto, uma recuperação do nível de atividade mundial, em ritmo expressivamente superior ao registrado nos últimos anos, apresenta reduzida probabilidade, embora os dados conjunturais apontem para a viabilização de crescimento em patamar capaz de recompor as expectativas de forma mais favorável. Destaque-se que a avaliação da velocidade de retomada do crescimento mundial tem implicações claras sobre os preços das mercadorias (*commodities*) e sobre a evolução das taxas internacionais de juros.

4 - Movimento de capitais

4.1 - Investimentos

Os ingressos líquidos de investimentos diretos em agosto atingiram US\$ 2,8 bilhões, sendo representativos mesmo quando excluídos os recursos de privatização e conversão, US\$ 1,3 bilhão e US\$ 317 milhões, respectivamente. Esses recursos superaram o déficit de US\$ 2 bilhões em transações correntes, sinalizando perspectiva confortável de financiamento com qualidade. Na verdade, os investimentos diretos têm sido a fonte de financiamento mais substantiva do balanço de pagamentos, com ingressos acumulados, até agosto, de US\$ 20 bilhões.

Investimentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	1998	1999				
	Ano	I Tri	II Tri	I Sem	Jul	Ago
Estrangeiros	24,3	7,9	6,3	14,2	4,2	2,5
Diretos ^{1/}	26,1	7,7	5,3	13,1	4,1	2,8
Privatizações	6,1	4,1	1,0	5,0	1,9	1,3
Conversões	2,2	0,8	0,9	1,7	0,6	0,3
Demais	17,8	2,9	3,5	6,4	1,5	1,2
Carteira	-1,9	0,2	1,0	1,2	0,1	-0,3
Brasileiros	-3,4	-0,7	0,6	-0,1	0,0	-0,1

1/ Inclui reinvestimentos

Os ingressos de investimentos em carteira têm apresentado trajetória descendente desde maio, com os retornos mantendo-se relativamente estáveis, resultando em fluxo líquido negativo de US\$ 787 milhões no trimestre junho-agosto. O expressivo estoque desses recursos, que ao final do semestre atingiu US\$ 39,4 bilhões, tem gerado remessas significativas de dividendos e bonificações, como as ocorridas em julho e agosto.

4.2 - Empréstimos e financiamentos

Além do déficit em transações correntes, os pagamentos de principal da dívida externa têm demandado elevado volume de recursos como fonte de financiamento, muito embora a tendência seja de menor pressão para os próximos meses. As amortizações estão abaixo da média verificada no

Usos e fontes de recursos externos

Discriminação	US\$ bilhões					
	1998	1999				
	Ano	I Tri	II Tri	I Sem	Jul	Ago
Usos	-67,2	-23,9	-16,8	-40,8	-6,2	-4,4
Transações correntes	-33,6	-5,2	-7,0	-12,2	-1,5	-1,9
Amortizações	-33,6	-18,7	-9,9	-28,6	-4,7	-2,4
Empréstimos	-13,9	-12,8	-3,7	-16,5	-2,8	-0,6
Públicos	...	-1,3	-1,2	-2,5	-0,2	0,0
Privados	...	-11,6	-2,4	-14,0	-2,5	-0,6
Financiamentos	-19,7	-5,9	-6,2	-12,1	-2,0	-1,8
Públicos	...	-0,7	-1,0	-1,7	-0,1	-0,2
Privados	...	-5,2	-5,2	-10,4	-1,8	-1,6
Fontes	67,2	23,9	16,8	40,8	6,2	4,4
Investimentos diretos ^{1/}	26,1	7,7	5,3	13,1	4,1	2,8
Investimentos em carteira	-1,9	0,2	1,0	1,2	0,1	-0,3
Financiamentos de import.	23,4	4,7	4,0	8,7	1,4	1,5
Empréstimos de longo prazo	41,7	2,7	9,4	12,1	1,6	0,7
Capitais de curto prazo (líq.)	-27,3	-0,6	-2,1	-2,7	0,4	-0,6
Demais ^{2/}	-12,2	-1,2	-1,7	-2,9	-0,6	-0,1
Var. de reservas (=aumento)	17,3	10,5	0,9	11,4	-0,8	0,2
Reservas Líquidas	34,4	24,1	23,3	23,3	24,1	23,9
Operações de regularização	9,3	0,0	8,5	8,5	0,0	0,0
Liquidez internacional	44,6	33,8	41,3	41,3	42,1	41,9

1/ Inclui reinvestimentos.

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

primeiro semestre e devem permanecer assim até o final do ano. Os pagamentos mais expressivos referem-se às importações financiadas em 1998 que, em grande parte, vencem este ano. No entanto, embora os desembolsos de médio e longo prazos de financiamentos de importação estejam menos significativos que as amortizações - pois as importações no período janeiro/julho estão 15,6% menores que as de igual período do ano anterior - as linhas de crédito de curto prazo estão proporcionalmente maiores, substituindo parte dos financiamentos de longo prazo.

Quanto às amortizações de empréstimos, 67,3% dos pagamentos projetados para o ano foram efetuados no primeiro semestre. As captações de médio e longo prazos caíram em relação ao segundo trimestre, quando a taxa de rolagem chegou a 257% do valor das amortizações, mas a média dessa taxa para julho e agosto, 117%, ainda permitiu a rolagem total dos compromissos, descontado o pagamento de US\$ 1,5 bilhão que resultou em conversão de principal em investimento.

4.3 - Conclusão

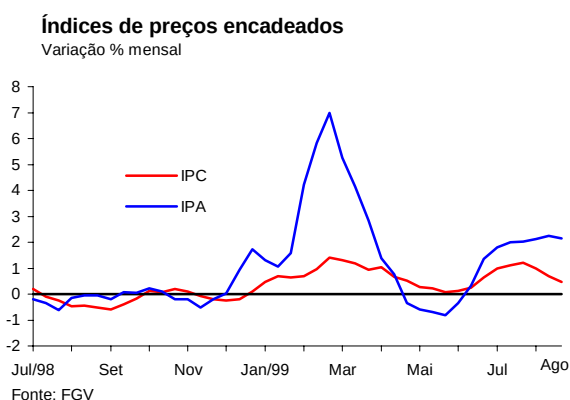
As necessidades de pagamentos externos têm se mostrado expressivas, ainda que com tendência de queda. As fontes de recursos, derivados principalmente de investimentos diretos, estão suprimindo, no entanto, com folga a demanda, não havendo, portanto, pressões sobre as reservas internacionais, cujas variações limitam-se, quase que exclusivamente, às operações externas do Banco Central.

5 - Preços

Índices gerais

Discriminação	1999							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Mensal								
IGP-10	0,9	2,6	3,5	1,2	-0,2	-0,1	1,4	1,6
IPA	1,3	4,2	5,3	1,4	-0,6	-0,3	1,8	2,1
IPC	0,5	0,7	1,3	1,0	0,3	0,1	1,0	1,0
INCC	0,1	0,5	1,0	0,6	0,4	0,9	0,3	0,5
IGP-M	0,8	3,6	2,8	0,7	-0,3	0,4	1,6	1,6
IPA	1,1	5,8	4,2	0,8	-0,7	0,3	2,0	2,2
IPC	0,7	1,0	1,2	0,7	0,2	0,2	1,1	0,7
INCC	0,2	0,6	0,9	0,6	0,4	0,9	0,4	0,5
IGP-DI	1,2	4,4	2,0	0,0	-0,3	1,0	1,6	1,5
IPA	1,6	7,0	2,8	-0,3	-0,8	1,4	2,0	2,2
IPC	0,6	1,4	1,0	0,5	0,1	0,6	1,2	0,5
INCC	0,6	1,0	0,6	0,5	0,9	0,4	0,5	0,7

Fonte: FGV



A inflação, que em maio confirmara tendência de desaceleração pelo esgotamento dos efeitos da desvalorização do real, recrudescceu ao final do primeiro semestre e início do segundo. Essa reversão decorreu da majoração dos preços dos combustíveis ao final de junho e, no início de agosto, do reajuste das tarifas públicas, assim como da elevação dos preços dos produtos agrícolas e dos medicamentos.

5.1 - Índices gerais

Os índices gerais de preços, calculados pela FGV, apresentaram taxas de variação crescentes ao longo de junho e julho. A trajetória esteve associada, principalmente, à elevação dos preços no atacado e, em menor grau, ao comportamento dos preços ao consumidor. Os preços do segmento atacadista permaneceram em elevação também em agosto, quando se observaram taxas de variação dos índices gerais em patamares semelhantes aos de julho. Até agosto, as variações acumuladas em 12 meses do IGP-10 situaram-se em 11,09%, do IGP-M em 11,81% e do IGP-DI em 12,64%.

No conceito disponibilidade interna, o IPA refletiu sobretudo a elevação dos preços dos bens de produção, especialmente das matérias-primas, como combustíveis e lubrificantes, celulose, ferro-gusa, minério de cobre, carnes, trigo, soja, milho e cana-de-açúcar, e dos materiais de construção. Nos bens de consumo, a maior pressão adveio dos preços da alimentação.

Mudança na estrutura de ponderação do IPCA

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi escolhido pelo Conselho Monetário Nacional como referência para o sistema de metas para a inflação. O IPCA é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 1980 e mede as variações de preços ao consumidor nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, Brasília e no município de Goiânia. Esse índice reflete a variação dos preços das cestas de consumo das famílias com recebimento mensal de 1 a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte de renda.

Até julho de 1999, o IBGE divulgava as séries históricas de números-índices de preços com base de comparação em dezembro de 1993 e bases de ponderação obtidas da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 1987-1988. Desde agosto de 1999, o IBGE passou a calcular os índices com novas estruturas de ponderação, obtidas da POF 1995-1996, pesos regionais atualizados e nova estrutura de classificação/agregação de produtos e serviços.

A atualização periódica das estruturas de pesos dos índices é um procedimento recomendável, uma vez que os hábitos de consumo mudam ao longo do tempo.

Na nova pesquisa foram considerados todos os itens de despesa de consumo, que atenderam às seguintes condições:

- participação na despesa total igual ou superior a 0,05%;
- participação inferior a 0,05% e superior a 0,01% para despesas dos agrupamentos compostos por itens com pequena representatividade.

Nesse sentido, novos produtos e serviços foram identificados, tais como despesas com alimentos prontos, computadores, telefones celulares, planos de saúde, jogos lotéricos, conselho de classe, serviços bancários, funerários e cartoriais, que passaram a integrar o rol dos itens, objeto da coleta de preços.

A classificação a seguir mostra a correspondência entre os grupos de consumo da estrutura anterior e da estrutura revisada:

Índice anterior	Índice novo
Alimentação e bebidas	Alimentação e bebidas
Habitação	Habitação
Artigos de residência	Artigos de residência
Vestuário	Vestuário
Transportes e comunicação	Transportes Comunicação
Saúde e cuidados pessoais	Saúde e cuidados pessoais
Despesas pessoais	Despesas pessoais Educação, leitura e papelaria

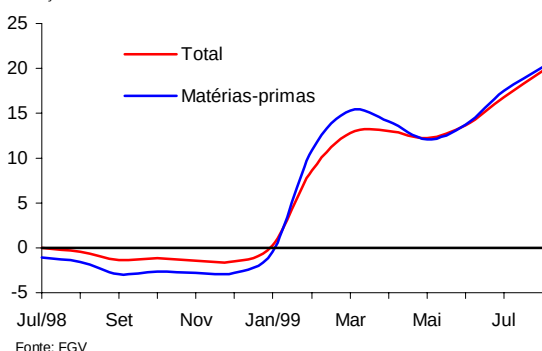
O quadro seguinte apresenta uma comparação entre as estruturas da POF de 1987, utilizada para cálculo do índice de julho de 1999, e a POF de 1996, utilizada para cálculo do índice de agosto de 1999. Observa-se redução do peso das despesas com vestuário, alimentação, habitação e artigos de residência. Essa redução embute mudanças ainda mais significativas em alguns itens, como aluguel residencial, cujo peso caiu de 10,1% para 5,9%, mas continua sendo a maior participação individual no IPCA.

Estruturas de ponderação – Brasil – IPCA (%)		
GRUPO	Jul 99/POF 87	Ago 99/POF 96
Alimentação e bebidas	23,59	22,30
Habitação	16,72	16,29
Artigos de residência	6,35	5,98
Vestuário	8,37	5,68
Transporte	18,08	19,99
Saúde e cuidados pessoais	10,29	11,47
Despesas pessoais	10,31	9,90
Educação	4,28	4,97
Comunicação	2,02	3,41
Total	100,00	100,00

Com a nova metodologia, a participação relativa dos produtos comercializáveis, não-comercializáveis e de preços administrados foi alterada. Os bens comercializáveis e os de preços administrados passaram a representar parcela maior do IPCA, respondendo por 44,05% e 20,93%, respectivamente, ante 43,06% e 16,63%, na estrutura anterior. Os bens não-comercializáveis, por outro lado, tiveram sua participação reduzida de 40,31% para 35,02%.

As taxas de variação dos índices de preços ao consumidor mantiveram-se em nível reduzido em junho, comportamento que reflete a captação apenas parcial dos reajustes dos combustíveis e das tarifas públicas, e a

IPA-DI: Bens de produção
Variação % em 12 meses



compensação da elevação sazonal dos preços do vestuário, pela continuidade da queda dos preços da alimentação. Em julho e agosto, a variação dos índices de preços ao consumidor apresentou aumento, decorrente da elevação dos preços administrados e da reação dos preços dos alimentos (carnes) e dos medicamentos. Até agosto, as taxas acumuladas em 12 meses dos principais índices de preços ao consumidor variaram entre 3,14%, do IPC-Fipe, e 6%, do IPC-Br.

5.2 - IPCA

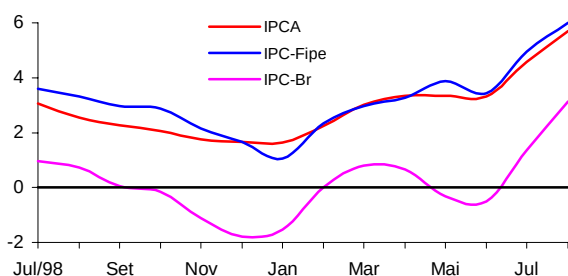
Preços ao consumidor

Discriminação	Variação %							
1999	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Mês								
IPCA	0,7	1,1	1,1	0,6	0,5	0,2	1,1	0,6
IPC-Fipe	0,5	1,4	0,6	0,5	-0,4	-0,1	1,1	0,7
IPC-Br	0,6	1,4	1,0	0,5	0,7	0,6	1,2	0,5
Acumulado no ano (anualizado)								
IPCA	8,7	11,0	12,0	10,7	9,3	8,1	8,9	8,6
IPC-Fipe	6,2	12,1	10,3	9,2	6,3	5,1	6,3	6,7
IPC-Br	8,0	13,0	12,7	11,1	9,0	8,8	9,7	9,3
12 meses								
IPCA	1,6	2,2	3,0	3,3	3,1	3,3	4,6	5,7
IPC-Fipe	-1,5	0,0	0,8	0,7	-0,2	-0,5	1,4	3,1
IPC-Br	1,0	2,3	3,0	3,3	3,2	3,4	4,9	6,0

Fonte: IBGE; Fipe e FGV

Preços ao consumidor

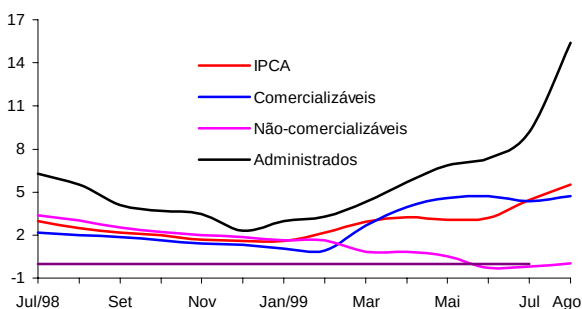
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE, Fipe e FGV

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



A pressão altista mais relevante nos últimos três meses adveio dos produtos e serviços com preços administrados, resultado dos reajustes autorizados para combustíveis e para serviços públicos, cujos impactos se deram com maior intensidade em julho. Em movimento contrário, os preços do grupo alimentação e bebidas permaneceram em queda por quatro meses até julho, o que, acrescido à desaceleração dos preços de aparelhos eletro-eletrônicos, veículos, mobiliário, artigos de limpeza, higiene e beleza e de vestuário permitiu que os preços dos bens comercializáveis mantivessem variações reduzidas, não obstante os aumentos verificados nos custos de medicamentos. As variações negativas dos não-comercializáveis podem ser explicadas, principalmente, pela diminuição dos preços dos alimentos *in natura*, dos alugueis e dos serviços médicos e pessoais.

5.3 - IPC-Fipe

As taxas de variação do IPC-Fipe, de junho a agosto, a exemplo dos demais índices de preços ao consumidor, também foram influenciadas pelo aumento dos preços administrados. Os efeitos dessas elevações, entretanto, distribuíram-se de forma distinta da ocorrida em outros índices, uma vez que a metodologia do IPC-Fipe considera os dispêndios na data em que efetivamente ocorrem (conceito caixa). Assim, em junho, as elevações de preços dos combustíveis e do vestuário foram compensadas, fundamentalmente, pelo recuo dos preços da alimentação, resultando em variação negativa de 0,08%. Em julho, a inflação na cidade de São Paulo atingiu 1,09%, refletindo os impactos mais intensos dos

reajustes dos combustíveis e das tarifas públicas, da elevação dos preços dos alimentos, como carnes, frutas e café, e dos remédios. O gradual esgotamento daqueles impactos, assim como a redução dos preços do vestuário, motivaram a desaceleração observada em agosto, 0,74%, ainda que os preços da alimentação e dos medicamentos tenham se elevado.

5.4 - Conclusão

Os índices de preços não devem sofrer pressões significativas nos próximos meses. A evolução dos condicionantes da demanda interna não referenda crescimento substantivo do consumo e, relativamente à oferta, os níveis de utilização da capacidade instalada, bem como a evolução das taxas de produtividade, associada à trajetória do custo unitário do trabalho, também indicam ausência de tensões inflacionárias.

Assim, o cenário para o restante do segundo semestre é de taxas médias mensais de inflação próximas a 0,5%, impactadas sobretudo pela expectativa de altas advindas da entressafra dos produtos agropecuários e, nos últimos meses do ano, pela elevação sazonal dos preços do vestuário. As variações acumuladas ao final de 1999 deverão situar-se em torno de 15% para os índices gerais e de 6,5% a 8% para os índices de preços ao consumidor.

6 – Perspectivas para a inflação

Este capítulo apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o desempenho da economia brasileira desde o *Relatório de Inflação* do mês de junho, assim como as perspectivas de inflação até o fim do ano de 2001. As projeções aqui realizadas baseiam-se no pressuposto de que, durante o período sob análise, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 19% a.a. Esse procedimento técnico é útil pois mostra se, de acordo com a dinâmica esperada da economia no período, haverá necessidade de ajustamento preventivo da taxa de juros para evitar que a inflação futura divirja da meta estabelecida.

Essa estratégia, inerente ao regime de metas para a inflação, minimiza o custo social das medidas de política monetária pois, ao antecipar-se às variações indesejadas na taxa de inflação, o Banco Central necessitará realizar alterações de menor magnitude na taxa de juros para a manutenção da estabilidade de preços. Isso ocorre por causa da defasagem com que a política monetária age sobre a taxa de inflação. Se o Banco Central reagir ao seu aumento depois de ocorrido, o ajuste necessário na taxa de juros para trazer a inflação de volta à meta será maior que no caso da ação preventiva.

As previsões de inflação divulgadas neste *Relatório* não se restringem a valores pontuais; elas incluem os intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que o Copom decide sobre a taxa de juros. Além do pressuposto de manutenção da taxa de juros, as previsões de inflação baseiam-se no conjunto de hipóteses sobre o comportamento das variáveis econômicas relevantes que o Copom considerou como o mais provável, bem como na distribuição conjunta dos riscos a elas associados. A exposição dessas hipóteses, apresentada neste capítulo, objetiva dar transparência à política monetária, contribuindo para aumentar sua eficácia no controle da inflação, que é o seu objetivo primordial.

6.1 – Determinantes da inflação

Demanda agregada e oferta agregada

O regime de metas para a inflação requer que as decisões de política monetária sejam tomadas identificando, o mais cedo possível, quaisquer fontes de pressão sobre o nível de preços da economia. No *Relatório* de junho, não haviam sido detectados sinais de pressões futuras advindas da demanda. O quadro atual não apresenta modificações substantivas, posto que os indicadores de consumo e investimento continuam apontando lenta recuperação do nível de atividade, os gastos públicos continuam contidos e as exportações líquidas de bens e serviços não-fatores vêm melhorando vagarosamente. Nenhum setor particular da economia apresenta maior dinamismo que o conjunto. Mesmo assim, é possível identificar setores com elevado potencial de crescimento e que devem contribuir para a retomada consistente da atividade econômica nos próximos anos.

O setor de bens de consumo duráveis, que tem apresentado forte contração neste ano, deve ter recuperação substancial em 2000. Dois fatores possibilitam antever crescimento. Primeiro, a queda recente foi motivada, em grande parte, pela diminuição na produção de veículos, em especial, da quantidade exportada. A despeito da desvalorização da moeda nacional, o quadro recessivo das economias latino-americanas tem provocado forte retração nas vendas para esses mercados. Pressupõe-se que esse quadro será revertido no ano 2000, quando é esperado crescimento bem maior do PIB da região. O recente aumento na quantidade exportada de veículos aponta nessa direção.

Segundo, os demais bens de consumo duráveis também devem apresentar crescimento, impulsionados pela queda nas taxas de juros de financiamento, aumento do volume de crédito e recuperação gradual do nível de emprego. Adicionalmente, esses fatores deverão estimular o setor de construção civil, elevando os níveis de investimento e de renda. O investimento também deverá aumentar nos setores cuja produção é voltada para exportação. O turismo interno, já beneficiado pela desvalorização da moeda, deverá continuar seguindo trajetória de crescimento. As exportações, que reagem com maior defasagem às mudanças na taxa de câmbio, deverão começar a responder de maneira mais intensa às mudanças de preços relativos.

No agregado, três fatores deverão impulsionar a demanda interna. Primeiro, a trajetória esperada de redução nas taxas de juros, propiciada por a) queda esperada da taxa de inflação para os próximos anos e b) redução do chamado “risco Brasil”, embutido nas taxas de juros, que ocorrerá com as aprovações das reformas estruturais. Obviamente, essa perspectiva de queda dos juros está condicionada às hipóteses utilizadas e aos riscos identificados quando da elaboração do leque da inflação, mostrado mais adiante. Segundo, o aumento da oferta de crédito na economia, impulsionado pelas recentes quedas nas alíquotas do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo e pelo maior estímulo à concessão de empréstimos em ambiente de economia em crescimento. E, terceiro, o aumento no consumo, motivado pela maior disposição para gastar dos consumidores em cenário de menor incerteza econômica e queda no desemprego.

As metas fiscais vêm sendo integralmente cumpridas. A divulgação do Orçamento Geral da União para 2000 ajudou a reduzir as incertezas em relação à continuidade do ajuste das contas do setor público. Dessa maneira, no período de previsão considerado, o governo deve continuar contribuindo efetivamente para a manutenção da estabilidade de preços. Cabe notar, porém, que o governo ainda apresenta desajustes estruturais importantes, como o desequilíbrio do sistema previdenciário e o caráter complexo e distorcivo do sistema tributário. O adiamento de uma solução perene para esses desajustes atua negativamente sobre as expectativas, impondo limites à redução do prêmio de risco exigido pelos agentes econômicos no mercado de títulos da dívida pública.

Economia internacional

Apesar das incertezas relacionadas à continuidade do crescimento da economia dos Estados Unidos, o cenário para a economia mundial apresentou melhoria perceptível desde o último *Relatório*. Ela se traduz por meio do maior crescimento esperado para o PIB mundial no ano 2000. Sinais consistentes da retomada do crescimento já podem ser observados em diversas economias do sudeste asiático, em particular, naquelas mais atingidas pela crise asiática, iniciada em 1997. Além disso, a economia japonesa exibe sinais de recuperação, ainda que os resultados recentes exijam cautela pois foram motivados, principalmente, pelo aumento dos gastos governamentais. Na Europa, passadas as incertezas iniciais da introdução do euro, as perspectivas para o próximo ano também indicam aumento na

taxa de crescimento. Com relação às economias latino-americanas, depois do quadro recessivo produzido pela crise russa, no final de 1998, e pela desvalorização do real, no início de 1999, espera-se desempenho sensivelmente melhor para o PIB da região no próximo ano.

Vale ressaltar que, apesar dessa melhoria, a projeção de crescimento da economia mundial para o ano 2000 pode ser parcialmente frustrada pela eventual desaceleração da economia dos Estados Unidos. Note-se, entretanto, que o maior crescimento global esperado implica em menores riscos para o desempenho da economia brasileira.

No curto prazo, os riscos externos se mostram equilibrados. Depois do aumento recente da meta para *fed funds*, as taxas de juros básicas nos EUA, de 5,00% a.a. para 5,25% a.a., está sendo considerada nova elevação de 0,25 ponto percentual em 1999, hipótese também considerada no *Relatório* de junho. Em contrapartida, diminuíram os riscos percebidos em relação aos países emergentes.

Outro fator que tem atraído a atenção, especialmente do mercado financeiro, são os problemas potenciais para os sistemas informatizados da mudança de data na passagem para o ano 2000. De fato, vem aumentando o número de transações financeiras internacionais que deixam de ser renovadas a pretexto de evitar esse risco, em particular quando envolvem fluxos de capitais para economias emergentes. Contudo os efeitos sobre a economia brasileira deverão ser transitórios e limitados, pois o país vem se preparando adequadamente, de acordo com os mais rígidos padrões internacionais.

6.2 - Cenário principal: pressupostos e riscos associados

A recente desvalorização da taxa de câmbio, não antecipada na análise feita no *Relatório* de junho, foi motivada, basicamente, por incertezas internas e externas. É natural que depois de décadas de câmbio administrado os agentes econômicos ainda não se tenham acostumado com o funcionamento do regime de câmbio flexível, requerendo tempo para que o próprio mercado forneça a proteção necessária contra variações da taxa de câmbio.

Além disso, a reação do balanço comercial, mais lenta do que inicialmente esperada, tem diminuído a oferta efetiva de divisas comparada à oferta potencial, dada a taxa vigente de câmbio. Como a desvalorização recente da taxa de câmbio foi causada, em grande parte, por fatores não diretamente associados aos fundamentos, a tendência de longo prazo é de valorização real em relação ao nível atual. No regime de câmbio flexível a taxa de câmbio é endógena, isto é, oscila em resposta a estímulos internos e externos, tanto de fundamentos quanto de expectativas. No cenário principal, incorpora-se a pequena melhoria já observada no prêmio de risco soberano e adota-se a hipótese de que o seu nível corrente mantenha-se ao longo do horizonte de previsão.

Os impactos do choque de oferta positivo, representado pela safra recorde e considerado no *Relatório* de junho, extinguíram-se e contribuíram com redução de cerca de um ponto percentual na inflação do segundo trimestre. Por outro lado, os efeitos do choque de oferta negativo, representado pelos aumentos das tarifas de serviços públicos e do preço dos combustíveis, afetaram a inflação apenas no segundo e terceiro trimestres. As projeções com base no cenário principal não contemplam novos choques para o ano em curso.

A perspectiva mais favorável para a economia global produzirá no próximo ano estímulo importante sobre a economia brasileira, consubstanciado através das exportações, que deverão ter aumento expressivo. Apesar dos efeitos relevantes da desvalorização cambial sobre as exportações serem esperados somente para o próximo ano, hipótese considerada no último *Relatório de Inflação*, o desempenho recente do balanço comercial merece alguns comentários.

Mesmo considerando que a resposta das exportações a variações na taxa de câmbio é defasada, ainda assim elas estão reagindo com menor intensidade que o esperado. É importante verificar quais são as razões subjacentes, possibilitando melhor entendimento da dinâmica do processo e fornecendo subsídios adicionais para a construção do cenário esperado para o próximo ano. Os resultados do balanço comercial são expressos em valores, portanto, ao investigar seu desempenho recente é essencial desmembrá-los nas quantidades importadas e exportadas e seus respectivos preços. Verifica-se, então, que o estímulo positivo propiciado pela desvalorização cambial foi parcialmente neutralizado pela conjuntura externa desfavorável.

Em 1999, seguindo tendência iniciada após a crise asiática, houve queda adicional no preço dos principais produtos exportados pelo Brasil, particularmente, dos produtos agrícolas. Ao mesmo tempo, os preços dos produtos importados, em especial do petróleo, apresentaram alta. A conjunção desses dois fatores produziu piora não desprezível nos termos de troca do país, anulando parte importante dos ganhos com a desvalorização cambial.

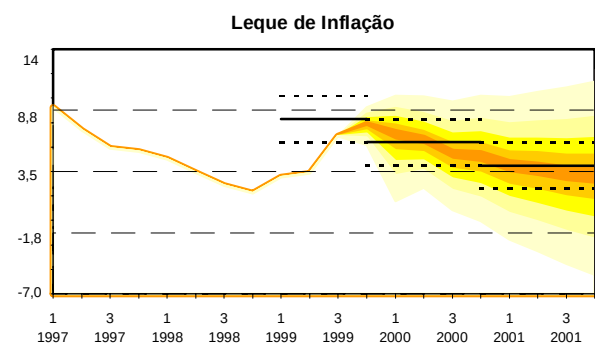
Portanto, pelas razões acima expostas, mesmo que o resultado do balanço comercial encerre o ano em equilíbrio, em virtude das condições externas adversas, a desvalorização cambial terá causado reversão considerável em seu comportamento, visto que o déficit registrado em 1998 situou-se em US\$ 6,6 bilhões. Dessa maneira, projeta-se superávit significativo para o balanço comercial em 2000, na medida em que o maior crescimento mundial esperado provocará recuperação dos preços externos e da demanda por produtos manufaturados. Ao mesmo tempo, os esforços de abertura de novos mercados para produtos brasileiros, agora mais competitivos, deverão começar a materializar-se de forma mais intensa no decorrer do próximo ano.

Dada a atual capacidade ociosa e os níveis de consumo e investimento da economia brasileira, o maior crescimento projetado para 2000 não deverá produzir excesso de demanda, sendo compatível com as metas de inflação.

Há dois fatores de preocupação. O primeiro, já incorporado ao cenário principal, é o comportamento do preço do petróleo, que apresentou elevação expressiva recentemente. Projeções de mercado mostram que o preço do barril do tipo *brent* pode chegar a cerca de US\$ 26 no primeiro trimestre do próximo ano, em virtude da maior demanda por parte dos países desenvolvidos durante o período de inverno. Posteriormente, espera-se que o preço do barril recue para a faixa de US\$ 18 a US\$ 20, nível tido como de equilíbrio entre a oferta e a demanda mundiais. Outro fator é que, em contexto de maior crescimento, poderá haver alguma pressão por recomposição das margens de lucro das empresas, comprimidas pela desvalorização cambial, como evidencia o pequeno repasse para os preços do aumento do preço do dólar. Dessa forma, a despeito da trajetória esperada da inflação ser claramente descendente, o cenário principal incorpora ligeira assimetria para cima.

6.3 - Previsão da inflação

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



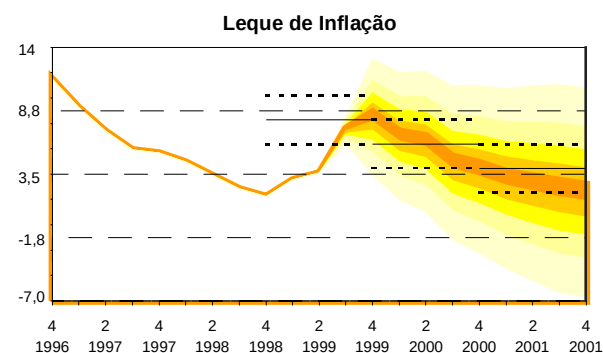
(inflação acumulada em 12 meses)

IPCA com juros fixos de 19% a.a.

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

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

Projeção de IPCA do Relatório de Inflação- Junho de 1999

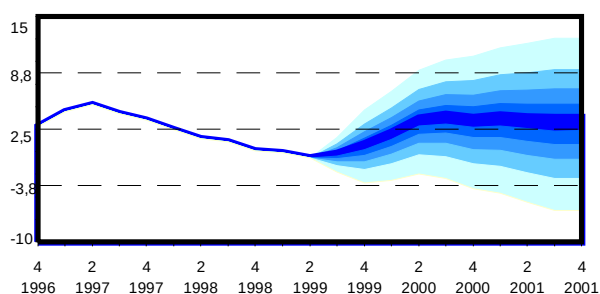


(inflação acumulada em 12 meses)

Com base nos pressupostos e riscos considerados pelo Copom e pelo conjunto de informações disponíveis, a projeção do IPCA acumulado em doze meses é mostrada no leque de inflação, construído com taxa de juros constante em 19% a.a., nível definido na reunião de 22 de setembro de 1999.

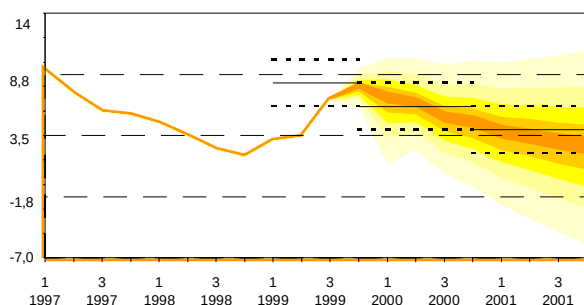
Nota-se que a trajetória esperada para a inflação acumulada em 12 meses é descendente em todo o período considerado, com quedas bem pronunciadas no primeiro e terceiro trimestres de 2000. Essas quedas resultam da substituição dos elevados valores da inflação acumulada nos trimestres correspondentes de 1999 pelos valores menores previstos. A manutenção dos juros básicos em 19% a.a. permite, na ausência de choques não antecipados, o cumprimento das metas para a inflação com folga.

Comparando o leque de inflação atual com o do *Relatório* de junho, aqui reapresentado, verifica-se que a trajetória esperada da inflação deslocou-se para baixo, no início do ano 2000, apesar da redução de 21% a.a. para 19% a.a. na taxa de juros que se supõe constante no tempo. Além da alteração nos pressupostos do cenário principal, outros quatro fatores contribuíram para a mudança de posição da trajetória: a) diferença de -0,27% entre a inflação ocorrida e a considerada no *Relatório* de junho para o segundo trimestre deste ano; b) a inflação estimada no último *Relatório* para o terceiro trimestre de 1999 ficou acima daquela agora projetada; c) os dados divulgados pelo IBGE referentes ao PIB de 1998 revisado e ao PIB do segundo trimestre deste ano foram incluídos nos modelos econométricos; e d) a inclusão dos novos dados permitiu captar, de forma mais precisa, os efeitos contracionistas da política fiscal sobre a demanda agregada.

Variação do PIB com juros de 19% aa fixos**Leque de Crescimento do Produto**

(variação do PIB, doze meses contra doze meses anteriores)

significativamente maiores do que no caso das previsões de inflação. Isto ocorre devido a razões teóricas e práticas. Dentre as primeiras, pode-se citar a necessidade de projetar a evolução de dois componentes não observáveis do produto, a saber, o produto potencial e o hiato do produto (vide quadro *Metodologia para Estimação do Produto Potencial*). Dentre

Projeção da Inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado 1/**Leque de Inflação**

(inflação acumulada em 12 meses)

1/ Captadas em 23/09/1999 às 13:30h

A partir deste Relatório, o Copom passa a divulgar as projeções para o crescimento do PIB acumulado em 12 meses, que, a exemplo da projeção de inflação, são apresentadas em forma de leque, visando explicitar o grau de incerteza dessas projeções.

Os leques de crescimento do produto aqui mostrados foram construídos com base nas mesmas hipóteses utilizadas nos leques de inflação correspondentes. Note-se que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são significativamente maiores do que no caso das previsões de inflação. Isto ocorre devido a razões teóricas e práticas. Dentre as primeiras, pode-se citar a necessidade de projetar a evolução de dois componentes não observáveis do produto, a saber, o produto potencial e o hiato do produto (vide quadro *Metodologia para Estimação do Produto Potencial*). Dentre as últimas, cabe mencionar que a mensuração do produto é muito menos precisa do que a da inflação, pois a primeira envolve cálculos de maior complexidade.

No primeiro leque, associado ao cenário principal considerado pelo Copom, a projeção central (mediana) de crescimento do PIB é de aproximadamente 3,2% em 2000. Ressalte-se que essa previsão está condicionada à permanência da taxa de juros em 19% a.a.

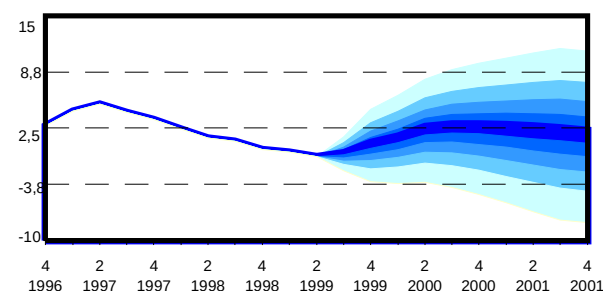
IPCA com expectativas de mercado 1/

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

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

1/ Captadas em 23/09/1999 às 13:30h

A título de ilustração, apresenta-se também o gráfico de leque da inflação levando em consideração as taxas de juros esperadas pelo mercado financeiro em 23 de setembro (captadas às 13:30 h), um dia após o Copom reduzir a taxa básica de juros da economia de 19,5% a.a. para 19% a.a. Além disso, as expectativas do mercado em relação à trajetória do risco Brasil (risco soberano) também foram utilizadas na construção do leque. O leque resultante tem inclinação negativa mais acentuada que no caso anterior, posto que os juros futuros seguem caminho ascendente. Por exemplo, a

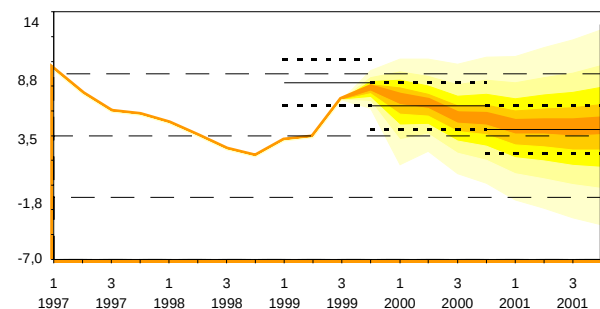
Variação do PIB com expectativas de mercado**Leque de Crescimento do Produto**

(variação do PIB, doze meses contra doze meses anteriores)

projeção central da inflação acumulada no ano de 2001 é de 2,2%, 0,7 ponto percentual a menos que no leque construído com juros constantes de 19% a.a.

Caso a taxa de juros comporte-se de acordo com as expectativas do mercado, o crescimento central projetado é menor do que o correspondente à situação de taxa de juros constantes, situando-se próximo a 2,3% em 2000. Isto ocorre, fundamentalmente, porque apesar de a inflação esperada não ser muito diferente da resultante do cenário principal, a taxa real de juros é maior neste caso.

Como subsídio analítico adicional, apresenta-se o leque de inflação baseado na hipótese de que a taxa básica de juros siga uma trajetória decrescente, atingindo média de 12,3% a.a. no quarto trimestre de 2000. É importante

Projeção da Inflação medida pelo IPCA, com juros decrescentes.**Leque de Inflação**

(inflação acumulada em 12 meses)

esclarecer que, para tornar consistente esse exercício de projeção, foi adotada a hipótese de risco soberano também decrescente.

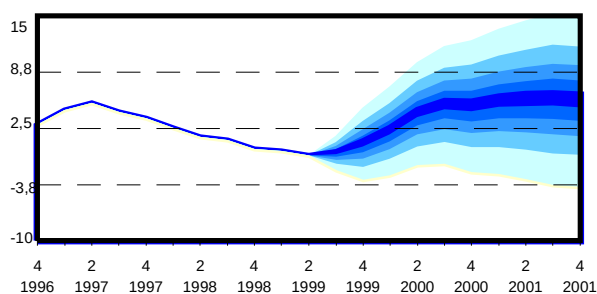
A projeção central de crescimento do produto, sob a hipótese de juros decrescentes e melhoria nos prêmios de risco, é de aproximadamente 5% em 2000, em decorrência da queda expressiva da taxa real de juros no período.

Além das projeções para o IPCA, é importante observar as projeções para os outros índices divulgados, que resumem os resultados dos diversos modelos utilizados na análise do mecanismo de transmissão da política monetária e compará-las com as do mercado, que representam a mediana das informações obtidas de, aproximadamente, 70 instituições financeiras e consultorias. Nota-se que, tanto para 1999 quanto para 2000, as projeções centrais do mercado para o INPC e para o IPC-FIPE são um pouco maiores. Não há praticamente divergências entre as estimativas para o IGP-M, mas para o IGP-DI o mercado espera variação menor neste

IPCA com juros decrescentes

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

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

Variação do PIB com juros decrescentes**Leque de Crescimento do Produto**

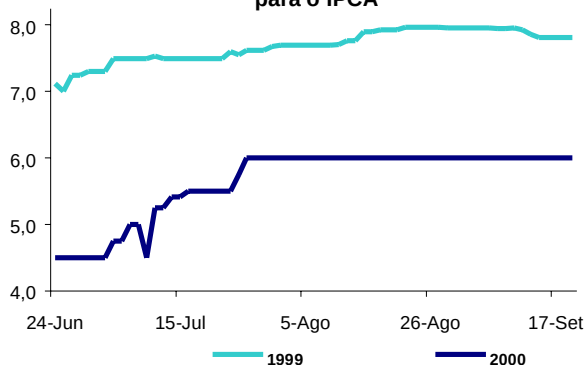
(variação do PIB, doze meses contra doze meses anteriores)

Projeções para outros índices de inflação

Índices	Ano	Intervalos de Confiança						Projeção	Projeção
								Central	Mercado
		50%							1/
		30%							
		10%							
INPC	1999	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,0	7,3
	2000	2,8	3,4	4,0	4,5	5,1	5,7	4,2	5,7
IPC-BR	1999	6,2	6,6	6,9	7,2	7,5	7,8	7,0	-
	2000	1,4	2,4	3,4	4,3	5,3	6,4	3,8	-
IPC	1999	5,0	5,4	5,7	6,0	6,4	6,8	5,9	6,5
	FIPE 2000	2,3	3,2	4,1	4,9	5,7	6,6	4,5	5
IGP-DI	1999	13,3	13,9	14,2	14,8	15,3	15,7	14,4	13,9
	2000	3,9	4,7	5,4	6,0	6,7	7,4	5,7	6,9
IGP-M	1999	13,8	14,1	14,3	14,6	14,8	15,1	14,4	14,1
	2000	4,1	5,1	5,9	6,7	7,6	8,5	6,3	6,3

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

1/ Estimativas colhidas junto ao mercado (70 instituições) em 21/09/1999

Evolução Diária das Estimativas do Mercado para o IPCA

ano e significativamente maior em 2000. Apesar dessas diferenças, as projeções do mercado estão dentro dos intervalos de confiança de 50% subjacentes às projeções apresentadas. Comparando as projeções do segundo relatório de inflação com as do primeiro, a mudança mais significativa refere-se à elevação das previsões para este ano dos índices gerais, devido, principalmente, à elevação maior do que esperada dos preços no atacado.

A evolução das projeções do mercado para a variação do IPCA podem ser vistas no gráfico ao lado. A mediana dessas projeções convergiu com rapidez – menos de dois meses – para o valor das metas deste e do próximo ano, indicando que o mercado considera as metas factíveis.

Metodologias para Estimação do Produto Potencial

Nesta edição, o Relatório de Inflação apresenta, pela primeira vez, o leque de crescimento do produto, que mostra a distribuição de probabilidade, a cada período, da evolução do Produto Interno Bruto (PIB) até o ano 2001. A partir da análise dos leques de inflação e do produto, pode-se avaliar a consistência da evolução da trajetória dessas duas variáveis, o que vai ao encontro do objetivo do Comitê de Política Monetária (Copom) de conferir maior transparência ao processo decisório da determinação da taxa Selic.

O PIB efetivo é o valor total dos bens e serviços finais produzidos no país durante um determinado período de tempo. O PIB potencial é o nível de produto que pode ser obtido com a plena utilização dos recursos disponíveis na economia, sem gerar pressões sobre a taxa de inflação. O PIB efetivo é um agregado mensurável diretamente, enquanto o potencial só pode ser estimado, pois não é observável.

Um conceito diretamente associado aos dois anteriores é o de hiato do produto, definido como a diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial. O hiato mede a capacidade ociosa da economia e é, assim, fundamental para avaliar o impacto da política monetária sobre a inflação. Conforme apresentado no anexo “O mecanismo de transmissão da política monetária” do Relatório de junho de 1999, a taxa de juros afeta a inflação, entre outros canais, por sua influência sobre a demanda agregada. Como a capacidade produtiva da economia, ou seja, o produto potencial, é pouco afetada no curto prazo pela política monetária, alterações na taxa de juros terão impacto sobre o hiato do produto. Taxas de juros mais elevadas tendem a provocar hiatos negativos, reduzindo a inflação.

A projeção do PIB é feita em 3 etapas. Na primeira, com base nos dados observados do PIB efetivo, estima-se o PIB potencial por um dos métodos aqui descritos, obtendo-se o hiato por diferença. Na segunda, por meio de modelos econométricos, projeta-se a evolução do hiato até o final do horizonte de previsão. Projeta-se também o produto potencial para o mesmo período. Por último, obtém-se a projeção do PIB pela soma das projeções dos componentes. Este anexo trata apenas da primeira etapa do procedimento, descrevendo as metodologias normalmente utilizadas para estimar o PIB potencial.

Há uma variedade de técnicas para se calcular o produto potencial¹. Entre elas, destacam-se: 1) a extração a partir de uma tendência ao longo do tempo; 2) a utilização de filtros para suavizar a série de PIB; 3) o uso de filtros de Kalman; e 4) a estimativa de função de produção.

¹ Uma revisão da literatura sobre estimativas de produto potencial pode ser encontrada em:

- Giorno, C. *et al.* (1995): *Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances*, Working Paper no. 152, Economic Department, OCDE;
- Apel, M. *et al.* (1996): *Potential Output and Output Gap*, in *Quarterly Review*, Sveriges Riksbank, 1996(3), pp. 24 a 35.

Para extrair o PIB potencial a partir de uma tendência ao longo do tempo, o procedimento mais simples consiste em estimar a seguinte regressão:

$$(1) \quad \text{PIB}_t = a + bt + \varepsilon_t$$

onde o PIB está expresso em logaritmo, “a” e “b” são os parâmetros que devem ser estimados, “t” é o período correspondente à observação e ε o erro de previsão. Note-se que o parâmetro “b” exprime a taxa de crescimento do produto potencial. O PIB potencial, neste caso, é dado por:

$$(2) \quad \text{PIB}_t = a + bt$$

onde os símbolos “^” indicam parâmetros estimados.

Uma vez estimado o PIB potencial, o hiato do produto será dado por:

$$(3) \quad h_t = \text{PIB}_t - \text{PIB}_t^* = \varepsilon_t$$

Vale observar que a validade da extração do PIB potencial a partir deste tipo de ajuste linear pressupõe que esta variável cresça a uma taxa constante. Essa é, provavelmente, a principal crítica a essa metodologia. Afinal, vários fatores contribuem para a taxa de crescimento do PIB potencial, como o crescimento da população, do estoque de capital e da produtividade, ficando difícil aceitar a hipótese de que a taxa de crescimento de cada uma dessas variáveis seja tal que gere um crescimento constante do PIB potencial².

Uma das formas de resolver esse problema é estimar o produto potencial a partir da suavização da série histórica do PIB. A forma mais comum de fazê-lo é através do uso do filtro de Hodrick-Prescott (filtro HP), que seleciona, para cada período, o PIB potencial que minimiza a soma:

$$\sum_{t=1}^T (\text{PIB}_t - \hat{\text{PIB}}_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\hat{\text{PIB}}_{t+1} - \hat{\text{PIB}}_t) - (\hat{\text{PIB}}_t - \hat{\text{PIB}}_{t-1})]^2$$

onde as variáveis são expressas em logaritmos. O filtro HP seleciona a sequência de PIB potencial que minimiza o quadrado do hiato do produto (primeiro termo da soma), com uma restrição adicional sobre a variação do crescimento do produto potencial ponderada por um fator λ (segundo termo). Quando se utiliza um valor baixo para λ , abre-se mão da restrição sobre a variação do crescimento do produto potencial e o hiato tende a ser pequeno. No limite, com $\lambda = 0$, o PIB potencial coincide com o PIB efetivo. Com λ de valor alto, a restrição torna-se mais efetiva e impõe baixa flutuação na taxa de crescimento do produto potencial. Quando λ tende a infinito, o filtro HP produz a mesma tendência linear descrita no método anterior, onde a taxa de crescimento do PIB potencial é constante. Não há um método estatístico capaz de especificar qual o melhor valor de λ e, na prática, costuma-se utilizar os valores $\lambda = 100, 1600$ e 14400 para dados de frequência anual, trimestral e mensal, respectivamente.

² Uma forma de suavizar essa crítica é subdividir a amostra em vários sub-períodos, de forma que a taxa de crescimento do produto potencial seja constante somente dentro de cada um dos sub-períodos propostos.

Em relação ao método de extração de tendência linear, o filtro HP apresenta a vantagem de captar alterações na taxa de crescimento do PIB potencial. Por outro lado, o filtro HP pode gerar crescimento negativo do PIB potencial se as últimas observações da série forem de um período de recessão econômica, o que é um resultado não intuitivo³. Além disso, o filtro HP fornece apenas as estimativas de produto potencial para o período amostral, sem gerar projeções do PIB potencial. Para obter tais projeções, é necessário utilizar algum outro método, como modelos ARIMA, ajustes polinomiais ou elaboração de cenários. Tanto a extração da tendência linear quanto o filtro HP sofrem, entretanto, a mesma crítica: são métodos mecânicos que não incorporam informações sobre o comportamento das variáveis que explicam a variação do produto potencial, como a evolução dos fatores de produção e da produtividade.

O método de estimação do produto potencial a partir da função de produção procura contornar a dificuldade exposta acima. Seu ponto de partida consiste em estimar uma função de produção do tipo:

$$(4) \quad PIB_t = a + bl_t + (1-b)k_t + \varepsilon_t$$

onde l é o fator trabalho, k o capital, ambos expressos em logaritmos, e ε o erro. O termo b corresponde à participação dos salários na economia e o crescimento da produtividade pode ser obtido a partir de uma suavização (por exemplo, através de um filtro HP) da série do erro estimado. O produto potencial é então obtido por:

$$(5) \quad \hat{PIB}_t = \hat{a} + b\hat{l}_t^* + (1-\hat{b})k_t + \varepsilon_t^*$$

onde o símbolo “ $\hat{}$ ” significa coeficiente estimado, l^* a utilização de mão-de-obra consistente com a taxa natural de desemprego – a taxa de desemprego que não gera pressões sobre a inflação – e ε^* a correção para produtividade, obtida a partir do erro estimado pela equação (4). A grande vantagem desse método é permitir entender a variação do PIB potencial em função dos fatores que o influenciam – estoque de capital, força de trabalho e produtividade. Dessa forma, podem-se fazer projeções do PIB potencial pressupondo diferentes cenários para a evolução dessas variáveis. Entre os problemas associados a essa metodologia destacam-se a dificuldade de obtenção de dados, principalmente sobre o estoque de capital físico, a estimativa de l^* , a especificação correta da função de produção e do cenário traçado para evolução das variáveis explicativas.

Por fim, um quarto método de estimação, o de componentes não observáveis, procura estimar o produto potencial tendo como base a inter-relação entre o produto e a inflação. O processo gerador

³ Com exceção de períodos de guerra ou de elevada perda de capital e força de trabalho, o PIB potencial tende a crescer ao longo do tempo.

do produto potencial, produto observado e inflação pode ser modelado, por exemplo, a partir do seguinte sistema:

$$(6) \quad \Delta \text{PIB}_t = a_0 + a_1 (\text{PIB}_{t-1}^{\wedge} - \text{PIB}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(7) \quad \Delta \pi_t = -b_1 (\text{PIB}_{t-1}^{\wedge} - \text{PIB}_{t-1}) + \eta_t$$

$$(8) \quad \text{PIB}_t^{\wedge} = c_1 + \text{PIB}_{t-1}^{\wedge} + v_t$$

onde Δ é o operador diferença, π a taxa de inflação, o PIB e o PIB potencial estão expressos em logaritmos e ε , η e v são os erros das equações. Supõem-se que os coeficientes a_1 , b_1 e c_1 sejam positivos. Observe que os termos entre parênteses correspondem ao negativo do hiato do produto, conforme definido na equação (3).

A equação (6) diz que o PIB tende a voltar para a média, isto é, se em (t-1) o produto potencial esteve acima do observado, ou seja, a economia está em recessão, espera-se que o PIB esteja maior no período (t). A equação (7) mostra a relação normalmente esperada entre inflação e hiato do produto, qual seja, quanto maior for o hiato do produto, maior será o aumento da inflação e, se o produto observado for igual ao potencial, não haverá pressão sobre a inflação. Por fim a equação (8) considera que o produto potencial é um passeio aleatório com tendência de crescimento igual a c_1 . Os coeficientes desse sistema são estimados utilizando-se um filtro de Kalman⁴, onde (6) e (7) são as chamadas equações de estado e (8) a equação de transição.

O método de componentes não observáveis, como o descrito acima, apresenta a vantagem, em relação aos demais, de explicitar a relação entre hiato do produto e inflação. Além disso, necessita somente de séries de produto e inflação para ser estimado. Entretanto, assim como no caso da extração de tendência e do filtro HP, este método não permite fazer inferências sobre o impacto dos determinantes do produto potencial sobre a sua evolução.

Em resumo, cada um dos métodos para estimar o produto potencial resultará em uma magnitude distinta para o hiato do produto. Mais do que isso, pode ocorrer que um método indique que a economia está aquecida (isto é, o hiato é positivo) e outro indique o contrário. Não há, em princípio, uma forma clara de escolher qual das metodologias fornece a melhor estimativa do produto potencial. Essa escolha dependerá, em grande parte, de uma avaliação adicional a respeito das pressões de oferta e demanda da economia.

⁴ Sobre filtro de Kalman, ver:

- Hamilton, J. (1994): *Time Series Analysis*, 1ª edição, Princeton University Press, EUA, cap. 13, pp. 372-408.

O Leque de Inflação

O regime de metas para a inflação prevê uma estratégia explícita de atuação da autoridade monetária, compatível com as defasagens existentes entre os ajustes dos instrumentos de política monetária e seus efeitos sobre o produto e a inflação. Requer a intervenção preventiva do Banco Central de forma a direcionar a trajetória futura da inflação, buscando sistematicamente a convergência para a meta pré-estabelecida.

Essa missão deve ser conduzida da maneira mais transparente possível, evitando surpresas indesejáveis que só contribuem para aumentar a insegurança dos agentes econômicos quanto a futuras decisões dos formuladores de política monetária.

Nesse contexto, o leque de inflação representa uma ferramenta extremamente útil e importante, cujo propósito é tornar público qual o melhor julgamento realizado pelo Comitê de Política Monetária sobre a trajetória esperada da inflação. A aparência em leque do gráfico reflete os diferentes graus de incerteza, em torno de uma medida de tendência central, sobre a taxa de inflação prevista ao longo de um determinado horizonte de tempo.

Normalmente, serão apresentados nos Relatórios de Inflação dois gráficos em leque. O primeiro é construído sob a hipótese de taxa nominal de juros constante ao longo de todo o período de projeção; o segundo, acessório, sob a hipótese de que a taxa nominal de juros será aquela embutida nas expectativas de mercado.

O primeiro serve de instrumental prospectivo para as discussões entre os membros do Copom, assessorando-os no processo de tomada de decisões. Além disso, ao demonstrar o consenso entre os membros do Copom sobre o cenário esperado de inflação, sob a hipótese de que o Banco Central mantenha inalterado o nível da última taxa de juros fixada, o leque de inflação permite justificar as decisões de política monetária tornando-a, portanto, mais transparente.

A segunda forma de apresentação do leque de inflação apenas ilustra qual seria a projeção da inflação esperada pelo Copom, caso suas decisões futuras de ajuste nas taxas de juros seguissem as expectativas do mercado.

Esse panorama inicial contemplou a importância de se produzir e divulgar uma projeção para inflação que reflita o consenso dos membros do Copom, de modo a permitir que o Banco Central atue preventivamente e de forma transparente, aumentando a eficiência da política monetária e evitando incertezas desnecessárias.

Isto posto, é preciso entender o processo de formação da projeção que gera o leque de inflação, como ele é construído e como deve ser interpretado. O leque de inflação é construído agregando-se distribuições de probabilidade geradas para diferentes pontos do horizonte de projeção. Embora seja pré-estabelecida uma forma funcional para essa distribuição de probabilidade, seus parâmetros são calibrados pela avaliação subjetiva dos membros do Copom a respeito de possíveis fatores de pressão inflacionária. Antes de entrar em maiores detalhes sobre a obtenção desses parâmetros, é necessário justificar a escolha de uma determinada forma funcional para a distribuição de probabilidade.

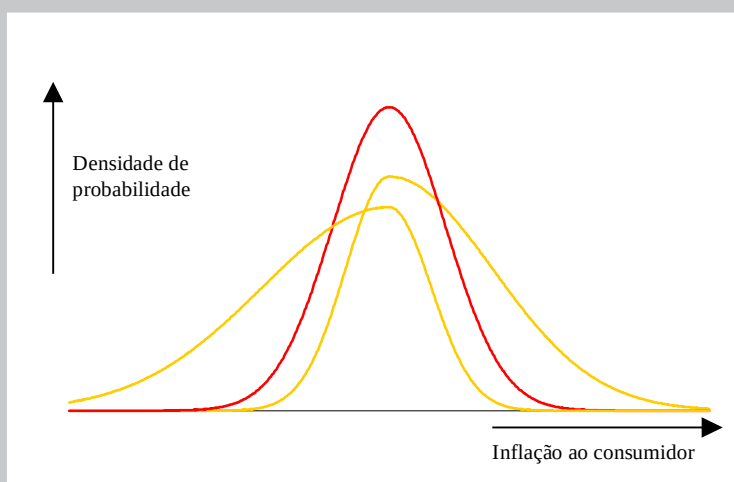


Gráfico 1

Considerando que os prováveis resultados da projeção para inflação estejam distribuídos em torno da média, possivelmente de maneira não simétrica, a função de distribuição de probabilidade assumiria uma das formas ilustradas no gráfico 1.

Conforme mencionado anteriormente, a análise dos membros do Copom quanto às possibilidades de concretização de potenciais fontes de pressão inflacionária deverão resultar na identificação de uma medida de tendência central, do grau de dispersão em torno dela, bem como do grau de assimetria. Estes são os parâmetros que deverão calibrar a distribuição de probabilidade, produzindo um daqueles formatos citados acima.

Convém abrir um parêntese para reênfatizar que essa avaliação dos membros do Copom resultará em várias distribuições de probabilidade a serem agregadas compondo o leque de inflação.

A projeção central é produzida a partir de modelos econométricos que asseguram consistência entre as variáveis envolvidas. No entanto, os membros do Copom poderão estabelecer qual conjunto de relações entre as variáveis é o mais representativo, determinando qual a trajetória central a ser utilizada.

O grau de dispersão é derivado de avaliações quanto à variância de possíveis choques que afetem a inflação esperada e de ajustes arbitrados no comportamento futuro dos erros de previsão ocorridos no passado de acordo com o modelo.

Com o intuito de obter o grau de assimetria, os membros do Copom, considerando faixas de variação para a ocorrência dos mesmos choques, atribuem probabilidades a desvios em relação à média desses intervalos. O grau de assimetria é obtido pela ponderação das assimetrias individualmente avaliadas.

Finalizando esse processo, os membros do Copom decidem pela aprovação ou não do leque de inflação que incorporou todas as avaliações realizadas. Caso seja necessário, novos ajustes serão produzidos até que o leque de inflação seja julgado adequado.

Para interpretar corretamente o leque de inflação, é imprescindível ter-se em mente esse processo de sua montagem. Após interações sucessivas, considerando alguns cenários possíveis para a economia, as distribuições de probabilidade são ajustadas e o leque de inflação desenhado (com a hipótese de constância da taxa nominal de juros). Os gráficos 2 e 3 ilustram os resultados das duas etapas descritas.

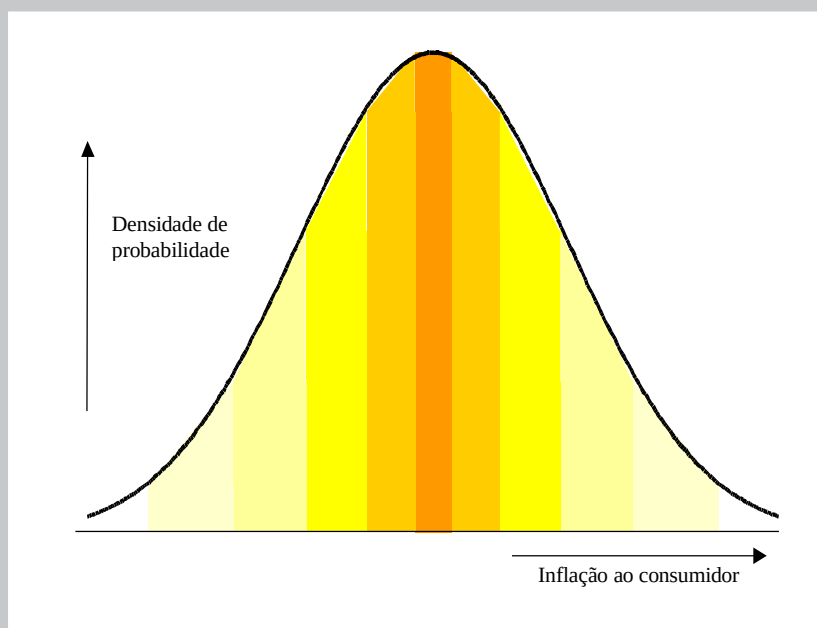
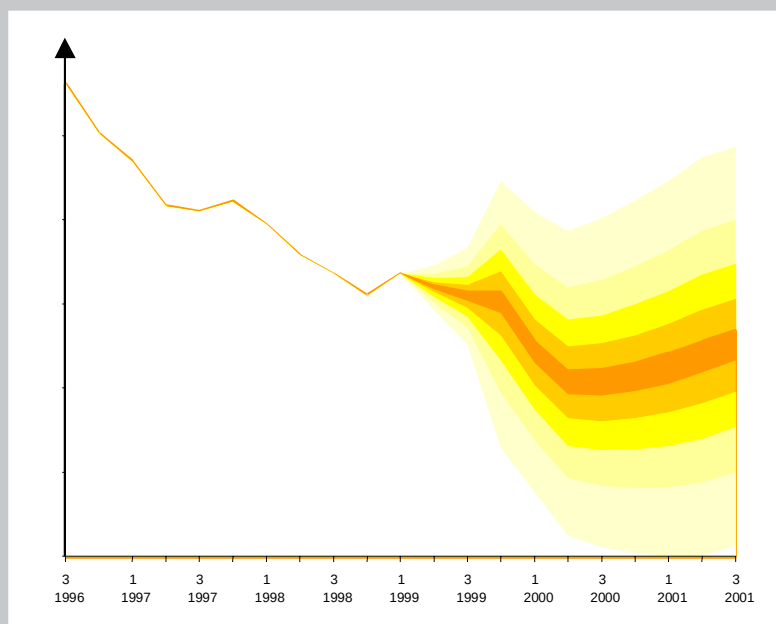


Gráfico 2

No gráfico 3, denominado leque de inflação, um corte vertical em um ponto qualquer no tempo, dentro do período de previsão, representa uma visão aérea da distribuição de probabilidade representada no gráfico 2. Neste último, a altura da distribuição indica a probabilidade da taxa de inflação assumir um determinado valor naquela data. Logo, um intervalo em torno do pico é o mais provável, correspondendo à moda da distribuição.

Leque de Inflação



Obs. Este diagrama é meramente ilustrativo.

Gráfico 3

As bandas, em tons decrescentes, são traçadas a partir da medida de tendência central, que nesse caso é a mediana da distribuição, ou seja, aquele valor à direita e à esquerda do qual há 50% de chance de ocorrência. Tanto a faixa central quanto as outras englobam valores para a taxa de inflação que geram sempre um intervalo cuja probabilidade de ocorrência é de 10%, cobrindo um total de 90%.

Cabe destacar que o leque provavelmente superestima a dispersão das variáveis nos prazos mais longos de previsão, pois não incorpora, entre outras coisas, respostas da política monetária a desvios da inflação esperada em relação à meta. Por exemplo, se a inflação prevista estiver abaixo da meta, o Banco Central poderá reduzir a taxa de juros para reconduzir a inflação para a meta.

Em síntese, o leque de inflação é gerado utilizando a modelagem econométrica que mais se adequa à realidade, segundo a visão do Copom, incorporando ainda suas avaliações subjetivas quanto à projeção esperada para a inflação. Ao comparar-se essa projeção com as metas futuras também exemplificadas no gráfico (ressalvando o fato de que a taxa de juros é mantida constante ao longo do horizonte de previsão), o público será capaz de entender e formar expectativas sobre as futuras decisões de política monetária.

Anexos

NOTAS DA 37ª REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Copom)

Data: 28.07.1999

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

Horário de início: 16:40 h

Horário de término: 22:10 h

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - **Presidente**

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Luiz Carlos Alvarez

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang

Chefes de Departamento

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

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

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

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

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

Demais participantes:

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

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

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do novo regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação. Foram considerados os informes dos Srs. Chefes de Departamento relativamente à análise da conjuntura, que abrangem inflação, nível de atividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço de pagamentos e economia internacional (Depec);

evolução do mercado de câmbio, operações cambiais conduzidas pelo Banco Central, posição das reservas internacionais e ambiente externo (Depin); estado da liquidez bancária (Deban); situação do mercado monetário e operações de mercado aberto (Demab); e avaliação prospectiva das tendências da inflação (Depep).

Preços e nível de atividade

Com o fim da comercialização da safra recorde de grãos e o início da entressafra, a contribuição dos preços agrícolas para a redução dos preços no atacado se esgotou. Desde julho, a contribuição dos preços dos alimentos passa a ser neutra, ao contrário do que ocorreu em junho, quando a queda nos preços dos alimentos compensou, em parte, a alta nos preços de combustíveis e nas tarifas de serviços públicos.

Com o aumento de 0,19% em junho, a inflação medida pelo IPCA fechou o semestre em 3,96%, sendo 2,14% por conta de preços administrados, cujo aumento foi de 5,29%. Apesar disso, as expectativas de inflação do mercado (IPCA) estão ligeiramente menores do que as captadas ao final de junho.

O nível de atividade econômica não indica pressões sobre preços e salários. A utilização da capacidade instalada na indústria recuperou-se na margem em maio e junho, mas ainda há capacidade ociosa. A trajetória do custo unitário do trabalho é declinante, na medida em que a produtividade na indústria permanece alta e crescente e os rendimentos médios reais continuam em queda. Esses rendimentos acumulam perda de 4,24% até maio, o que elimina eventuais pressões de demanda. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego aberto está estável, podendo apresentar quedas no segundo semestre.

A produção industrial cresceu 2,1% em maio, liderada pela indústria de transformação. Para junho, espera-se estabilidade na produção industrial com base no comportamento de alguns indicadores antecedentes, como expedição de papelão ondulado, consumo de energia e estimativa de horas trabalhadas. Apenas a indústria automobilística deve acelerar a produção em junho e julho, já que os incentivos fiscais terminam no final do mês.

Agregados monetários e crédito

A expansão da demanda por moeda em julho foi superior ao padrão sazonal em decorrência das expectativas quanto às mudanças nos fundos de investimento financeiro e do retorno da cobrança da CPMF. No entanto, a tendência é de que esse quadro se reverta em agosto, com a vigência da nova estrutura de fundos.

Os empréstimos do sistema financeiro mantiveram-se estáveis em maio. A inadimplência no sistema privado alcançou 5,4%. No sistema público, a inadimplência caiu para 11,6%.

Finanças públicas

A dívida líquida do setor público atingiu R\$ 483,1 bilhões (49,6% do PIB) em maio. O superávit primário consolidado alcançou R\$ 379 milhões (0,46% do PIB) em maio. No acumulado do ano, até maio, o resultado primário apresentou superávit de R\$ 11 bilhões, próximo da meta de R\$ 13,8 bilhões para o primeiro semestre.

As receitas de privatização totalizaram R\$ 3,3 bilhões, até junho, nas esferas federal e estadual. No segundo semestre, espera-se que essas receitas atinjam o triplo desse valor. Os principais riscos fiscais se resumem ao contencioso legal sobre a cobrança da CPMF e sobre as elevações das alíquotas da Cofins e da CPSS.

Balanço de pagamentos

A balança comercial tende a apresentar pequeno superávit em julho. Os índices de preços de exportações começaram a recuperar-se em maio, liderados pelos produtos manufaturados. Apesar do ligeiro aumento nos preços internacionais dos produtos básicos, não deve haver melhora na receita de exportações, uma vez que a comercialização da safra brasileira está no fim. As importações, depois da queda acentuada em virtude da desvalorização, voltaram a crescer em maio e junho, acompanhando o aumento da produção industrial doméstica, visto que o crescimento é mais pronunciado nos segmentos de bens de capital e intermediários.

O saldo de transações correntes acumulou déficit de US\$ 12,3 bilhões no primeiro semestre, valor totalmente financiado pelo ingresso de investimentos diretos de US\$ 13 bilhões no mesmo período. Houve forte concentração de pagamentos externos no primeiro semestre, que não se repetirá no segundo, ajudando a reduzir pressões sobre a taxa de câmbio e, por conseqüência, sobre a inflação. As captações externas ainda estão com prazos e custos bem diferentes dos que vigoravam antes da crise russa, mas é perceptível a melhora do *spread* médio, que caiu para 607 pontos base em junho, frente a uma média de 640 pontos no período de janeiro a junho. O prazo médio das emissões foi de 4,4 anos no primeiro semestre e de 4,9 anos em junho. Consideradas as opções de compra/venda esse prazo fica em 1,9 ano, em junho.

As reservas internacionais, no conceito de liquidez, chegaram a US\$ 41,3 bilhões em junho. O fluxo de capitais de curto prazo tem sido reduzido e, nos empréstimos de longo prazo, a rolagem tem sido parcial. Os ingressos de recursos para investimentos diretos, no entanto, permanecem

fortes. O fluxo tem sido regulado exclusivamente pelos agentes do mercado, que têm-se valido do limite de posição vendida mais flexível para fornecer divisas ao mercado de câmbio, arbitrando entre os custos de captação das linhas de crédito e a variação da taxa de câmbio no mercado doméstico. Desde maio último o Banco Central não faz intervenções no mercado de câmbio.

Ambiente externo

Continua forte o crescimento da economia americana, sem sinais inequívocos de pressões inflacionárias. A inflação ao consumidor atingiu 1,3% no primeiro semestre, com variação nula em maio e junho. O índice de preços ao produtor – matérias-primas acumulou 7,4% nos primeiros seis meses, mas isso deveu-se ao forte aumento do petróleo captado em maio. O índice cheio atingiu apenas 0,8% no período. A taxa de desemprego permanece estável pouco acima de 4%, sem alterar o rendimento médio do trabalho. Na indústria manufatureira, a produtividade continua crescente.

O aumento da taxa de juros dos *fed funds* para 5% a.a. foi seguido da mudança de viés de alta para neutro, o que foi bem recebido pelo mercado, mas não garante que novas elevações não possam ocorrer. A próxima reunião do FOMC será em 24 de agosto e, em face dos últimos indicadores conhecidos, não se espera novo aumento dos juros. Os contratos futuros de *fed funds* embutem uma expectativa de elevação de 25 pontos base apenas em novembro. Os *spreads* nas colocações de títulos privados no mercado americano continuam com tendência de alta, superando inclusive os níveis atingidos durante a crise da Rússia, principalmente em função do elevado número de emissões realizadas e previstas.

No Japão, o crescimento de 1,9% do PIB no primeiro trimestre deveu-se essencialmente ao aumento dos gastos públicos, de sustentabilidade duvidosa. A produção industrial retraiu-se 3,4% em abril e 0,7% em maio. Permanece o problema do baixo nível de consumo e do excesso de poupança em relação ao investimento privado.

Na União Européia, a expectativa de melhor desempenho das economias vem provocando uma valorização do euro frente ao dólar. O crescimento do PIB na Alemanha foi de 0,7% no primeiro trimestre e a taxa de desemprego caiu para 10,2% em maio, contra 11,6% em fevereiro.

Na China, em que pese o crescimento anunciado do PIB (8,3% no primeiro trimestre e 7,6% no segundo), a balança comercial apresenta superávits decrescentes e também são cadentes o ingresso de investimento estrangeiro direto e de empréstimos.

Na Argentina, a produção industrial teve retração de 9,8% no primeiro semestre e as dificuldades com o equilíbrio fiscal, decorrentes da elevação dos juros internos e externos, tornam mais lenta a recuperação do nível de atividade.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

A avaliação prospectiva da inflação foi efetuada a partir da identificação de um conjunto de choques que possam produzir impacto sobre a trajetória futura da inflação. Essa identificação iniciou-se com discussões preliminares no âmbito técnico e, posteriormente, com base nas críticas e sugestões colhidas dos membros do Copom. Não houve qualquer alteração qualitativa no conjunto de choques em relação àquele contemplado no I Relatório de Inflação, publicado em 30 de junho passado. Os choques resumem-se ao impacto direto dos aumentos de tarifas de serviços públicos e de preços de combustíveis sobre a taxa de inflação do terceiro trimestre e à perspectiva de até dois novos aumentos nos juros básicos dos EUA, cada um de 25 pontos base.

De posse dos dados referentes ao segundo trimestre de 1999 para grande parte das variáveis macroeconômicas relevantes, e com a introdução do conjunto pré-definido de choques, construíram-se cinco cenários macroeconômicos. Esses panoramas foram complementados por distintos níveis de percepção do risco do País, capturados por diferentes trajetórias para o “*spread*” dos títulos da dívida externa brasileira sobre a remuneração de título do Tesouro norte-americano de prazo equivalente. Tanto o aumento da taxa de juros nos EUA quanto o risco de turbulências nos mercados emergentes afetam os “*spreads*”.

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

Dos exercícios de simulação, conclui-se que haveria espaço para reduzir a taxa de juros sem comprometer as metas para a inflação para 1999, 2000 e 2001, mesmo levando em conta as incertezas consideráveis que persistem no ambiente externo. Apenas no caso de um choque imprevisto e de magnitude expressiva atingir a economia no segundo semestre essa conclusão seria alterada. No cenário central, e dada a defasagem de cerca de 6 meses entre alterações na política monetária e seu impacto pleno sobre a inflação, permanece válida a trajetória de inflação até o final de 1999 publicada no I Relatório de Inflação, mesmo com taxas de juros inferiores a 21% a.a.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Na última reunião, o Copom trouxe a meta para a taxa SELIC de 22% para 21% a.a. e manteve a indicação de viés de redução. Pela primeira vez desde sua implantação, entretanto,

o viés não foi utilizado. Para os participantes do mercado, isso ocorreu pelas seguintes razões: (1) contínua e significativa desvalorização da moeda; (2) ligeira mudança no patamar da inflação esperada; (3) proximidade do patamar percebido como “pisso” por alguns segmentos do mercado; (4) expectativa de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos; e (5) percepção de aumento do risco associado aos países da emergentes. Isto mostra que a racionalidade do sistema de metas para a inflação com livre flutuação da taxa de câmbio ainda não foi integralmente assimilada.

A estrutura a termo da taxa de juros, extraída de ativos financeiros com prazo de até um ano, interrompeu a tendência de deslocamento descendente verificada em períodos anteriores, continuando, porém, a apresentar inclinação positiva.

Diretrizes de política monetária

As expectativas para o comportamento da inflação estão ligeiramente aquém do que estava estimado no I Relatório de Inflação, mesmo já considerando os reajustes de preços administrados. Dado que os indicadores de inflação e da política fiscal são favoráveis e não houve mudança substancial no cenário externo, a decisão do Copom foi de reduzir a taxa básica de juros de 21% a.a. para 19,5% a.a., sem indicação de viés.

Diferentemente das reuniões anteriores, quando se fixou o viés de redução, desta vez a decisão foi de não definir um viés. O uso do viés está associado à prerrogativa do Presidente do Banco Central de mudar a taxa de juros básica no período compreendido entre duas reuniões ordinárias do Copom. Esta prerrogativa foi útil nos primeiros meses após a desvalorização cambial, quando o nível de incertezas era maior e exigia uma atuação mais flexível da autoridade monetária.

O Copom optou por não especificar o viés, para que as decisões sobre as taxas de juros sejam tomadas a cada reunião, já que é perceptível, hoje, que a economia está entrando num ciclo de normalidade.

A tendência de longo prazo da taxa de juros deve ser vista a partir das projeções de inflação contidas no Relatório de Inflação, que é, de fato, o documento que expressa as opiniões do Copom e norteia as suas decisões.

Ao final da reunião, foi lembrado que o Comitê voltaria a se reunir em 1º de setembro de 1999, às 16:30 h, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 6.438, de 28.10.1998, do Banco Central.

NOTAS DA 38ª REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Copom)

Data: 01.09.1999

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

Horário de início: 16:45 h

Horário de término: 21:45 h

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Luiz Carlos Alvarez

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang

Chefes de Departamento

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

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

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

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

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

Demais participantes:

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

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

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

Demanda e oferta agregadas

Os principais indicadores de demanda não mostraram mudanças significativas dos patamares do consumo e do investimento domésticos nos últimos meses. Portanto, os sinais de retomada ainda são tênues. O quadro geral desenhado pelos dados disponíveis é de recuperação na margem, mas com taxas

acumuladas ainda negativas. Os rendimentos médios nominais, por exemplo, cresceram 0,97% em junho, mas mantêm retração de 0,73% no ano.

As vendas reais no atacado cresceram 0,8% no primeiro semestre. O faturamento real dos supermercados caiu 1,5% em julho, acumulando queda de 1,1% no ano. O faturamento do comércio varejista em São Paulo, segundo dados preliminares, teve recuo de 2,5% até julho em função da queda das vendas de veículos (excluindo concessionárias, houve aumento de 4,9%). As vendas de autoveículos no contexto nacional aumentaram 6,2% em julho (dados dessazonalizados), pela expectativa do final do acordo de redução do IPI. No ano, a queda das vendas da indústria de automóveis é de 15,5%. No setor de eletroeletrônicos, as vendas industriais cresceram 0,7% em julho, mas no ano acumulam queda de 18%.

O consumo de gasolina automotiva teve elevação de 0,8% no primeiro semestre. O de energia elétrica cresceu 2,1%: houve queda de 0,9% no consumo de energia industrial; aumento de 6% no consumo comercial, devido à melhoria no setor de entretenimento e hoteleiro; aumento de 3,6% no consumo residencial, com a incorporação de 1,6 milhão de novos consumidores nos últimos 12 meses; e aumento de 3,8% nos demais segmentos, que incluem serviços públicos, consumo rural e iluminação pública.

A taxa de inadimplência das pessoas físicas no comércio varejista continua elevada, mas com sinais de interrupção da tendência de crescimento. No SPC (Serviço de Proteção ao Crédito), a taxa líquida de inadimplência em julho foi de 14,9%, em comparação com 19,9% em junho. O percentual de cheques devolvidos atingiu 3,4% em julho, frente a 2,9% no mês anterior. No Teledata (RJ), a participação de cheques devolvidos no total de cheques recebidos no comércio foi de 1,7% em julho, percentual semelhante ao de junho, 1,8%.

No primeiro semestre, os indicadores de investimento situaram-se em patamar inferior ao verificado em igual período de 1998. A produção de bens de capital reduziu-se 12,7% no ano, mas foi registrado crescimento em maio e junho (1,83% e 1,97%, dados dessazonalizados). Os investimentos estrangeiros diretos apresentaram crescimento acumulado de 34,3% no ano (até julho, exceto privatizações). Estima-se que a formação bruta de capital fixo (taxa de investimento) no segundo trimestre do ano tenha sido de 16,8% do PIB, a preços constantes.

As metas fiscais acordadas com o FMI foram integralmente cumpridas. O superávit primário do setor público consolidado (critério de desempenho) atingiu R\$ 13,6 bilhões no primeiro semestre, cifra superior em R\$ 700 milhões ao mínimo estimado para o período. A dívida líquida (meta indicativa) chegou a R\$ 491,1 bilhões em junho, também abaixo do estoque máximo estimado, que era de R\$ 514,3 bilhões. Como resultado desse bom desempenho fiscal, o setor público tem contribuído de forma efetiva para arrefecer as pressões de demanda sobre os preços.

A desvalorização cambial e a contração da atividade reverteram o saldo deficitário no comércio de bens e serviços não-fatores. O ganho, em termos absolutos, somou US\$ 2,7 bilhões no primeiro semestre. No entanto, um avanço mais firme das exportações líquidas depende de uma evolução mais favorável dos preços externos. A preços correntes, as exportações até julho somaram US\$ 26,56 bilhões e as importações, US\$ 27,08 bilhões, resultando num déficit comercial de US\$ 525 milhões. Para se ter uma idéia da deterioração nas relações de troca em 1999, pode-se recalculá-las com os dados da balança comercial a preços médios de dezembro de 1998: as exportações corresponderiam a US\$ 27,84 bilhões e as importações a US\$ 25,46 bilhões, com um superávit de US\$ 2,38 bilhões. O preço médio internacional do café teve queda de 36,1%, o do açúcar caiu 35,6% e o da soja 22,5%. A alta do petróleo foi o principal fator do lado das importações. Por um lado, os baixos preços internacionais das mercadorias agrícolas impediram uma recuperação mais veloz dos saldos comerciais, pressionando a taxa de câmbio. Por outro, ajudaram a manter baixo o repasse da desvalorização cambial para os preços no mercado interno.

Os investimentos estrangeiros diretos até julho totalizaram US\$ 17,1 bilhões, cifra, assim, superior ao déficit em transações correntes do balanço de pagamentos (US\$ 13,8 bilhões). Em agosto, entraram no país mais US\$ 2,7 bilhões.

Pelo lado da oferta, os indicadores mostram relativa estabilidade nos últimos dois meses. Até julho, aumentos nos níveis de atividade produtiva só aparecem no setor primário. A produção industrial teve queda de 3,2% até junho, sendo de 1,3% no mês de junho, quando a indústria de transformação declinou 1,5% e a extrativa mineral cresceu 0,6%. A expectativa é de queda de 0,3% na produção industrial em julho. Os indicadores de julho mostram que a produção de veículos cresceu 3,7%, a de máquinas agrícolas caiu 18,9% e houve queda, também, de 0,4% na carga própria de energia elétrica e de 4% na expedição de papel ondulado.

A estimativa mais recente para a safra de grãos de 1999, do IBGE, é crescimento de 10,5%, liderado por arroz, feijão, algodão, milho e trigo. Os preços médios desses produtos mostraram-se estáveis em agosto. Apenas a soja apresentou alta de preços, acompanhando a cotação internacional.

A taxa de desemprego aberto foi de 7,54% em julho, ligeiramente inferior aos 7,84% de junho e aos 8% de julho de 1998. A evolução do custo unitário do trabalho e da produtividade indicam que não há pressão do fator mão-de-obra sobre os preços. A produtividade (produção industrial física dividida pelas horas pagas na produção) cresceu 7,13% no ano e o custo unitário do trabalho (folha de pagamentos na indústria dividida pelo valor da produção) teve queda de 13,3%.

Espera-se, a médio prazo, recuperação mais vigorosa do nível de atividade comandada por aumentos das exportações e pela intensificação do movimento de substituição de importações.

Preços

As estimativas do Banco Central para os índices de preços não se alteraram no decorrer de julho e consideraram, sobretudo, os impactos diretos dos reajustes dos preços dos combustíveis e dos serviços públicos. As projeções do mercado foram revisadas para níveis superiores em meados do mês, especialmente as referentes aos índices gerais, dado o comportamento altista dos preços por atacado, em função da majoração dos preços dos combustíveis e da reação dos preços agrícolas.

Para agosto, as estimativas foram reavaliadas pelo mercado, elevando-se em meados do mês, em razão, principalmente, do comportamento dos preços por atacado (agrícolas e industriais). As estimativas do Banco Central referentes aos índices de preços mantiveram-se estáveis ao longo do mês, por contemplarem o gradual esgotamento dos efeitos dos reajustes dos preços dos combustíveis e dos serviços públicos; a retração sazonal dos preços do vestuário, dadas as liquidações dos artigos de inverno; e, compensatoriamente, a elevação dos custos dos alimentos.

Agregados Monetários e Crédito

A expansão dos agregados monetários restritos em julho está vinculada à reintrodução da CPMF. O crescimento da demanda por moeda também foi favorecido pela recomposição do estoque real em resposta defasada à alta dos níveis de preços ocorrida no primeiro semestre. Os meios de pagamento e a base monetária voltaram em agosto aos níveis do início do ano, indicando esgotamento do movimento expansionista.

No bimestre maio/junho o crédito a pessoas físicas cresceu 1,2%. Para as pessoas jurídicas, o quadro permanece de retração de crédito. A inadimplência do sistema financeiro privado, conforme dados de junho, está estável. A tendência de crescimento das taxas de inadimplência sofreu interrupção. No sistema financeiro público, o movimento é de queda.

Ambiente externo

O PIB dos Estados Unidos cresceu 1,8% no segundo trimestre do ano, a menor taxa desde o segundo trimestre de 1998, mas isso não indica arrefecimento do nível de atividade. A produção industrial mantém tendência de expansão (foi de 0,7% em julho) e a taxa de desemprego está estável em 4,3% desde o final do ano passado. Em julho, os índices de preços registraram elevação: 0,3% no IPC e 0,2% no IPP. A balança comercial tem apresentado déficits crescentes: em junho, o déficit foi de US\$ 31,5 bilhões.

Os contratos futuros de *fed funds* embutem nas suas taxas mais uma elevação de juros este ano (a próxima reunião do FOMC será em 5 de outubro), mas o mercado está dividido em relação a essa possibilidade.

No Japão, há sinais de recuperação da atividade econômica, o que tem favorecido a recente valorização do iene. No primeiro trimestre, o PIB cresceu 6% sobre o trimestre anterior e, apesar das expectativas positivas, as opiniões ainda são conflitantes sobre a intensidade da retomada econômica. A demanda privada ainda permanece estagnada e a taxa de desemprego foi recorde em julho (4,9%).

As economias da zona do euro apresentam sinais de retomada do crescimento em ambiente de estabilidade de preços. O início de recuperação das economias asiáticas e européias, além da sustentação do alto nível de atividade nos Estados Unidos, favoreceu o crescimento das exportações. O nível de desemprego já apresenta redução em alguns países da região.

Na Argentina, a economia continua em trajetória recessiva. O Ministério da Economia projeta contração de 3% para o PIB em 1999, refletindo o recuo das demandas tanto interna quanto externa. A balança comercial vem apresentando resultados positivos, mas com superávits decrescentes. A redução das exportações para o Brasil, após janeiro, foi compensada pelo aumento das vendas de produtos argentinos para a União Européia.

No Equador, o alto grau de endividamento em relação ao PIB comprometeu a capacidade de honrar o serviço da dívida externa. Ao final de agosto, o país acertou com o FMI um programa de suporte financeiro para os próximos três anos. Adicionalmente, o país explicitou a intenção de reestruturar sua dívida em *bradies*, operação inédita para esse tipo de dívida, o que pode contribuir para a elevação do custo de captação para as economias emergentes.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

A avaliação das perspectivas para a inflação tem início pela identificação de um conjunto de choques que possa produzir impacto sobre a trajetória futura dos níveis de preços. O conjunto de choques analisado foi qualitativamente o mesmo já mencionado no I Relatório de Inflação e na reunião do Copom de 28 de julho. As principais alterações quantitativas foram: i) mudança na hipótese sobre os juros básicos nos Estados Unidos (meta para *fed funds*), que passa a ser de constância no nível de 5,25% a.a. até o final de 1999, e não mais de elevação para 5,5% a.a. no último trimestre do ano; ii) choque exógeno de 0,3 ponto percentual na inflação medida pelo IPCA no período de agosto a setembro, para considerar o resíduo dos aumentos de tarifas e combustíveis não captado nas variações do índice já divulgadas.

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

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

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

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Na reunião de 28 de julho, o Copom reduziu a meta para a taxa SELIC, fixando-a em 19,5% a.a., sem viés. A redução de 1,5 ponto percentual na meta para a taxa SELIC surpreendeu os participantes de mercado, para os quais havia opinião consensual quanto a uma redução de apenas 0,5 ponto percentual. Este sentimento era fortalecido, entre outros, pelos seguintes fatores: (1) desvalorização contínua e significativa da moeda nacional; (2) mudança no patamar da inflação esperada; (3) proximidade do patamar de taxa de juros percebido como “piso” por alguns segmentos do mercado; (4) expectativa de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos; e (5) percepção de instabilidade política e econômica na América Latina.

Entre 29 de julho e 01 de setembro, as operações definitivas com títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central apresentaram um impacto contracionista equivalente a R\$ 0,7 bilhão. O Tesouro Nacional efetuou colocação líquida no valor de R\$ 2 bilhões, ao passo que o Banco Central promoveu resgate líquido de R\$ 1,3 bilhão.

Houve alteração no prazo das LFT leiloadas, que passou de dois para um ano, de forma a adequar a oferta previamente anunciada às condições de demanda.

O Banco Central continuou ofertando BBC no início de agosto, com os prazos variando de 35 a 63 dias. Foram realizados, ainda, leilões de NBC-E a preço único, com pagamento à vista e a termo, garantindo aos participantes de mercado acesso a instrumentos de *hedge* cambial.

Na semana imediatamente após o anúncio da meta de 19,5% a.a., houve deslocamento para baixo da curva de juros. Este movimento, entretanto, foi revertido para as taxas de médio e longo prazos – 180 e 360 dias – acentuando a inclinação positiva da curva de juros.

Passadas cinco semanas da última reunião do Copom, verifica-se que, apesar da recente desvalorização cambial observada, o comportamento esperado da inflação no curto prazo é de recuo.

Diretrizes de política monetária

No cenário externo, as perspectivas de crescimento da economia mundial melhoraram em relação ao analisado na última reunião, embora em um ritmo suficientemente moderado para não suscitar mudanças significativas nos preços internacionais. No tocante aos fluxos de capitais para os países emergentes, não se esperam alterações substantivas no quadro atual: os fluxos tendem a permanecer baixos, mantida a percepção negativa dos investidores em relação ao risco dos países latino-americanos.

O balanço de demanda e oferta agregadas indica ausência de pressões inflacionárias de curto prazo. Essa conclusão é reforçada pelo bom desempenho fiscal no ano de 1999, superando as metas predefinidas. Adicionalmente, a divulgação do projeto de lei do Orçamento Geral da União para o ano 2000, com projeções factíveis de receitas e despesas que garantem um superávit do governo central de 2,65% do PIB no próximo ano, contribui para diminuir as incertezas sobre o desempenho das contas públicas para o próximo exercício.

A busca por hedge cambial aumentou desde a 37ª reunião do Copom e pressionou a taxa de câmbio nas últimas semanas. O eventual repasse de variações da taxa de câmbio nominal para os preços internos constitui-se em área de especial atenção.

Avaliados os cenários externo e interno e concentrando a atenção nos seus efeitos sobre a inflação, mais especificamente sobre a variação do IPCA - índice estabelecido como indicador da meta para a inflação, o Copom decidiu manter a meta para a taxa SELIC em 19,5%, com viés neutro. O Copom considerou ainda a decisão da Diretoria que reduziu a alíquota do compulsório sobre depósitos a prazo de 20% para 10%. Esta última medida vai ao encontro da desejável redução da diferença entre taxas de captação e de empréstimo do sistema financeiro.

Ao final da reunião, foi lembrado que o Comitê voltaria a se reunir em 22 de setembro de 1999, às 16:30 h, conforme estabelecido no artigo 7º da Circular nº 2.900, de 24.06.1999, alterado pela Circular 2.924, de 30.08.1999, ambas do Banco Central.

APÊNDICE

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto
Presidente

Carlos Eduardo de Freitas
Diretor

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Carlos Alvarez
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros votantes

Armínio Fraga Neto
Presidente

Carlos Eduardo de Freitas
Diretor

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Carlos Alvarez
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros não votantes

Alexandre Pundek Rocha
Consultor da Diretoria

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

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

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

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