

Relatório de Inflação

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 3	n. 3	set	2001	P. 1 - 190
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

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

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

Departamento Econômico (Depec) e
(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 3, nº 3.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 - Brasília (DF)
Telefone: (61) 414-3165
Fax: (61) 414-1359

Tiragem: 1.200 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

Índice

Apresentação	5
Sumário Executivo	7
1 - Nível de atividade	9
1.1 - Demanda	9
Consumo	9
Investimento	12
Demanda interna	16
Conclusão	17
1.2 - Oferta	18
1.2.1 - Agropecuária	18
Lavouras	18
Pecuária	19
1.2.2 - Indústria	20
Produção industrial	20
1.2.3 - Produto Interno Bruto (PIB)	24
1.2.4 - Conclusão	25
1.3 - Mercado de trabalho	26
1.3.1 - Emprego	26
1.3.2 - Salários e rendimentos	29
1.3.3 - Custo unitário do trabalho e produtividade	31
1.3.4 - Conclusão	32
2 - Políticas creditícia, monetária e fiscal	33
2.1 - Crédito	33
Distribuição setorial e qualidade do crédito	38
2.2 - Política monetária	42
Agregados monetários	42
Títulos públicos federais	45
Taxa de juros real e expectativas de mercado	47
Mercado de capitais	50
Aplicações financeiras	50
2.3 - Resultado fiscal do Governo Central	52
Necessidade de financiamento do setor público	53
Dívida líquida do setor público	59
Dívida mobiliária federal	60
2.4 - Conclusão	60

3 - Economia internacional	63
3.1 - Estados Unidos	64
3.2 - Japão	69
3.3 - Área do Euro	73
3.4 - Rússia	76
3.5 - Economias emergentes	79
3.5.1 - Economias asiáticas	79
China	79
Coréia do Sul	80
Indonésia	81
3.5.2 - Turquia	82
3.5.3 - América Latina	85
Argentina	85
México	88
Chile	90
3.6 - Mercado financeiro internacional	92
3.7 - Petróleo	94
3.8 - Conclusão	95
 4 - Setor externo	 99
4.1 - Comércio de bens	99
4.2 - Serviços e rendas	104
4.3 - Conta financeira	105
4.4 - Conclusão	107
 5 - Preços	 109
5.1 - Índices gerais	110
5.2 - Índices de preços ao consumidor	110
Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)	110
Índice de Preços ao Consumidor - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe)	111
5.3 - Preços administrados	112
5.4 - Expectativas de mercado	113
5.5 - Conclusão	114
 6 - Perspectivas para a inflação	 117
6.1 - Determinantes da inflação	118
Demanda agregada e oferta agregada	118
Economia internacional	122
6.2 - Cenário principal: pressupostos e riscos associados	124
6.3 - Previsão da inflação	127
 Anexos	 137
 Medidas de política econômica	 173
 Apêndice	 187

Apresentação

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

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

Sumário executivo

A desaceleração do nível de atividade econômica no segundo trimestre confirma a tendência de reversão do crescimento antecipada no *Relatório* de Junho. O crescimento de 2,5% do PIB no 1º semestre de 2001 foi aquém do esperado e deveu-se mais ao arrefecimento da demanda agregada do que a uma restrição da oferta agregada. Observa-se que o arrefecimento da demanda estaria associado ao desaquecimento da economia internacional e à queda da confiança dos consumidores e investidores, ao passo que a restrição da oferta agregada seria decorrente da crise energética. Para 2001, o crescimento do PIB está estimado em 2%.

Até agosto, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou 5,1%. Os preços administrados – com peso de 30,4% no índice em agosto - cresceram 7,9%, sendo responsáveis por cerca de 47% da variação acumulada do IPCA no período. O núcleo de inflação medido pela média aparada, que exclui apenas os itens correspondentes às variações extremas, mostra uma queda iniciada em junho e que deve continuar nos próximos meses.

Os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação neste e no próximo ano, descritos neste *Relatório de Inflação*, referem-se ao comportamento da taxa de câmbio, as tarifas de energia elétrica e ao preço do petróleo e seus impactos sobre os preços administrados. Observe que, em relação ao que se esperava no último *Relatório*, o impacto negativo das medidas de racionalização do uso de energia sobre a economia estão sendo mais suaves. Espera-se que a recuperação da oferta agregada ocorra num horizonte de tempo não muito distante.

Outros fatores de risco são o ambiente econômico externo, com destaque para as perspectivas de retração da economia mundial, os possíveis

desdobramentos sobre a economia americana dos ataques recentes e os eventuais efeitos adversos dessa nova conjuntura de incertezas sobre as economias de países emergentes.

Ainda é prematuro prever os efeitos da crise nos EUA sobre a economia mundial e o Brasil. No entanto, é possível que o cenário internacional recente tenha consequências desfavoráveis para a economia brasileira.

Entretanto, o aumento no saldo da balança comercial e a retomada do crescimento da economia mundial no médio prazo deverão contribuir para a redução do déficit e normalização do financiamento da conta corrente no próximo ano. Nesse sentido, o novo acordo do Brasil com o FMI apoiará o financiamento do Balanço de Pagamentos.

As projeções centrais contidas no leque de inflação para 2001 e 2002 subiram de 5,8% para 6,5% e de 3,0% para 3,9%, respectivamente. Essas projeções pressupõem que a taxa de juros básica da economia permaneça constante em 19,0% ao ano, valor fixado pelo Comitê de Política Monetária na reunião de setembro. Para 2001, o aumento da inflação projetada se deve à variação de preços do 3º trimestre, em função da depreciação não antecipada do real. Para 2002, houve maior mudança na projeção da inflação do 1º trimestre, devido a novas hipóteses de evolução dos preços administrados e aos efeitos da depreciação do real de 2001.

A evolução desfavorável da inflação neste ano e a projeção um pouco acima da meta de 3,5% para 2002 se deve aos aumentos dos preços administrados e aos riscos de ocorrerem repasses para os preços domésticos da depreciação recente da taxa de câmbio no ano que vem, à medida que a taxa de câmbio continue pressionada. No entanto, avalia-se que a política monetária encontra-se adequada para manter os preços de mercado sob controle e para neutralizar os efeitos secundários dos choques de oferta.

1 – Nível de atividade

Os indicadores da atividade econômica seguiram mostrando desaceleração ao final do primeiro semestre e início do segundo, refletindo fatores adversos como a deterioração do cenário econômico externo, sobretudo a situação argentina, e a crise de energia. Esses choques impactaram o comportamento das taxas de juros e de câmbio e repercutiram de modo expressivo sobre as expectativas de consumidores e empresários.

1.1 – Demanda

Consumo

A evolução desfavorável da conjuntura econômica, influenciada por fatores externos e pela crise de energia, afetou, sobremaneira, os fluxos de consumo, que já haviam mostrado arrefecimento ao final do primeiro trimestre. A deterioração das expectativas dos consumidores, notadamente a partir de junho, e a evolução das condições de crédito, que passaram a incorporar maior seletividade e elevação das taxas de juros, podem ser apontados como principais responsáveis pelo recuo das vendas no período maio a julho.

A atividade do comércio varejista em São Paulo apresentou desaceleração ao longo do ano. Assim, a expansão do faturamento declinou de 4,7%, no primeiro quadrimestre, para 0,6%, ao final do primeiro semestre, e para queda de 1,6%, até julho, consideradas variações em relação ao mesmo período de 2000, segundo a Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP). As maiores quedas do faturamento no período janeiro-julho foram registradas em bens semiduráveis, 20,2% e comércio automotivo, 12%, em parte

Faturamento real do comércio varejista na RMSP

Discriminação	Variação percentual				
	2001				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago ^{1/}
Mês^{2/}					
Geral	-1,5	-3,9	-1,0	-4,8	1,0
Bens de consumo	-0,2	-3,1	-2,1	-0,5	-1,3
Duráveis	-2,7	-2,4	-8,3	0,6	-1,8
Semiduráveis	-4,3	8,1	-8,8	-1,3	-3,8
Não-duráveis	5,2	-9,7	1,2	1,8	-2,1
Comércio automotivo	-15,6	-9,0	3,5	-10,7	-8,3
Material de construção	-2,1	-2,0	-0,8	-5,7	7,2
No ano					
Geral	4,7	2,3	0,6	-1,6	-3,0
Bens de consumo	5,3	2,9	1,3	-0,9	-2,2
Duráveis	5,8	3,1	0,8	-2,0	3,6
Semiduráveis	-29,0	-22,9	-20,7	-20,2	-19,0
Não-duráveis	11,1	7,6	5,7	3,6	2,3
Comércio automotivo	-5,9	-7,9	-9,7	-12,0	-15,0
Material de construção	13,8	12,1	10,2	7,9	7,0

Fonte: FCESP

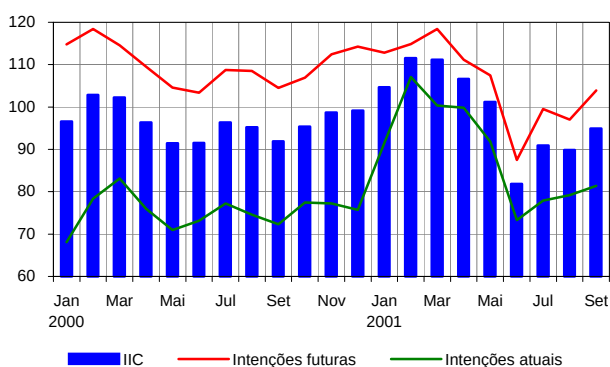
1/ Preliminar.

2/ Dessazonalizado.

compensadas pelos resultados positivos em bens não-duráveis, 3,6%, e materiais de construção, 7,9%. A Pesquisa Mensal do Comércio, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), com abrangência nacional, também evidenciou o declínio da atividade varejista em 2001. O índice de volume de vendas registrou queda de 1,4% até julho, comparativamente a igual período do ano anterior.

Em agosto, com base em dados preliminares, observou-se elevação de 1% no faturamento no varejo, na região metropolitana de São Paulo. Esse resultado decorreu, principalmente, do crescimento das vendas de materiais de construção.

Adicionalmente, a desaceleração da demanda foi confirmada pela análise de indicadores mais genéricos, como o número de operações realizadas com cartões de crédito e cheques compensados. O crescimento do total das transações efetivadas com essas formas de pagamentos, que alcançara 2,6% no primeiro quadrimestre, ante igual período de 2000, recuou para 0,5% quando considerados os primeiros sete meses do ano.

Índice de Intenções do Consumidor (IIC)

O Índice de Intenções dos Consumidores (IIC) apurado pela FCESP, que vinha diminuindo gradativamente no período março a maio, quando totalizou 101,1, reduziu-se acentuadamente em junho, quando assinalou 81,7, em escala de 0 a 200. O IIC mostrou recuperação a partir de julho, quando totalizou 90,9, confirmada com a divulgação dos resultados de agosto e setembro, meses em que o índice alcançou 89,9 e 94,9, respectivamente. Esses resultados sinalizam acomodação das expectativas do consumidor, após os primeiros impactos decorrentes da crise no fornecimento de energia elétrica. A elevação de cinco pontos de porcentagem (p.p.) observada em setembro decorreu, principalmente, de melhora das expectativas futuras, que,

entretanto, ainda não incorporaram a recente deterioração do ambiente externo, que poderá causar queda do IIC na próxima avaliação.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor, calculado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), também recuou no segundo trimestre, ante as avaliações registradas nos três primeiros meses do ano. O levantamento efetuado entre 14 e 18 de junho mostrou que os impactos sobre o consumidor decorrentes do aumento da taxa de juros, da desvalorização do real e do racionamento de energia elétrica conduziram o índice de volta ao patamar relativo ao primeiro semestre de 1999, quando refletira a mudança do regime cambial.

Juros médios praticados no comércio

Discriminação	Taxa						
	2001						
	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Juros médios	6,76	6,77	6,82	6,85	6,87	6,88	6,86
Por redes							
Grandes	5,77	5,85	5,85	5,92	5,94	5,96	5,92
Médias	7,11	7,09	7,09	7,12	7,14	7,16	7,12
Pequenas	7,80	7,76	7,76	7,79	7,79	7,79	7,78

Fonte: Anefac

Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa				
	2001				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
SPC (SP) ^{1/}	9,41	8,13	7,62	7,33	5,99
Cheques devolvidos ^{2/}	4,75	5,17	4,96	5,13	5,09
Teledata (RJ) ^{3/}	1,50	1,40	1,54	1,98	2,72
Teledata (Nacional) ^{4/}	2,35	2,24	2,21	2,59	3,05

Fonte: ACSP, Bacen, Teledata, Abad e Anefac

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

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

3/ Cheques devolvidos/cheques recebidos.

4/ Médias das seguintes cidades: Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, Ribeirão Preto e Rio de Janeiro.

A taxa de juros média praticada no comércio varejista manteve trajetória de crescimento de março a julho, acompanhando o comportamento da taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Em agosto a taxa recuou para 6,86%, permanecendo em patamar inferior ao de agosto de 2000, quando atingira 6,93%. A inadimplência é um dos fatores que tem influenciado sobremaneira o comportamento da taxa de juros. Especificamente para a região metropolitana de São Paulo, a taxa líquida de inadimplência, definida como a razão entre o total de novos registros, deduzidos os registros cancelados, e o número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC), registrou, em julho e agosto, 7,3% e 6%, respectivamente. Embora em queda e inferiores ao patamar mais elevado dos primeiros meses do ano, esses percentuais situam-se, ainda, acima dos registrados em julho e agosto de 2000, 3,4% e 3,3%, respectivamente. Também a relação entre o total de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e cheques compensados superou a observada em igual período de 2000, tendo assinalado, em agosto, 5,09%, ante 3,64% no mesmo mês de 2000.

Investimento

Ao longo de 2001, os indicadores de investimento mostraram expansão da capacidade produtiva da economia, principalmente no primeiro trimestre. A partir de abril, acompanhando o arrefecimento do nível de atividade, parte dos indicadores analisados passou a registrar declínio nas comparações mensais. Mesmo assim, os resultados dos primeiros sete meses do ano permaneceram positivos, situando-se, em geral, em níveis superiores aos apresentados pelos indicadores de demanda por consumo.

A produção de bens de capital cresceu 16,8% no acumulado do ano até julho, ante igual período de 2000, após ter registrado elevação de 19,1% no primeiro trimestre. Observe-se que a produção da indústria assinalou crescimentos de 4,3% e de 7,1% nesses mesmos períodos. Apesar do bom desempenho da categoria de bens de capital, a análise de resultados mensais mostra arrefecimento da atividade do setor, evidenciado pela redução de 2,3% em junho, seguida pelo crescimento de 0,8%, em julho. Esse comportamento levou o índice referente a julho a apresentar-se 1,5% abaixo daquele registrado em abril, considerada a série isenta de sazonalidade.

Indicadores de investimento

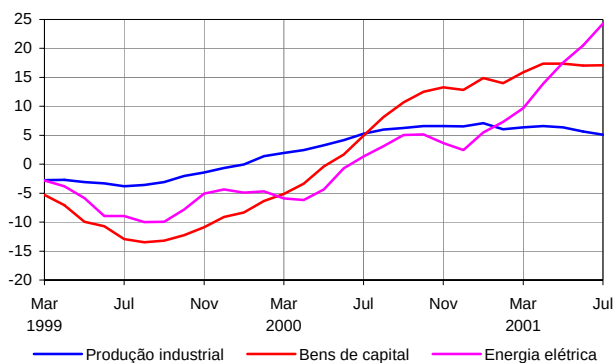
Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano						
		2001						
		Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	
Bens de capital								
Produção	12,9	19,1	20,0	19,0	17,0	16,8	...	
Importação	3,1	44,9	43,9	40,1	35,5	30,7	...	
Exportação	36,8	-0,3	-0,3	-3,4	-4,8	-7,9	...	
Insumos da construção civil	2,2	4,1	4,3	3,9	2,2	1,2	...	
Financiamentos do BNDES	27,7	48,6	53,2	52,2	57,3	23,8	39,5	

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

O detalhamento da produção de bens de capital no ano revelou expansão da produção de bens direcionados à produção de energia elétrica, de 42,9% até julho, não obstante a redução mensal de 3,8% registrada no último mês. Seguiram-se os crescimentos verificados em equipamentos agrícolas, 21,4% e de transportes, 21,3%.

O acentuado crescimento da produção de equipamentos para geração de energia elétrica assegurou, em parte, a taxa de expansão da indústria de bens de capital como um todo. Cabe observar que a produção desses bens não significou, necessariamente, ampliação da capacidade instalada da economia, mas sim alternativas para a geração de energia elétrica, ou uso de equipamentos que permitem reduzir seu consumo, explicitando, portanto, preocupação em evitar queda da produção.

Variação % da média móvel em 12 meses



Produção de bens de capital

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano			
		2001			
		Abr	Mai	Jun	Jul
Bens de capital	12,9	20,0	19,0	17,0	16,8
Industriais	19,0	7,5	7,9	6,8	8,1
Seriados	21,9	6,8	7,1	6,9	8,5
Não-seriados	7,3	9,8	7,6	6,1	6,0
Agrícolas	19,3	30,2	24,4	21,3	21,4
Peças agrícolas	14,6	4,1	5,9	2,7	4,1
Construção	15,0	23,1	23,4	19,4	20,4
Energia elétrica	3,2	34,0	37,1	40,1	42,9
Transportes	22,8	28,4	26,4	23,4	21,3
Misto	7,9	15,3	14,7	11,7	8,7

Fonte: IBGE

Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2001				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago*
Mês ^{1/}					
Máquinas agrícolas	-14,2	12,1	6,1	10,4	-4,6
Ônibus	8,2	-13,9	-2,4	-5,9	6,5
Caminhões	-10,9	-5,5	4,7	-9,8	2,8
No ano					
Máquinas agrícolas	41,8	38,8	32,9	30,7	27,2
Ônibus	18,6	10,4	1,8	-2,6	-2,9
Caminhões	29,5	26,0	22,9	19,6	14,9

Fonte: Anfavea

^{1/} Dessazonalizado.

* Preliminar

De acordo com estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil (Depec), a produção de máquinas agrícolas apresentou contração mensal de 4,6% em agosto. A produção acumulada no ano, entretanto, permanece em patamar elevado, 27,2% acima da relativa a igual período de 2000, mas acusando declínio, se considerado o percentual registrado até abril, de 41,8%. As vendas industriais de máquinas agrícolas, nas mesmas bases de comparação, mostraram que boa parte desse desempenho deveu-se ao mercado externo, na medida que a elevação de 22,1% registrada até julho, decorreu de crescimentos de 64,8% nas exportações e de 14,6% na absorção do mercado interno, o que levou a participação das vendas externas a passar de 15%, em 2000, para 20,2%, em 2001. Considerando outros equipamentos automotivos, a evolução do total produzido de caminhões, mesmo em desaceleração, também apresentou crescimento expressivo até agosto, 14,9%, mas inferior ao assinalado até abril, de 29,5%. Por outro lado, a produção de ônibus declinou 2,9% até agosto, ante igual período de 2001.

De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq-Sindimaq), a evolução da produção de bens de capital mecânicos ratifica a elevação significativa da demanda de investimentos na primeira metade de 2001. Diferentemente de outros indicadores do segmento de bens de capital, porém, o faturamento real do setor, apontado por essas associações, apresentou tendência de aceleração, nos primeiros seis meses, tendo registrado aumentos de 30% no primeiro trimestre e de 32,9% no semestre, ante iguais períodos de 2000. Entretanto, pesquisa

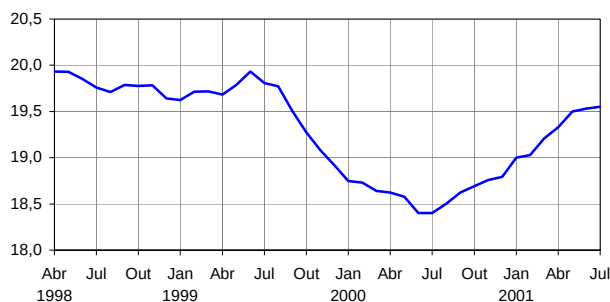
realizada em agosto detectou que as medidas do racionamento de energia elétrica repercutiram no nível das vendas de máquinas e equipamentos, com 63% das empresas afirmando que houve cancelamento de pedidos após o anúncio das medidas de racionamento. Por outro lado, houve aumento dos preços médios em boa parte dos itens analisados. Quanto às perspectivas para o setor, 58% dos representantes das empresas consultadas acreditam que haverá redução nas vendas nos próximos meses.

No mesmo sentido, as importações de bens de capital apresentaram elevação mais significativa no primeiro trimestre, quando expandiram 44,8% em relação às registradas nos primeiros três meses de 2000, resultado explicado, também, pela base de comparação favorável. A análise dos últimos meses, entretanto, mostrou, a partir de dados isentos de influências sazonais, desaceleração do quantum das importações desde maio, o que levou o crescimento nos sete primeiros meses do ano a situar-se em 30,7%. Ressalte-se a continuidade da elevação das importações de equipamentos relacionados à geração de energia com base em óleo diesel. Considerando o valor importado em dólares, houve crescimento de 61,7% nas compras externas de grupos eletrogêneos de motor de pistão, e de 274,6% em “outros grupos eletrogêneos”.

A construção civil, que, no primeiro trimestre, apresentou crescimento de 4,5%, acumulou taxa de 2,4% ao final do primeiro semestre, ante expansão de 2,5% do PIB em igual período, conforme Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Na série isenta de influências sazonais, a produção de insumos da construção registrou quedas mensais a partir de fevereiro, mais intensas em maio e junho, meses em que atingiu declínios de 2,2% e de 5,7%, respectivamente. Em julho, a produção manteve-se estável, o que levou o resultado acumulado nos sete primeiros meses do ano a situar-se em 1,2%, ante igual referência de 2000.

Considerando o desempenho da construção civil, setor cuja atividade representa aproximadamente 60% dos fluxos de investimentos, e a absorção de bens de capital, a relação entre formação bruta de capital fixo (FBCF) e PIB, estimada pelo Depec, atingiu 19,55%, a preços correntes, nos últimos doze meses finalizados em julho deste ano, ante 18,4%, em julho de 2000. Assinale-se que o impacto decorrente do menor dinamismo do setor de construção nos últimos meses deverá

Taxa de investimento como % do PIB^{1/}
Em 12 meses



1/ A partir de 2000, estimativa do Depec.

contribuir para que a relação FBCF/PIB apresente, em princípio, estabilidade em 2001, comparativamente a 2000.

Os financiamentos à atividade produtiva concedidos pelo Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – elevaram-se 39,5% no ano, até agosto, após registrarem expansão de 53,2% até abril. A maior elevação, 71,4%, ocorreu na indústria de transformação, responsável por 54,8% dos financiamentos. Seguiu-se o crescimento de 46,8% dos desembolsos à agropecuária, com participação de 10,8% no total. Para comércio e serviços, houve elevação de 15,8%, e para a indústria extrativa, queda de 2,1%. O custo dos recursos do BNDES, representado por variações trimestrais da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), passou de 9,25% a.a., no segundo trimestre, para 9,5% a.a. no terceiro.

Quanto ao comportamento dos estoques, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), identificou, no início de julho, aumento do número de empresas que passaram a considerar seus estoques excessivos. Confrontando essa pesquisa com o resultado da Sondagem Industrial da CNI, para o segundo trimestre, evidencia-se que o acúmulo indesejável é verificado principalmente nos estoques de matérias-primas e produtos intermediários, que registraram crescimento do nível de 48 para 49,4 relativamente ao primeiro trimestre, considerando o indicador que varia no intervalo de 0 a 100. O nível de estoques de produtos finais diminuiu de 51,2 para 50,9.

Também a 19ª Pesquisa Conjuntural Bic Banco assinalou elevação de estoques, tendo o índice geral de acúmulo de estoques, que varia de 1 a 100, passado de 54,7 no primeiro trimestre, para 67,3, no segundo. Os maiores acréscimos ocorreram nas indústrias de bens de capital e de bens de consumo, seguindo-se a indústria de bens intermediários e o comércio varejista.

Nas concessionárias de veículos, apesar da queda dos estoques em julho, ante junho, constatou-se elevação de 26,7%, na média dos primeiros sete meses do ano, comparativamente à de igual período de 2000.

A adaptação às novas condições de oferta de energia elétrica ocorreu também na demanda por investimentos, levando a produção interna de bens de capital para geração de energia elétrica e a importação de equipamentos alternativos afins a apresentar crescimentos acima dos demais indicadores. Essa reação do segmento produtivo permitiu que os efeitos do racionamento de energia sobre a atividade, no que tange à restrição na oferta do insumo, fossem menos significativos do que os inicialmente supostos. Pesquisas realizadas por representantes setoriais mostram que o processo de instalação de equipamentos visando suprir a necessidade de energia deverá prosseguir nos próximos meses. Cabe observar, entretanto, que a crise provocou elevação dos custos de produção de forma quase generalizada. O repasse desses custos para os preços depende das características de cada setor, tais como a existência de folga nas margens de lucro e o comportamento da demanda, tanto dentro da cadeia produtiva quanto do consumidor. Observe-se, nesse particular, os efeitos restritivos a possíveis repasses, representados pela queda da renda real e pela expectativa de elevação do desemprego.

Demanda interna

Como reflexo da elevação mais acentuada das importações do que das exportações, em julho, a demanda interna elevou-se, enquanto percentual do PIB, comparativamente a março, passando de 101,32% para 101,59%, conforme estimativa do Depec. O patamar registrado em julho também superou o de igual mês de 2000, 101,2%, e o correspondente a dezembro de 2000, 101,12%.

A participação da FBCF no PIB elevou-se em julho, considerando comportamento em doze meses, passando de 19,53% em junho, para 19,55%. Observe-se que essa participação tem crescido desde agosto de 2000. A estimativa do consumo, que inclui variação de estoques, mostrou que a participação dessa categoria de gastos no PIB, que atingira 82,06%, considerando doze meses até junho de 2001, passou

para 82,04% até julho. Quando comparadas as médias da FBCF dos primeiros semestres de 2001 e do ano anterior, 19,3% e 18,6%, respectivamente, confirma-se evolução positiva dos gastos visando a ampliação da capacidade produtiva, ao longo de 2001.

Conclusão

Os indicadores de demanda registraram, nos últimos meses, arrefecimento das despesas de consumo e de investimento. No caso dos gastos com consumo, resultados de agosto e setembro, sobretudo referentes à evolução de expectativas, apontam estabilidade dos fluxos. Quanto aos investimentos, o comportamento ascendente das despesas ainda manteve-se até maio, quando também passou a refletir a deterioração do cenário econômico. A evolução recente dos indicadores de investimento sinaliza a continuidade da tendência de desaceleração. A essa perspectiva, agrega-se o fato de que a base de comparação representada pelo segundo semestre de 2000 é menos favorável do que a relativa aos primeiros seis meses do ano, tanto para o consumo quanto para o investimento.

Em relação à restrição interna da oferta de energia e às suas consequências sobre a atividade produtiva, o terceiro trimestre tende a representar um período de acomodação, traduzida pela redução da maior parte dos seus efeitos, tanto em função das medidas tomadas com o objetivo de reduzir a restrição de energia sobre a produção, como pela recuperação das expectativas dos consumidores. Entretanto, é menos nítida a duração dos efeitos atinentes à deterioração do ambiente externo, seja no que se refere à crise da Argentina ou ao baixo dinamismo da economia mundial, principalmente se incorporados os desdobramentos do ataque terrorista sofrido pelos Estados Unidos em meados de setembro.

1.2 – Oferta

1.2.1 – Agropecuária

Lavouras

O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE em julho, concluiu que a produção total de cereais, leguminosas e oleaginosas poderá alcançar 98,3 milhões de toneladas na atual safra, superando em 18,1% a obtida em 2000. Observe-se que a maior parte da colheita já foi realizada, remanescendo as de inverno e as segunda e terceira safras de alguns produtos.

Produção das lavouras

Discriminação	2000	2001 ^{1/}	1000 t
			Variação % 2001/2000
Produção de grãos	83 250	98 298	18,1
Algodão (caroço)	1 307	1 709	30,8
Arroz (em casca)	11 090	10 297	-7,2
Feijão	3 038	2 543	-16,3
Milho	31 879	41 467	30,1
Soja	32 735	36 976	13,0
Trigo	1 662	3 447	107,4
Outros	1 539	1 859	20,8

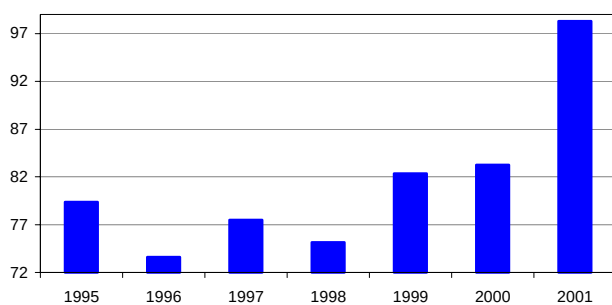
Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de julho/2001.

Dentre as lavouras que, nessa safra, apresentaram elevação mais significativa, comparativamente à do ano anterior, destacaram-se as de milho, 30,1%, e de soja, 13%. Por outro lado, ocorreram quedas acentuadas nas colheitas de feijão e arroz, 16,3% e 7,2%, respectivamente, com impactos sobre os preços desses dois produtos. No caso do feijão, o declínio da produção foi causado por redução de 31,3% da primeira safra, que, em 2000, representou 56,3% do total produzido. Essa quebra foi apenas em parte compensada por aumentos da produção das segunda e terceira safras, de 1,1% e de 11,3%, respectivamente, que, no ano anterior, foram responsáveis por 35,9% e 7,8% do total colhido.

Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

Observe-se a importância da evolução da oferta de arroz e feijão no comportamento dos preços, principalmente ao consumidor, haja vista que, em agosto, o peso do arroz no Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,68%, e os do feijão preto e carioca, 0,17% e 0,25%, respectivamente. Considerando-se a variação acumulada nos primeiros oito meses do ano, os preços do arroz, captados por aquele índice, cresceram 21,4%, apesar dos declínios registrados nos meses de abril e maio. No mesmo período, os

preços do feijão preto e do feijão carioca apresentaram elevações de 122,2% e de 39,8%.

Em relação às culturas de inverno, onde se destaca a importância do trigo, a expectativa é positiva, esperando-se elevação de 107,4% na sua produção, tendo em vista a predominância de condições meteorológicas favoráveis no Paraná e no Rio Grande do Sul. A estimativa é que a safra de trigo alcance 3,5 milhões de toneladas, ante consumo anual que se situa entre 9 e 10 milhões de toneladas.

Considerando outras culturas representativas para o produto das lavouras, espera-se crescimento de 3,6% nas produções de mandioca e de cana-de-açúcar. Para o café em coco, a expectativa é de queda de 6%.

Pecuária

A produção da pecuária cresceu 4% no primeiro semestre, ante à de igual período do ano anterior, após expansão de 5,9% entre os primeiros trimestres de 2001 e de 2000. Observe-se que a base de comparação tem sido desfavorável, haja vista que esse segmento tem-se caracterizado por resultados positivos nos últimos anos. A produção de carnes tem sido estimulada, principalmente, pela elevação das exportações, que, no primeiro semestre de 2001, elevaram-se 53,3%, com acréscimos de 44,3% nas vendas de carne bovina e de 144,4% e de 45,8% nas referentes a suínos e aves, respectivamente.

Os gêneros da indústria que traduzem o comportamento da produção da pecuária também mostraram evolução positiva, considerando dados até julho de 2001. Assim, o abate de animais, exclusive aves, e a preparação de carnes cresceram 3,7%, no acumulado do ano, ante igual período de 2000, e o abate e a preparação de aves, 5,7%. Destaque-se, nessas bases de comparação, o crescimento de 7,2% das atividades relacionadas a resfriamento e preparação do leite e laticínios. Em relação aos insumos do setor, a produção de alimentos para animais registrou elevação de 5,6%, em igual período.

1.2.2 – Indústria

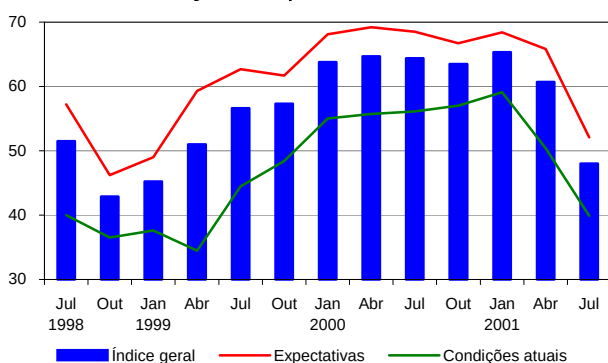
Produção industrial

Pesquisas mensais realizadas pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp)/Vox Populi, junto aos empresários associados ao Centro das Indústrias do Estado de São Paulo (Ciesp), em São Paulo, têm mostrado crescente adaptação das empresas industriais ao racionamento. Em julho, 69% das empresas industriais paulistas cumpriram a meta de redução do consumo de energia, ante 37%, em junho. A última pesquisa também constatou a compra de geradores de energia pelas empresas, com grande parte devendo ser instalada entre agosto e novembro, época de atendimento aos pedidos de final do ano, o que deverá suprir mais de 18% do consumo total de energia elétrica. Esse fato proporcionará o atendimento do percentual exigido pelo racionamento e irá liberar espaço para incremento da produção.

Adicionalmente, foi registrada redução de problemas para aquisição de insumos na cadeia produtiva, ao mesmo tempo em que as empresas revelaram preocupação com as vendas. Em resposta à queda dos pedidos, além da redução da produção, registrou-se a concessão de descontos e diversificação da carteira de clientes, com elevação da competição no mercado interno.

Segundo a Sondagem Conjuntural realizada pela FGV, com periodicidade trimestral, em julho, as empresas registraram enfraquecimento da demanda, relativamente a abril, em intensidade que não se verificava desde julho de 1995, época da crise do México. O enfraquecimento foi mais acentuado no mercado interno, que responde por mais de 80% das vendas.

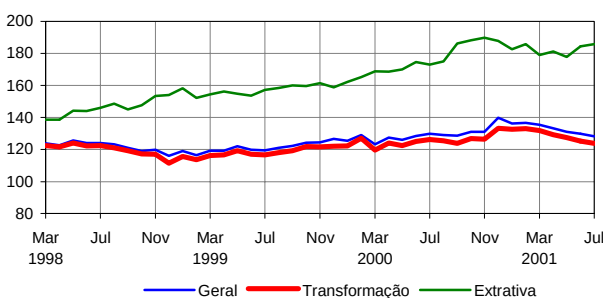
Índice de Confiança do Empresário Industrial



O Índice de Confiança do Empresário Industrial, elaborado trimestralmente pela CNI, com base em informações de federações da indústria de 19 estados, voltou, em julho, ao reduzido patamar de abril de 1999, reflexo, em parte, da crise energética e das altas das taxas de câmbio e de juros. O índice, que varia de 0 a 100, atingiu 48 em julho, ante 60,7 em abril, tendo-se situado pela primeira vez abaixo

de 50 pontos, desde janeiro de 1999. A composição do Índice permite verificar que o relativo às expectativas situou-se em 52,1 pontos, ante 65,8 pontos, em abril, comportamento explicado pelo otimismo dos empresários em relação ao desempenho da própria empresa, embora pessimistas em relação à evolução global da economia. O índice das condições atuais passou de 50,4 para 39,9, queda que resultou, basicamente, de percepção desfavorável sobre a atual situação da economia brasileira.

Produção industrial
Dados dessazonalizados
1992=100



A produção industrial cresceu 4,3% nos primeiros sete meses de 2001, ante igual período de 2000, conforme divulgado pelo IBGE. Embora ainda registrando crescimento expressivo, o indicador mostrou desaceleração a partir de fevereiro, haja vista que, considerando resultados acumulados em doze meses, a taxa passou de 6%, naquele mês, para 5,1% em julho. Por categorias de uso, esse comportamento não é uniforme. Assim, houve aceleração da produção de bens de capital, de 14%, se considerados doze meses até fevereiro, para 17,1%, se até junho, e na referente a bens de consumo, de 2,2% para 3,2%. Por outro lado, observou-se desaceleração do crescimento na produção de bens intermediários, de 6,1% para 3,8%. Em relação a bens de consumo, assinala-se a elevação na produção de semiduráveis e não duráveis, que passou de queda de 1,6%, até fevereiro, para elevação de 0,7%, até julho, e redução relativa a bens duráveis, categoria mais intensamente afetada pela elevação da taxa de juros e pela redução da oferta de energia elétrica, de crescimento de 18,3% para 13,1%, na mesma base de comparação.

Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2001			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Mês ^{1/}	- 1,56	- 1,61	- 0,92	- 1,20
Mesmo mês do ano anterior	6,10	3,97	- 1,12	0,84
Acumulado no ano	6,83	6,53	4,97	4,33
Acumulado em 12 meses	6,55	6,40	5,66	5,12

Fonte: IBGE

1/ Dessazonalizado.

Nas comparações mensais, em julho, a produção de bens duráveis apresentou redução de 6,8%, ante junho, descontadas as influências sazonais, e a subcategoria de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis, de 1,6%, desempenho que determinou declínio de 2,3% na produção da categoria de bens de consumo. A produção de bens intermediários declinou 0,3%, enquanto a de bens de capital foi a única a apresentar evolução positiva, de 0,8%. Esses resultados traduziram-se em redução de 1,2% no patamar produtivo

Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação % acumulada em 12 meses					
	2001					
	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Produção industrial	6,02	6,38	6,57	6,40	5,66	5,12
Bens de capital	14,02	15,90	17,37	17,39	17,03	17,09
Bens intermediários	6,14	6,16	5,91	5,54	4,60	3,84
Bens de consumo	2,24	2,87	3,54	3,70	3,39	3,23
Duráveis	18,33	19,31	18,97	17,84	15,62	13,09
Semi e não-duráveis	- 1,55	- 1,05	- 0,19	0,19	0,31	0,69

Fonte: IBGE

Produção industrial segundo a intensidade do gasto com energia elétrica

Discriminação	Variação percentual			
	2001			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Mesmo mês do ano anterior				
Setores de alta intensidade	- 0,66	0,97	- 4,83	- 5,20
Setores de média intensidade	7,25	6,08	0,65	4,35
Setores de baixa intensidade	9,10	5,30	1,37	2,78
Acumulado no ano				
Setores de alta intensidade	1,74	1,58	0,47	- 0,39
Setores de média intensidade	6,49	6,40	5,40	5,24
Setores de baixa intensidade	10,81	9,58	8,03	7,17
Acumulado em 12 meses				
Setores de alta intensidade	11,49	2,84	1,88	0,84
Setores de média intensidade	5,31	5,35	5,04	5,02
Setores de baixa intensidade	9,47	9,46	8,72	8,20

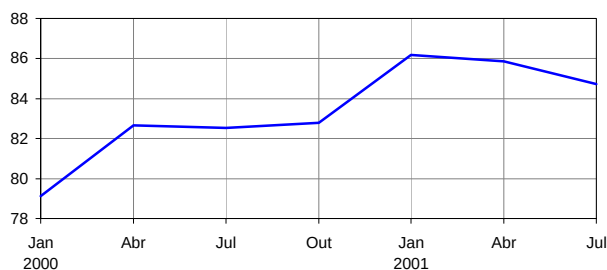
Fonte: IBGE

Utilização da capacidade instalada

Material de construção

Dados dessazonalizados

Percentual médio



Fonte: FGV

da indústria geral, nessa base de referência. Esse recuo, o quinto consecutivo, ocorreu com treze dos vinte ramos industriais pesquisados apresentando redução do patamar produtivo.

Considerando os resultados acumulados até julho, a classificação dos indicadores da produção da indústria conforme a intensidade do uso de energia elétrica permitiu constatar que houve crescimento mais acentuado daqueles que se caracterizam pela baixa intensidade de utilização de energia elétrica e menor taxa de expansão nos setores em que a intensidade é considerada alta. Comparativamente a julho de 2000, quando a produção da indústria geral apresentou acréscimo de 0,8%, apenas os setores de alta intensidade apresentaram queda na produção.

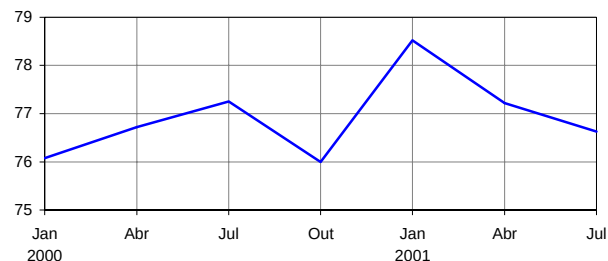
Dos vinte gêneros pesquisados, onze apresentaram produção mais elevada nos primeiros sete meses de 2001, comparativamente a igual período de 2000. Na composição da taxa de crescimento de 4,3% do primeiro semestre, destacaram-se as contribuições de material de transporte, 1,1 p.p., mecânica, 0,97 p.p., material elétrico e de comunicações, 0,96 p.p., e extrativa mineral, 0,81 p.p. À exceção da indústria de extração mineral, esses gêneros caracterizam-se por seus vínculos com as categorias de bens de consumo duráveis e de bens de capital, refletindo ainda os fortes resultados dos primeiros meses do ano. Essas duas categorias mantiveram, portanto, a liderança que caracterizou o comportamento da indústria ao longo de 2000. Observe-se que está havendo alteração no perfil da produção industrial, principalmente pela retração na produção de bens de consumo duráveis. A produção de bens de capital, que tem-se mantido relativamente estável, refletiu principalmente o crescimento acentuado na produção de equipamentos para geração de energia elétrica. As reduções mais

Utilização da capacidade instalada

Bens de consumo

Dados dessazonalizados

Percentual médio



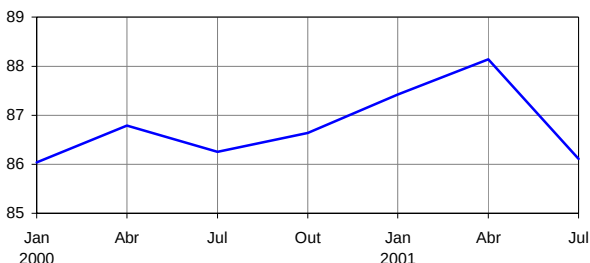
Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

Bens de consumo intermediário

Dados dessazonalizados

Percentual médio



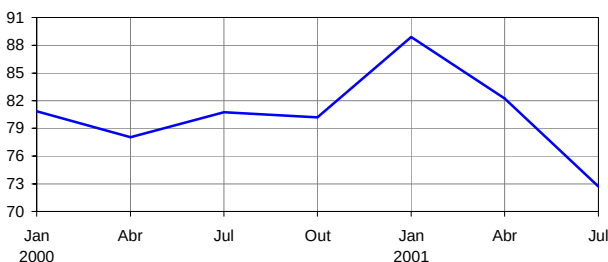
Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

Bens de capital

Dados dessazonalizados

Percentual médio

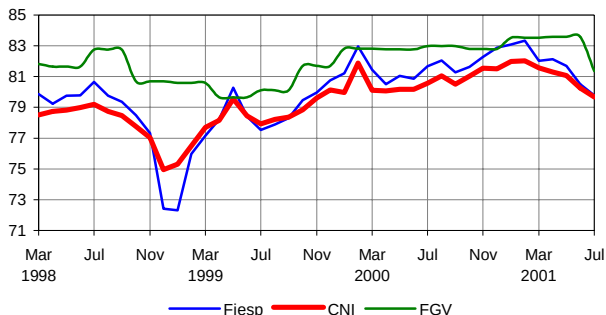


Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

Dados dessazonalizados

Percentual médio



significativas ocorreram na produção dos gêneros têxtil, 0,18 p.p., e vestuários, calçados e artefatos de tecidos, 0,17 p.p.

A produção de autoveículos apresentou redução de 7,3% em agosto, em relação a julho, de acordo com estatísticas da Anfavea, dessazonalizadas pelo Depec. A produção de máquinas e equipamentos agrícolas declinou 4,6%. Esse comportamento sinaliza, em princípio, queda da produção de bens de consumo durável e de bens de capital. Observe-se que a participação da produção de equipamentos e de peças agrícolas na produção de bens de capital selecionados situa-se em torno de 11%.

O declínio da produção industrial proporcionou a redução da intensidade do uso das instalações do setor que, segundo a FGV, declinou 2,7% em julho, ante maio, considerando dados dessazonalizados. Cabe ressaltar, entretanto, que o nível de utilização continua relativamente elevado, sendo que apenas em oito, dos vinte gêneros pesquisados, o nível de utilização situava-se em patamar inferior a 80%, comparativamente a sete na sondagem de abril. Por setores, o maior declínio, de nove pontos percentuais, foi registrado pelas indústrias produtoras de bens de capital, que voltaram a utilizar as instalações com intensidade semelhante à do início de 2000, seguindo-se as quedas em bens de consumo e bens de consumo intermediário. As indústrias produtoras de materiais de construção apresentaram crescimento do nível de utilização da capacidade instalada.

Segundo os indicadores industriais da CNI, isentos de sazonalidade, o nível de utilização da capacidade instalada decresceu a partir de abril, após picos da série registrados no primeiro bimestre do ano. A queda de julho ante fevereiro atingiu 2,9%. Queda mais intensa foi constatada na indústria paulista, no

mesmo período, de 4,3%. Comparações entre julho e junho de 2001 revelaram quedas de 0,72%, segundo a CNI e de 0,9%, conforme a Fiesp, descontados os efeitos sazonais.

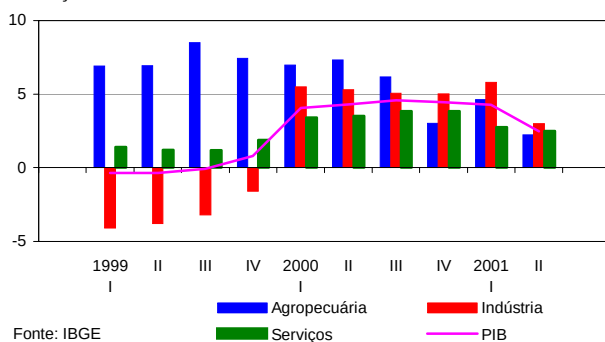
1.2.3 – Produto Interno Bruto (PIB)

Conforme o IBGE, o PIB cresceu 2,5% no primeiro semestre, tendo apresentado expansões de 4,3% no primeiro trimestre e de 0,8% no período subsequente, consideradas as variações em relação aos períodos correspondentes do ano anterior. O PIB relativo ao segundo trimestre

do ano declinou 1% comparativamente ao do período anterior, com base na análise de estatísticas isentas de sazonalidade. Os resultados mostraram desaceleração do nível de atividade mais intensa do que as expectativas.

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação percentual					
	2000				2001	
	I	II	III	IV	I	II
Acumulado ao longo do ano	4,07	4,30	4,58	4,46	4,28	2,49
Acumulado em 4 trimestres	1,86	3,11	4,29	4,46	4,51	3,55
Trimestre/igual trimestre						
do ano anterior	4,07	4,51	5,11	4,11	4,28	0,79
Trimestre/trimestre anterior						
com ajuste sazonal	1,29	1,42	1,15	0,34	0,40	-0,99

Fonte: IBGE

Ressalte-se que, no semestre, comparativamente aos primeiros seis meses de 2000, todos os setores apresentaram resultados positivos. Dentre os subsetores, apenas os relacionados à atividade extrativa vegetal e silvicultura e a comunicações assinalaram retrações, cujo impacto no resultado global foi pouco significativo, haja vista a pequena participação relativa dessas atividades no PIB. A desaceleração apresentada decorreu principalmente do menor dinamismo dos subsetores da indústria, em especial o de transformação, onde a taxa do semestre foi sensivelmente inferior à referente ao primeiro trimestre. Observe-se que esses indicadores industriais são particularmente sensíveis à elevação da taxa de juros e à restrição da oferta de energia. Os demais subsetores da indústria

também refletiram desaceleração do nível de atividade, mas de forma mais amena. Na comparação com o primeiro trimestre, a indústria como um todo apresentou retração de 2,97%, descontados os fatores sazonais.

1.2.4 – Conclusão

Os resultados do PIB para o primeiro semestre indicaram desaceleração da oferta em ritmo mais intenso do que o esperado. O cenário internacional desfavorável, que poderá se agravar com os recentes acontecimentos nos Estados Unidos, em 11 de setembro, tem sido um dos principais fatores que determinaram redução do ritmo da atividade econômica. Não menos importantes para explicar essa trajetória devem ser consideradas as elevações das taxas de câmbio e de juros, decorrentes, fundamentalmente, das próprias questões externas. Os efeitos da contração da oferta de energia elétrica, a partir de maio, poderão ser melhor avaliados com a divulgação dos dados referentes ao terceiro trimestre. Em alguns setores, como o industrial, esses efeitos já foram percebidos com a divulgação dos resultados de junho e julho, esperando-se, para os próximos meses, sua diluição.

Para o ano, projeta-se o crescimento do PIB em 2%, a partir dos resultados já alcançados e de perspectivas setoriais delineadas para o nível de atividade no segundo semestre. O setor primário deverá ter incremento de 3,8% em seu produto, impulsionado pela safra de grãos recorde e pelo desempenho favorável que a pecuária vem registrando. Projeções para a indústria, setor mais atingido pelos choques externos e internos, apontam crescimento de 1,4%. Essa estimativa considera a continuidade de desaceleração produtiva na indústria de transformação, no terceiro trimestre, e recuperação moderada nos últimos três meses do ano. Por fim, o setor terciário, com participação próxima a 60% na formação do PIB, deverá registrar variação de 2,1%, assinalando menor crescimento em todos os seus segmentos em relação ao ano anterior, sobretudo em transportes e comércio, mais sensíveis às variações do nível de atividade industrial.

A redução da produção industrial tem sido acompanhada por evolução semelhante da demanda, haja vista a queda dos salários e rendimentos reais e as atitudes mais cautelosas dos consumidores, cujas expectativas têm sido negativamente influenciadas pelos cenários interno e externo desfavoráveis. A possibilidade de elevação dos índices de preços como resposta a excesso de demanda é, portanto, remota. Permanecem, todavia, os riscos associados à elevação de custos. Os ganhos de produtividade e a redução do custo unitário do trabalho contribuíram para a absorção, em parte, das pressões sobre os preços advindas da elevação da taxa de câmbio.

1.3 – Mercado de trabalho

1.3.1 – Emprego

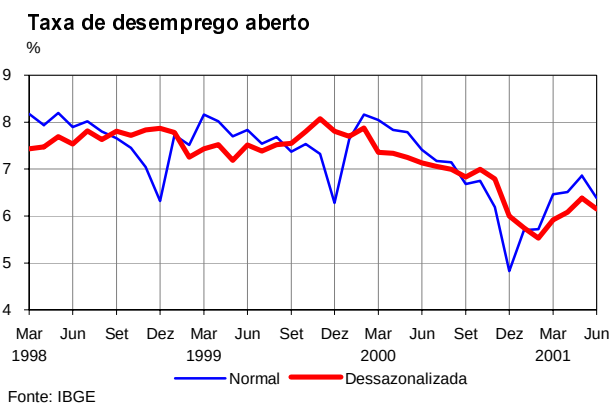
Os indicadores do mercado de trabalho disponíveis até julho ainda não refletiram, de maneira generalizada, a desaceleração da oferta causada pelas crises interna e externa. Exceção feita aos resultados das pesquisas conduzidas por instituições representativas da indústria de transformação, a maior parte dos demais indicadores apresentou comportamento que sugere a manutenção da tendência de crescimento do nível de emprego observada ao longo de 2001.

Após ter apresentado crescimento nos primeiros cinco meses do ano, a taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, declinou nos dois meses seguintes. O patamar de 6,86%, registrado em maio, passou para 6,38%, em junho, e 6,19%, em julho. Observe-se que a queda ocorrida em julho, em relação ao mês anterior, decorreu basicamente de redução da População Economicamente Ativa (PEA), da ordem de 0,49%, haja vista a redução de 0,29% no número de postos de trabalho. Comparativamente a julho de 2000, quando a taxa de desemprego aberto atingira 7,17%, observou-se igualmente redução da PEA, 0,78%, mas acompanhada por crescimento de 0,28% na ocupação. Quanto ao tempo médio de procura de emprego, houve elevação comparativamente a junho, de 21,1 semanas para 21,9 semanas, e a julho de 2000, quando totalizou 19,7 semanas.

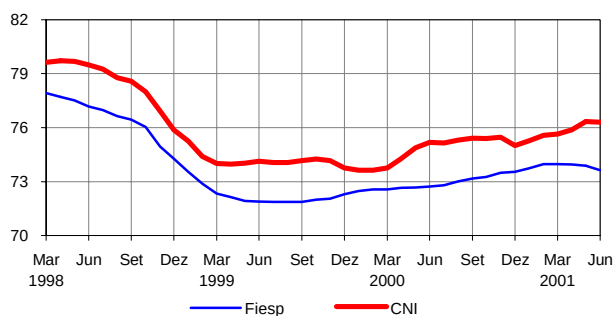
Ao longo dos primeiros sete meses de 2001, mesmo em elevação comparativamente a dezembro do ano anterior, o desemprego situou-se sistematicamente em patamar inferior ao de iguais meses de 2000,

levando a média de 2001, 6,26%, a apresentar declínio de 1,46 p.p. comparativamente à de 2000. Nessas bases de comparação, a redução da taxa média de desemprego decorreu da elevação do número de ocupados e da queda da PEA.

Mantendo tendência observada a partir de abril de 2001, a queda do desemprego ocorreu com crescimento da ocupação com carteira assinada, o que indica evolução positiva do emprego formal. Na



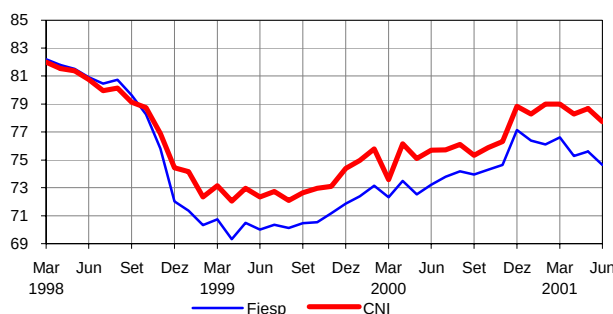
Emprego industrial
Dados dessazonalizados
1992=100



média dos primeiros sete meses do ano, essa categoria elevou sua participação no total do pessoal ocupado em 3,69%, ante decréscimos de 6,74% no número de empregadores, de 2,92% no de empregados sem carteira assinada e de 1,18% no total de trabalhadores por conta própria. Por setores da economia, no período janeiro-julho, elevou-se a importância da indústria e dos serviços na geração de empregos, enquanto a relativa aos setores da construção civil e do comércio declinou.

Indicadores específicos do emprego na indústria assinalaram continuidade da tendência de queda, detectada a partir de abril, após longo período de aumento da ocupação no setor. A pesquisa da CNI, com dados abrangendo doze estados, mostrou, em julho, redução de 0,25% comparativamente a junho, retiradas as influências sazonais. Resultado semelhante foi apontado pela Fiesp, com retração de 0,33% do emprego nessa base de referência. Entretanto, considerando os resultados dos sete primeiros meses do ano, em relação aos apresentados

Horas trabalhadas na produção
Dados dessazonalizados
1992=100



em igual período de 2000, ainda observou-se crescimento do emprego na indústria, de 2% pelos indicadores da CNI, e de 1,59% para a indústria paulista, mostrando que o crescimento das contratações nos primeiros três meses do ano ocorreu a taxas superiores às das reduções verificadas nos meses seguintes. No que se refere às indústrias no âmbito da Fiesp, o declínio do emprego iniciou em março e, para a CNI, em abril, antes portanto da crise de energia elétrica.

A comparação entre a evolução do emprego da indústria, as vendas industriais reais e as horas trabalhadas na produção, evidencia a existência de ganhos de produtividade. No âmbito da CNI e no da Fiesp, as vendas industriais reais cresceram bem acima dos outros dois indicadores. Os dados da CNI registraram elevação de 15,8% nas vendas reais até julho, ante 3,6% para as horas trabalhadas na produção e 2% para o emprego. A Fiesp captou, no mesmo período, crescimento de 18,9% nas vendas reais do setor, acompanhado de elevações de 3,1% nas horas trabalhadas e de 1,6% no emprego industrial.

Contribuições adicionais para o FGTS

A Lei Complementar 110, de 29.6.2001, a vigorar a partir de 1º de outubro, criou duas contribuições a serem pagas pelos empregadores, com o objetivo de obter recursos para pagamento das atualizações monetárias das contas vinculadas ao FGTS, recentemente reconhecidas pelo governo. Esse passivo refere-se aos Planos Verão (16,64%) e Collor I (44,8%), devendo ser pago aos trabalhadores cujas contas vinculadas apresentavam saldos de dezembro/1988 e fevereiro/1989, e/ou em abril/1990, respectivamente. Os recursos obtidos com as contribuições irão para conta especial do Fundo criada para essa finalidade.

A primeira contribuição, a ser recolhida em caso de demissão sem justa causa, não tem prazo de vigência definido e estabelece alíquota de 10% sobre os depósitos referentes ao FGTS durante a vigência do contrato de trabalho. Somando-se aos 40% de multa já pagos aos empregados, elevou-se para 50% o custo dessa demissão para os empregadores.

A segunda, com vigência de 60 meses, é de 0,5% sobre a folha salarial mensal, além dos 8% depositados em nome do trabalhador atualmente.

Os valores devidos passaram a ser remunerados pela Taxa Referencial (TR) a partir de 11.7.2001 até o efetivo crédito em conta. Inicialmente estarão disponíveis as correções até R\$1.000,00, que correspondem a 54 milhões das 60 milhões de contas do FGTS. Outras 3,5 milhões de contas receberão os valores em julho de 2002 e janeiro de 2003. Abaixo, o cronograma de pagamentos:

Valores a receber	Data de pagamento
até R\$1.000,00	parcela única em jun/2002 (*)
de R\$1.001,00 a R\$2.000,00	2 parcelas semestrais (1ª em jul/2002)
de R\$2.001,00 a R\$5.000,00	5 parcelas semestrais (1ª em jan/2003)
de R\$5.001,00 a R\$8.000,00	7 parcelas semestrais (1ª em jul/2003)
acima de R\$8.000,00	7 parcelas semestrais (1ª em jan/2004)

(*) Pode ser antecipada para maio/2002.

O crédito dos valores está condicionado à assinatura de Termo de Adesão, o qual deve conter declaração do empregado renunciando a qualquer questionamento judicial relativo aos planos econômicos compreendidos entre junho/1987 e fevereiro/1991. A movimentação, por sua vez, sujeita-se ao contido no artigo 20 da Lei 8.036, de 11.5.1990 (Lei do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS). A lei prevê ainda deságio para os valores a receber acima de R\$2.000,00, conforme segue:

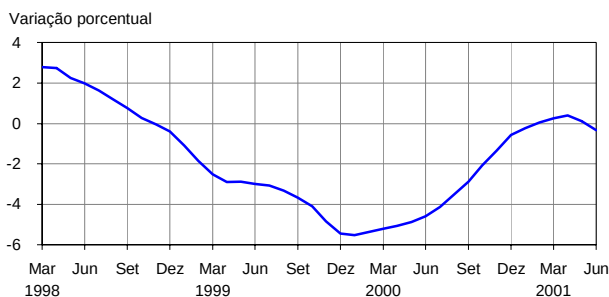
Valores a receber	% de redução
até R\$2.000,00	0
de R\$2.000,00 a R\$5.000,00	8
de R\$5.001,00 a R\$8.000,00	12
acima de R\$8.000,00	15

Avaliação feita em março/2001 mostrou que, apesar do deságio, o pagamento das correções ultrapassará R\$40 bilhões, sendo R\$20,3 bilhões provenientes das duas contribuições, R\$6 bilhões do Tesouro Nacional e R\$13,7 bilhões do patrimônio do FGTS.

A evolução do emprego formal, apurada com base no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego, continuou mostrando comportamento favorável, considerando informações disponíveis até julho. Nesse mês, foram criados 71,4 mil empregos, que corresponderam a aumento de 0,15% do índice dessazonalizado, relativamente a junho. A média dos sete meses registrou crescimento de 3,1% em relação a 2000, elevação que representou a criação de 645,4 mil empregos no período. Desse total, 230,9 mil ocorreram em serviços, seguindo-se a indústria, 104,7 mil, e o comércio 71,8 mil. Assinale-se que, comparativamente a junho, houve redução de 2,2 mil postos de trabalho na indústria de transformação, refletindo, principalmente, redução de atividade do setor, afetado principalmente pela menor oferta de energia. O índice de emprego geral dessazonalizado manteve-se estável, resultado de crescimentos de 0,4% em serviços e de 0,26% em comércio, e queda de 0,43% na construção civil.

1.3.2 – Salários e rendimentos

A partir do segundo trimestre, o comportamento dos indicadores relativos a salários e rendimentos, que até então evidenciara ganhos, pelas pesquisas específicas do setor industrial, mostrou-se menos favorável. Nas variações mensais, tornaram-se mais freqüentes as variações negativas, com alguma recuperação detectada no mês de julho. Os rendimentos médios reais, deflacionados pelo IPCA, captados pelo IBGE mostraram perdas generalizadas no semestre, ante 2000, quando considerados os setores de atividade, enquanto por categoria ocupacional apenas os

Rendimentos médios reais
Média móvel em 12 meses

Fonte: IBGE

trabalhadores por conta própria obtiveram ganhos no período. Observe-se, para o setor industrial, que as trajetórias da produtividade e do custo unitário do trabalho continuam favoráveis quanto ao comportamento da inflação.

Os rendimentos médios reais, calculados pelo IBGE com base em pesquisa domiciliar em seis regiões metropolitanas, apresentaram queda de 0,41% em junho, considerando séries dessazonalizadas. Esse é o terceiro mês de queda, comportamento que

levou a média do segundo trimestre a situar-se em patamar 1% inferior à do primeiro. Analisando a média do semestre, ante a de igual período de 2000, a queda situa-se em 1,65%, reduzindo-se a 0,34% quando a comparação envolve as médias dos últimos doze meses.

Considerando as médias dos primeiros semestres de 2001 e 2002, na análise por setor de atividade, registrou-se queda generalizada. O comércio respondeu pela maior redução, 4,5%, seguido pela construção civil, 3,73%. Por categorias de trabalhadores, somente os que atuavam por conta própria perceberam elevação de rendimentos, de 2,29%. No que se refere às demais categorias, as perdas atingiram principalmente os trabalhadores com carteira assinada, 2,15%, secundados pelos empregadores, 1,17%, e empregados sem carteira assinada, 1,13%.

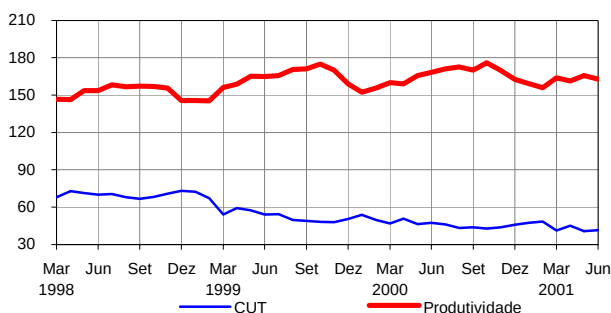
Segundo pesquisa da CNI em doze estados, a massa salarial na indústria de transformação mostrou estabilidade em julho, na série dessazonalizada, após quedas registradas nas duas comparações mensais anteriores. A predominância de resultados positivos ao longo de 2001 proporcionou crescimento acumulado de 5% nesse ano, comparativamente a 2000.

Na indústria paulista, o total dos salários pagos cresceu 0,11% no sétimo mês do ano, também após dois declínios anteriores, acumulando 8,69% no ano. Em relação ao salário médio real, o crescimento de 0,42% registrado no mês superou o da massa salarial em decorrência da queda de 0,33% no emprego no mesmo período. No ano, essa variável acumulou ganho de 7,15%.

1.3.3 – Custo unitário do trabalho e produtividade

Até abril, o cálculo da produtividade industrial, com base em informações do IBGE, considerou a razão entre a produção industrial geral, que inclui as indústrias extrativa mineral e de transformação, e as horas pagas na produção. O Departamento de Indústria dessa instituição, entretanto, está implementando alterações na Pesquisa Industrial Mensal – Emprego, Salário e Valor da Produção, em razão das quais somente a partir de outubro serão novamente divulgados dados sobre as horas pagas na produção. Essa variável foi então substituída pelas horas trabalhadas na produção da indústria de transformação, com base em pesquisa da CNI, realizada em doze estados, enquanto a série da indústria geral deu lugar às informações, também do IBGE, sobre a produção na indústria de transformação. Para a indústria paulista, as variáveis utilizadas foram a produção industrial desse estado, divulgada pelo IBGE, e as horas trabalhadas na indústria paulista, da Fiesp.

Custo unitário do trabalho e produtividade
1992=100



Fonte: IBGE, CNI e elaboração do Banco Central

Os cálculos mostraram que a produtividade da indústria de transformação apresentou-se relativamente mais alta no primeiro trimestre do que no primeiro semestre, comparativamente a iguais períodos de 2000. Tendo como referência as horas trabalhadas da CNI e a produção da indústria de transformação, assinalou-se crescimento de 2,3% no trimestre e de 0,8% no semestre, comportamento explicado por desaceleração bem maior da produção industrial do que das horas trabalhadas nesses dois períodos. Para a indústria paulista, a desaceleração foi inferior, havendo crescimento de 2,3% no trimestre e de 2,1%, no semestre.

As alterações da Pesquisa Industrial Mensal também provocaram mudanças no cálculo do custo unitário do trabalho (CUT), indicador do custo da mão-de-obra na indústria. Pelo novo formato da Pesquisa, não mais estará disponível o valor da produção, variável que foi substituída pelas vendas industriais nominais da CNI. O cálculo do CUT passou a considerar, então, a relação entre massa salarial nominal e vendas industriais nominais, ambas da CNI. Com base nessas informações, o CUT apresentou queda em todos

os meses do primeiro semestre, nas comparações com iguais meses do ano anterior, confirmando comportamento verificado desde junho de 1997. Com exceção de fevereiro, nos demais meses essa queda superou 10%. Da comparação entre as médias do primeiro trimestre e do primeiro semestre, em relação a iguais períodos de 2001, resultou redução da participação do fator mão-de-obra no valor das vendas reais da ordem de 8,7% e de 10,2%, respectivamente. É possível concluir, portanto, que, em relação aos produtos industriais, não existem pressões sobre os preços que resultem da remuneração do trabalho.

1.3.4 – Conclusão

Sob o ponto de vista da evolução dos preços, o comportamento do mercado de trabalho não permite concluir pela existência de pressões de demanda. Mesmo com alguns dos indicadores ainda registrando geração de empregos, a expectativa é de mudança dessa tendência nos próximos meses, em resposta à desaceleração do nível de atividade. Observe-se que se a elevação do número de postos de trabalho permite concluir pelo aumento da massa de rendimentos e salários, na média, a remuneração do fator mão-de-obra tem registrado perdas reais.

Analisando sob o ângulo da oferta, cabe ressaltar que, na indústria, a evolução do custo unitário do trabalho e da produtividade evidencia que parte das pressões sobre os preços, advindas do câmbio e da restrição no fornecimento de energia elétrica, tem sido absorvida pela menor participação da folha de pagamentos no total das vendas reais, bem como pela maior produtividade do trabalho no setor.

2 – Políticas creditícia, monetária e fiscal

O monitoramento da política monetária persiste vinculado não apenas à evolução dos fundamentos macroeconômicos internos mas, fundamentalmente, aos condicionantes externos.

As adversidades prevalecentes nos cenários interno e externo vem influenciando o nível da demanda, com impacto contracionista sobre a concessão de empréstimos. Essa contenção de crédito explícita, ainda, a postura mais conservadora das instituições financeiras tendo em vista a evolução das taxas de juros, da inadimplência e da renda real, não obstante o desempenho fiscal persistentemente adequado às metas estipuladas pelo governo.

2.1 – Crédito

O volume de crédito do sistema financeiro registrou ritmo de expansão declinante no trimestre de junho a agosto, em decorrência da redução das novas contratações destinadas a consumo e investimento, refletindo o processo de arrefecimento da atividade econômica delineado a partir do final do primeiro trimestre do ano. Esse comportamento esteve condicionado à deterioração das expectativas dos agentes diante das incertezas do cenário macroeconômico, à elevação do custo do crédito e à postura mais seletiva adotada pelas instituições financeiras em suas operações.

Assinale-se a acentuada redução no volume de créditos direcionados, em junho, decorrente de transferências associadas ao Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, conforme previsto na Medida Provisória (MP) 2.196-3, de 24.8.2001.

Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				Variação	
	2001				3	12
	Mai	Jun	Jul	Ago		
					meses	meses
Total	347,3	310,5	315,9	322,9	-7,0	6,5
Recursos livres	181,4	184,1	187,9	192,4	6,1	47,7
Pessoa jurídica	117,4	118,5	121,4	124,5	6,1	43,0
Cambiais	42,1	42,8	43,6	44,8	6,4	45,6
Pessoa física	63,9	65,6	66,5	67,9	6,1	57,2
Direcionados	139,3	104,6	105,6	107,9	-22,5	-25,8
Habitação	47,5	19,3	20,0	20,3	-57,3	-63,4
Rural	28,4	23,3	23,5	23,9	-15,8	-10,7
BNDES	60,4	60,8	61,9	63,3	4,8	26,4
Outros	3,0	1,3	0,3	0,5	-82,6	-96,1
Leasing	13,0	12,6	12,8	12,8	-1,1	-9,5
Setor público	13,7	9,2	9,6	9,7	-29,3	-26,3

Esse plano de reestruturação contemplou a recapitalização do Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e Banco da Amazônia (Basa), por meio de um conjunto de medidas, destacando-se a troca de ativos de pouca liquidez e baixa remuneração por títulos públicos federais, além da criação da Empresa Gestora de Ativos (Emgea). Ademais, com o intuito de aumentar a transparência fiscal, os subsídios implícitos nos créditos voltados a projetos sociais, como habitação, saneamento e agricultura deverão ser previstos no orçamento da União. Em conjunto, essas medidas permitirão adequar as entidades federais às exigências de capital mínimo das instituições financeiras e às regras de provisionamento de crédito requeridas pela Resolução 2.682.

Assim, o saldo total das operações de crédito do sistema financeiro, inclusive arrendamento mercantil, alcançou R\$322,9 bilhões em agosto, com declínio de 7% no trimestre e expansão de 6,5% em doze meses. Como resultado, a participação dos empréstimos em relação ao PIB situou-se em 26,3%. Assinale-se que, desconsiderados os efeitos da reestruturação dos bancos federais, o volume total de créditos registraria expansão em torno de 6% no trimestre.

O total de créditos direcionados atingiu R\$107,9 bilhões, registrando declínio de 22,5% no trimestre. Diante disso, a participação relativa desse segmento no total concedido reduziu-se de 40,1% em maio, para 33,4% em agosto. Registre-se, no trimestre, a queda de 57,3% nos financiamentos habitacionais, com o saldo alcançando R\$20,3 bilhões em agosto. A redução observada no período foi determinada pela cessão de parte da carteira de crédito imobiliário da CEF para a Emgea, no montante de R\$26,6 bilhões. Em contrapartida, essa empresa estatal assumiu os passivos correspondentes da CEF com o FGTS, Fundo de Apoio à Produção de Habitações para População de Baixa Renda (Fahbre) e Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Com relação ao setor rural, o volume de crédito concedido atingiu R\$23,9 bilhões em agosto, revelando decréscimo de 15,8% no trimestre. Esse desempenho foi influenciado, basicamente, pela transferência de R\$3,8 bilhões da carteira de créditos do Programa Especial de Saneamento de Ativos (Pesa) do Banco do Brasil para o Tesouro Nacional, mediante recebimento de títulos públicos federais. Adicionalmente, contribuíram a baixa das operações relativas à securitização das dívidas do setor (Lei 9.135/1995), a dação em pagamento à União dos créditos financiados com recursos do sistema BNDES e de outros recursos do Tesouro Nacional no montante de R\$1,4 bilhão. Em contrapartida, assinala-se o decréscimo do passivo exigível das instituições, em decorrência da liquidação da obrigação pelos recursos repassados.

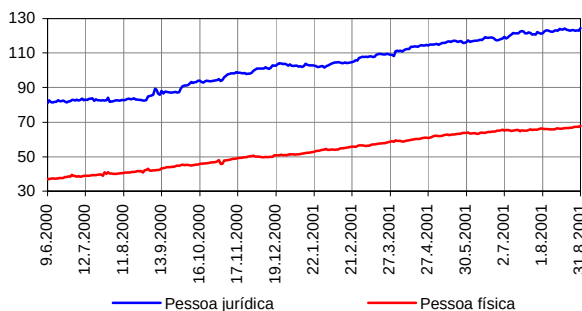
Os empréstimos direcionados ao setor público registraram queda de 29,3% no trimestre, totalizando R\$9,7 bilhões em agosto. Essa diminuição foi decorrente da transferência das operações com estados e municípios realizadas pela CEF, para a União, que absorveu créditos referentes aos contratos de saneamento e infra-estrutura urbana e de habitação, com recursos do FGTS, mediante troca por títulos públicos federais, no âmbito da MP 2.196-3.

As operações envolvendo os financiamentos concedidos pelo sistema BNDES somaram R\$63,3 bilhões em agosto, com crescimento de 4,8% no trimestre. No ano, a taxa acumulada atingiu 10,7%, comparativamente a 17% observada no mesmo período do ano anterior. Com base no número de consultas ao BNDES de janeiro a agosto, constata-se redução de 21% em relação a igual período de 2000, com indícios de decréscimo no nível de investimento, em face das expectativas desfavoráveis do setor produtivo em relação ao desempenho da economia.

O estoque de crédito contratado pelo sistema financeiro com recursos livres, que representa dois terços do total, alcançou R\$192,4 bilhões em agosto, revelando expansão de 6,1% no trimestre. Essa evolução é explicada, fundamentalmente, pela incorporação de juros e encargos ao estoque de crédito, tendo em vista que as concessões de novos recursos apresentaram retração no período.

Operações de crédito com recursos livres - saldo total

R\$ bilhões

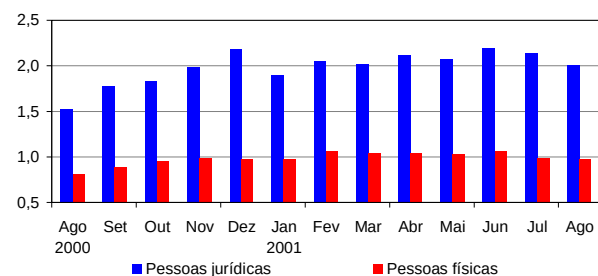


Relativamente ao volume das operações com recursos livres por categoria de tomador, o total destinado a pessoas jurídicas atingiu R\$124,5 bilhões, com variação de 6,1% comparando-se com os dados de maio. Os crescimentos mais expressivos ocorreram nas modalidades de aquisição de bens e de capital de giro, cujos saldos variaram, respectivamente, 13,2% e 12,9% no trimestre. Em sentido inverso, o volume total das linhas de crédito vinculadas ao movimento de vendas das empresas, representadas por desconto de duplicatas, notas promissórias e *vendor*, reduziu-se 4,9% de maio a agosto.

O saldo das operações com pessoas físicas atingiu R\$67,9 bilhões em agosto, variação de 6,1% em relação ao trimestre anterior. Esse resultado sinaliza arrefecimento na expansão dessas operações, considerando-se que a taxa média de crescimento mensal dos primeiros sete meses do ano situou-se em torno de 3,8%.

Operações de crédito com recursos livres - concessões médias^{1/}

R\$ bilhões



1/ Média diária das concessões.

A retração no mercado de crédito é evidenciada pela evolução de novas concessões, principalmente ao segmento de pessoas físicas, com as principais modalidades revelando decréscimo na média das contratações no trimestre. O valor médio diário para concessões a pessoas físicas encerrou o trimestre indicando diminuição de 4,9%, destacando-se a queda no fluxo dos financiamentos para aquisição de veículos e para crédito pessoal, que apresentaram variações negativas de 10,3% e 8,4%, respectivamente.

Nas operações com pessoas jurídicas, o fluxo médio diário manteve-se no mesmo patamar observado ao final do trimestre anterior, situando-se em R\$2 bilhões em agosto. A estabilidade observada no período foi decorrente da queda nas operações mercantis, representadas por *vendor*, notas promissórias e desconto de duplicatas, com respectivos decréscimos de 11,3%, 10,3% e 1,6%,

**Spread entre taxas de juros ativas e passivas
em operações com taxas prefixadas**

		% a.a.		
Período		Média do mercado	Pessoa jurídica	Pessoa física
2000	Jan	42,0	29,7	65,3
	Fev	44,3	31,3	67,4
	Mar	40,3	28,1	60,2
	Abr	40,1	27,7	59,8
	Mai	39,2	25,9	56,9
	Jun	40,1	23,0	58,8
	Jul	39,6	23,1	56,8
	Ago	39,6	23,0	55,8
	Set	39,0	22,0	55,1
	Out	38,5	21,1	54,7
	Nov	37,6	21,2	52,5
	Dez	37,3	22,4	51,3
2001	Jan	35,6	20,6	48,6
	Fev	38,4	22,6	51,4
	Mar	36,3	21,3	48,3
	Abr	38,8	23,2	50,7
	Mai	38,2	22,4	49,7
	Jun	38,4	22,2	50,0
	Jul	39,4	23,1	50,9
	Ago	43,1	25,3	55,4

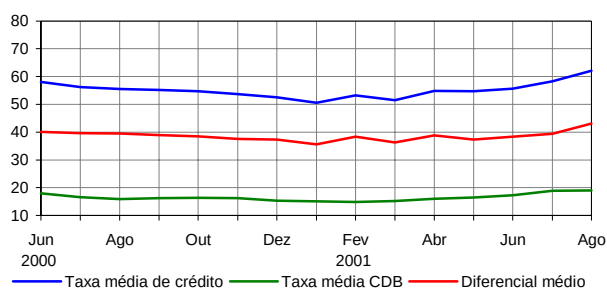
compensada, principalmente, pelo acréscimo de 8,1% nas concessões de conta garantida. O aumento da demanda por crédito rotativo de conta garantida sugere a necessidade de recomposição de fluxo de caixa das firmas, devido à retração da atividade econômica e conseqüente diminuição no volume de vendas das empresas, conforme demonstrado pelo comportamento das modalidades relacionadas ao movimento comercial.

As taxas de juros das operações realizadas com recursos livres registraram elevação no trimestre de junho a agosto. Esse resultado está associado aos incrementos na meta Selic e no custo de captação das instituições financeiras, representado pela taxa média dos Certificados de Depósito Bancário (CDB), que atingiu 19% a.a. em agosto. Adicionalmente, o aumento das taxas ativas foi determinado pelo maior nível de risco das operações de crédito, decorrente das incertezas quanto ao cenário econômico e do aumento da

inadimplência, principalmente no segmento de pessoas físicas. A taxa média geral atingiu 62% em agosto, indicando variação de 7,4 p.p. no período. Em decorrência desse acréscimo, o *spread* médio geral passou de 38,2%, em maio, para 43,1% em agosto.

**Spread entre taxas de juros de operações de
crédito - média do mercado**

% a.a.



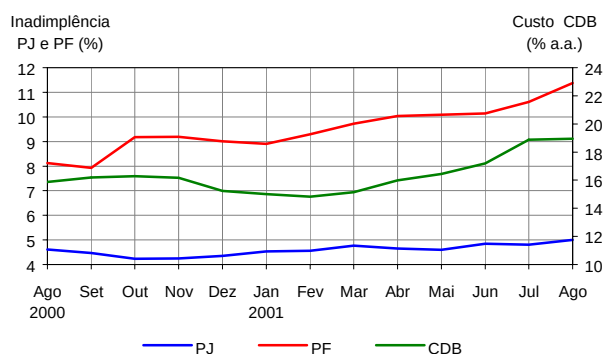
O *spread* médio das operações com pessoas jurídicas alcançou 25,3% em agosto, com variação de 2,9 p.p. no trimestre. Deve-se destacar o aumento no custo das linhas de crédito vinculadas ao movimento comercial das empresas, notadamente operações de desconto de duplicatas e notas promissórias, nas quais o *spread* elevou-se, respectivamente, 3,5 p.p. e 9,4 p.p. no período, provavelmente em decorrência do maior risco de inadimplência associado a tais modalidades.

Nas operações com pessoas físicas, o *spread* médio atingiu 55,4% em agosto, indicando variação de 5,7 p.p. no trimestre. O aumento

mais significativo no custo do crédito no segmento pode ser explicado pelos níveis de inadimplência mais acentuados, reflexo de restrições impostas à constituição de garantias nessas operações. Nesse aspecto, a MP 2.160-25, de 23.8.2001, flexibilizou essas condições ampliando o instituto da alienação fiduciária em garantia para coisa fungível ou de direito. As modalidades de cheque especial e crédito pessoal registraram os acréscimos mais expressivos, com variações respectivas de 10,6 p.p. e 8,5 p.p. no trimestre.

O prazo médio das operações prefixadas manteve-se praticamente estável, em torno de 95 dias nas operações com pessoas jurídicas e de 295 dias com pessoas físicas.

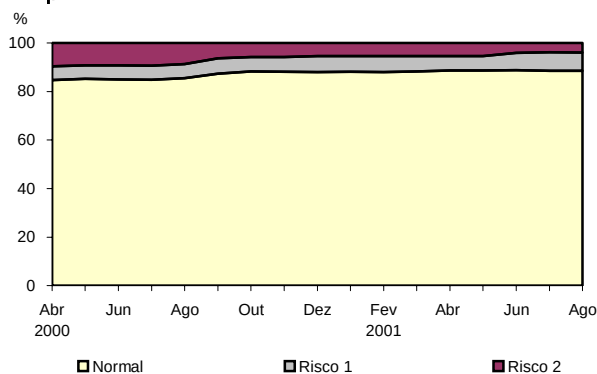
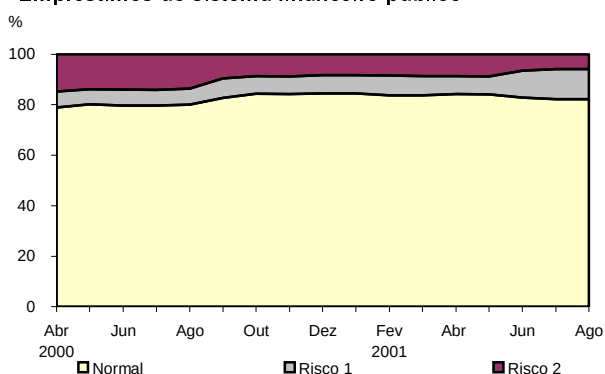
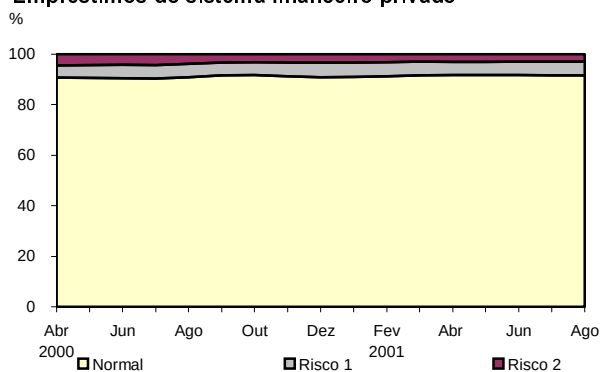
Taxa de inadimplência e custo de captação (CDB)



Os níveis de inadimplência aumentaram no trimestre, especialmente nas operações prefixadas com pessoas físicas. O percentual de atrasos nesse segmento elevou-se para 12,7% em agosto, ante 11,1% no trimestre anterior. Nas operações com pessoas jurídicas, os atrasos mantiveram-se estáveis, em torno de 5,5%. A maior deterioração das carteiras foi constatada nos financiamentos para aquisição de bens, para pessoas jurídicas, e nas operações de crédito pessoal.

Distribuição setorial e qualidade do crédito

Considerando-se a qualidade do crédito total concedido pelo sistema financeiro e sua distribuição por níveis de risco, relativamente ao total da carteira de crédito das instituições financeiras, constatou-se que, em agosto, R\$285,8 bilhões estavam concentrados em risco normal (níveis AA a C), com participação relativa de 88,5%, revelando decréscimo de 7,2% em relação ao montante registrado em maio. A participação do crédito compreendido em risco 1 (D a G), R\$24,4 bilhões, apresentou crescimento de 18,6%. Quanto ao crédito em risco 2 (H), que exige provisão de 100%, a participação sobre o total concedido situou-se em 3,9%, com queda de 33,3%. Ressalte-se que a reestruturação dos bancos públicos federais

Empréstimos do sistema financeiro**Empréstimos do sistema financeiro público****Empréstimos do sistema financeiro privado**

determinou essas alterações na classificação dos créditos entre os diferentes níveis de risco, devido às transferências de parte da carteira habitacional, rural e do setor público para a Emgea e ao Tesouro Nacional.

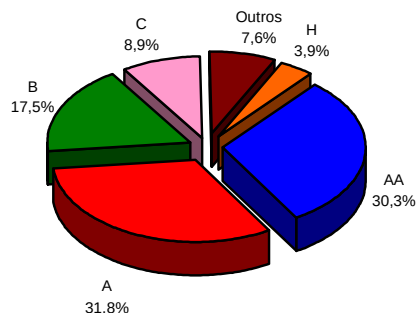
Dessa forma, as alterações processadas nos bancos federais provocaram retração de 24,4% na carteira de crédito do sistema financeiro público, no trimestre, com o saldo atingindo R\$108,7 bilhões em agosto. As operações de crédito classificadas em risco normal no âmbito desse segmento apresentaram declínio de 26,1%, com a participação relativa decrescendo de 84,1%, em maio, para 82,2% em agosto. No risco 1, registrou-se expansão de 27,2% no período, com a participação relativa aumentando de 7,1% para 11,9%. Os créditos classificados como risco 2 totalizaram R\$6,4 bilhões, com a participação em relação ao total de crédito declinando de 8,8% para 5,9%, no período.

Com relação ao sistema financeiro privado, o estoque de crédito atingiu R\$214,2 bilhões em agosto, registrando expansão de 5,2% no trimestre e de 20% no ano. Assinale-se que a participação dos bancos privados no total de crédito concedido aumentou de 58,6%, em maio, para 66,3% em agosto. O perfil da carteira de crédito mostra que a participação do risco normal

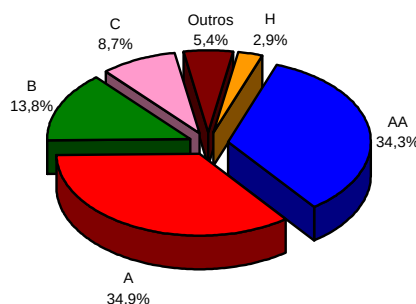
alcançou 91,7%, com elevação de 21% no ano, indicando melhor gerência de risco dos bancos privados. No tocante às operações classificadas em risco 1 e risco 2, as participações relativas situaram-se em 5,4% e 2,9%, respectivamente.

Quanto ao crédito destinado ao setor produtivo, as operações do setor industrial atingiram R\$100,7 bilhões, registrando-se variações positivas de 3% no mês e 7% no trimestre. A expansão em julho, esteve associada, basicamente, às operações de Adiantamento sobre

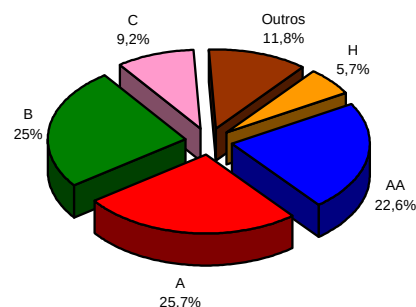
Operações de crédito do sistema financeiro por níveis de risco - agosto 2001



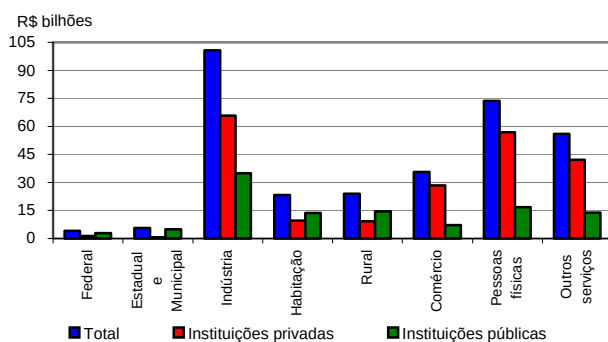
Operações de crédito do sistema financeiro privado por níveis de risco - agosto 2001



Operações de crédito do sistema financeiro público por níveis de risco - agosto 2001



Operações de crédito do sistema financeiro por tomadores - agosto 2001



Contrato de Câmbio (ACC), pela apreciação da taxa de câmbio, e aos financiamentos para o setor petroquímico. O saldo de empréstimos direcionados ao comércio alcançou R\$35,6 bilhões, representando aumento trimestral de 3,9%. Apesar do crescimento observado no período, deve-se mencionar a retração nas operações lastreadas em vendas mercantis, como desconto de duplicata e *vendor*. Com referência ao segmento outros serviços, o volume de créditos alcançou R\$56 bilhões, com crescimento de 7,1% no trimestre.

O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 3,1% no trimestre, atingindo R\$73,7 bilhões em agosto. Ressalta-se que esse resultado decorreu da apropriação de encargos financeiros ao principal, tendo em vista que as novas concessões de crédito a esse segmento apresentaram queda significativa no período.

O saldo dos financiamentos direcionados ao setor habitacional (pessoas físicas e cooperativas habitacionais) atingiu R\$23,2 bilhões em agosto. No trimestre e no ano, a carteira imobiliária apresentou reduções de 56,2% e de 58,5%, respectivamente, devido, principalmente, aos efeitos da MP 2.196-3. Em decorrência, a participação relativa dos créditos com nível de risco A reduziu-se de 58,6%, em maio, para 15,1% em agosto, enquanto, no nível H, essa proporção declinou de 14,5% para 8,3%.

Com a finalidade de viabilizar financiamentos habitacionais ao segmento de menor renda da população, o governo federal instituiu o Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), com base na MP 2.212, de 30.8.2001, assegurando recursos orçamentários para que as

instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central realizem referidas operações.

No sentido de propiciar melhores condições para o desenvolvimento e dinamização do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), foram criadas a Letra de Crédito Imobiliária (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). A LCI possibilita o uso de outras garantias reais, como a alienação fiduciária, além da hipoteca, que é prevista na Letra Hipotecária (LH). A CCI, instrumento voltado para o mercado secundário de títulos, apresenta como vantagem, em relação ao Certificado de Recebível Imobiliário (CRI), a faculdade de ser integral ou fracionária, com ou sem garantia real ou fiduciária, ampliando sua liquidez no mercado secundário. Outro aspecto importante em relação à liquidez, foi a introdução da atualização mensal, por índices de preços, em contratos imobiliários com prazo acima de 36 meses.

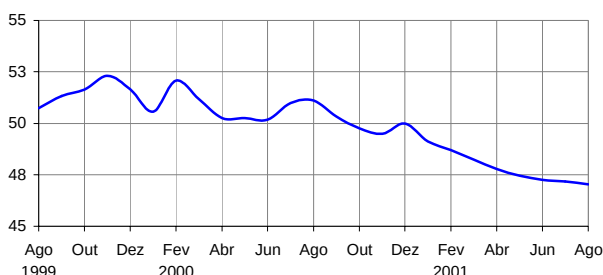
Com o intuito de ampliar e fortalecer o mercado imobiliário, foi instituído o patrimônio de afetação. Esse instrumento faculta ao incorporador segregar os valores relativos a terrenos e às acessões de cada incorporação imobiliária, bem como bens e direitos a ela vinculados, sendo apartado do restante do patrimônio da empresa construtora. A utilização do mecanismo de patrimônio de afetação, ainda que facultativa ao incorporador, confere ao adquirente e instituição financeira melhor percepção dos riscos no mercado imobiliário.

No trimestre, o montante de provisões efetuadas pelo sistema financeiro cresceu 0,1%, com saldo de R\$21 bilhões, aumentando a participação relativa sobre o total de crédito concedido para 6,5% em agosto. Esse comportamento foi influenciado pelo sistema financeiro público, cujas provisões sobre o total de créditos concedidos cresceram de 6,7%, em maio, para 8,5%, devido à queda acentuada nos créditos classificados em risco normal. A participação relativa das provisões do sistema financeiro privado situou-se em 5,5%.

2.2 – Política monetária

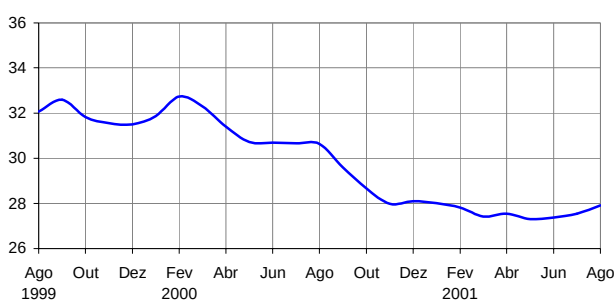
Agregados monetários

PMPP sazonalmente ajustado - velocidade renda^{1/}



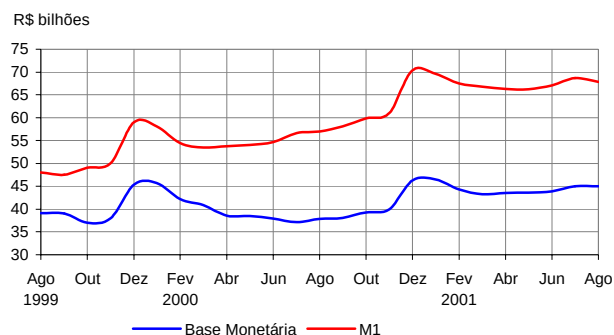
1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado em 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

DV sazonalmente ajustado - velocidade renda^{1/}



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

Base monetária e M1 - média dos saldos diários



Os meios de pagamento, considerado o critério da média dos saldos diários, somaram R\$67,8 bilhões em agosto, redução de 3,7% relativamente ao saldo de dezembro de 2000. Dentre seus componentes, o estoque de papel-moeda em poder do público segue ajustando-se à evolução do nível de preços, apresentando discreta redução da velocidade renda desde o final do ano anterior. Os depósitos à vista apresentaram velocidade renda estacionária em função, basicamente, de reduções no nível de atividade econômica e nas concessões de empréstimos pelo sistema financeiro, registrando queda de 1,6% no ano.

A média dos saldos diários da base monetária retraiu-se 2,8% no ano, até agosto, refletindo contração de 6,4% no saldo do papel-moeda emitido, enquanto as reservas bancárias, expressando a defasagem temporal em relação à demanda por depósitos à vista, elevaram-se 4,4%.

A base monetária ampliada, definida como o passivo monetário e mobiliário interno federal, cresceu 18,3% no ano, até agosto, atingindo R\$637,5 bilhões. Atribui-se esse resultado, principalmente, à atualização da dívida mobiliária federal em poder do mercado que refletiu, em grande parte, a apropriação da depreciação cambial no período, assim como às emissões especiais de R\$39,5 bilhões, realizadas em junho e julho pelo Tesouro Nacional, no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais. Os referidos fatores expansionistas foram parcialmente compensados pelo

movimento primário líquido na conta única do Tesouro Nacional e pelas operações com o setor externo.

Quanto aos meios de pagamento ampliados, deve-se observar as alterações conceituais e metodológicas realizadas, visando melhor adequação às tendências internacionais na área. Conceitualmente, adota-se o critério de definir os meios de pagamento por sistemas emissores. Nesse sentido, o sistema emissor do M2 passa a corresponder ao sistema financeiro menos fundos de renda fixa, o do M3, ao sistema financeiro, e o do M4, ao sistema financeiro mais governos.

Para tanto, assume-se que as diferenças de velocidade potencial de conversão em disponibilidade imediata, associadas a perdas de valor nesses procedimentos, entre os haveres integrantes do agregado monetário, não sejam significativas no atual estágio de desenvolvimento do sistema financeiro. Caso contrário, o ordenamento teria que contemplar tais diferenças, uma vez que, por hipótese, quanto maior aquela velocidade, maior exposição do componente à demanda por liquidez.

Desse modo, o critério adotado permite discriminar a exposição do sistema financeiro à demanda por liquidez ao incluir no M3 somente exigibilidades das instituições depositárias e fundos de renda fixa junto ao público. Nesse sentido, os títulos públicos, apesar de não possuírem liquidez potencial mais reduzida que os títulos privados e depósitos de poupança, foram alocados nos componentes menos líquidos do agregado a fim de destacar, no M3, a exposição do sistema financeiro, exclusive o Banco Central, tratado apenas como provedor de meio circulante.

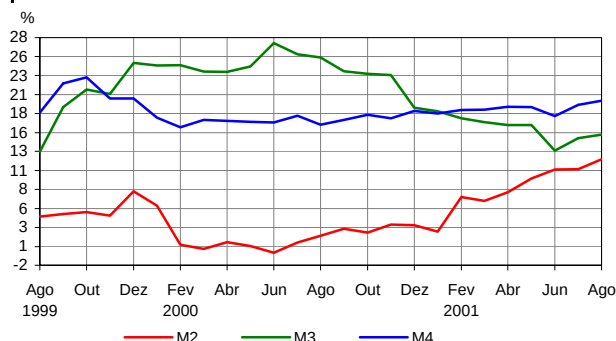
Os fundos de renda fixa foram incluídos no M3, embora possuam personalidade jurídica própria e não multipliquem crédito, dado que em geral funcionam em colaboração com instituições depositárias, exercendo atividades típicas de tais instituições, como transformar a liquidez de uma carteira de ativos e captar recursos, emitindo quotas como uma alternativa de aplicação financeira aos clientes. O desempenho e a exposição dos fundos de renda fixa afetam a instituição

administradora, dado que a maior parte dos clientes não faz a distinção estabelecida formalmente.

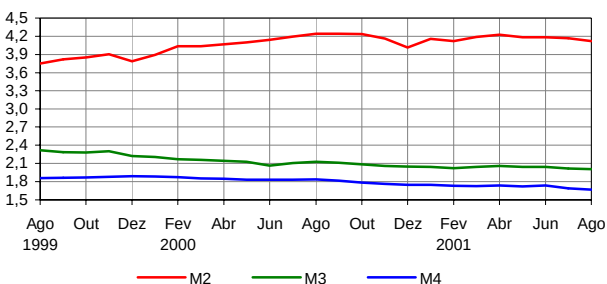
As operações compromissadas do restante da economia junto ao sistema emissor - correspondente ao financiamento líquido de títulos tomado por tal sistema - funciona como moeda para transações, sendo incluídas no conceito M3. Parte dos títulos emitidos pelos governos central e locais continuaram a ser incluídos nos meios de pagamento por serem utilizados no Brasil como quase-moeda.

Metodologicamente, todo o levantamento de dados passa a ser efetuado tendo como fonte os demonstrativos contábeis encaminhados ao Banco Central com base no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif) e nas informações oficiais de títulos públicos em mercado, com todos os componentes expressos em posições de custódia do setor não emissor.

Meios de pagamentos ampliados - variação percentual em 12 meses



Meios de pagamentos ampliados - velocidade renda^{1/}

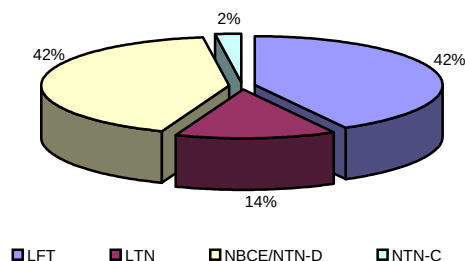


1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado em 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário.

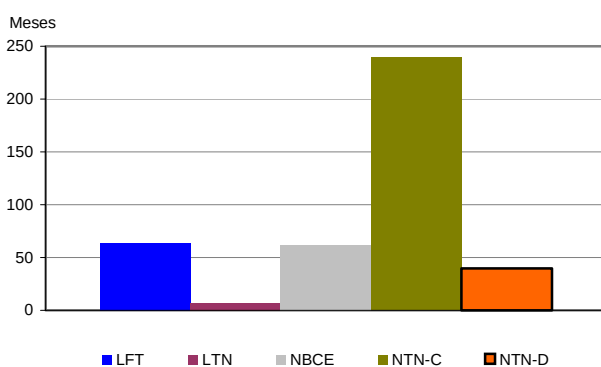
Os novos conceitos, elaborados segundo a ótica do sistema emissor, evidenciam as emissões de ativos financeiros no mercado interno. Nesse sentido, o M2, que corresponde às emissões realizadas primariamente pelas instituições financeiras, cresceu 4,2% no ano, até agosto. O M3, que agrega todas as captações do sistema financeiro no mercado interno com instrumentos de alta liquidez, apresentou crescimento de 9%, derivado, principalmente, da rentabilidade de 11,7% observada nos fundos de renda fixa e da depreciação cambial de 30,5% registrada no período. O conceito M4, por sua vez, que inclui títulos públicos em poder do setor não-financeiro, alcançou R\$730,7 bilhões em agosto, crescendo 12% no ano, como reflexo, basicamente, da apropriação da depreciação cambial conjugada com a trajetória da taxa básica de juros no período.

Emissões competitivas de títulos públicos federais

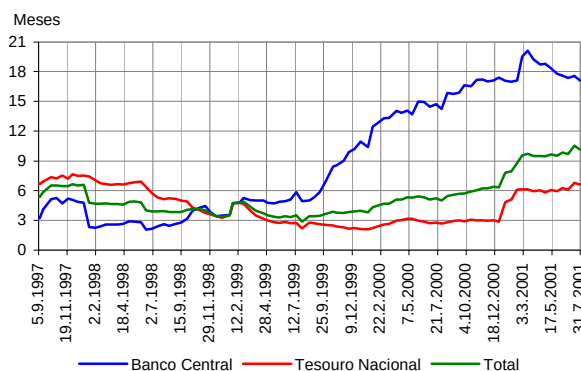
1.6 a 17.9.2001



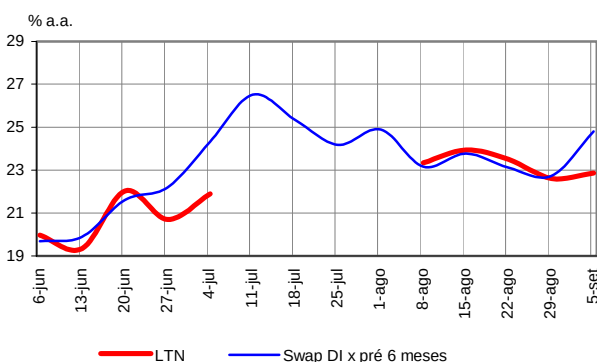
Prazo máximo das emissões



Títulos públicos - duração média



LTN e swap DI x pré 6 meses



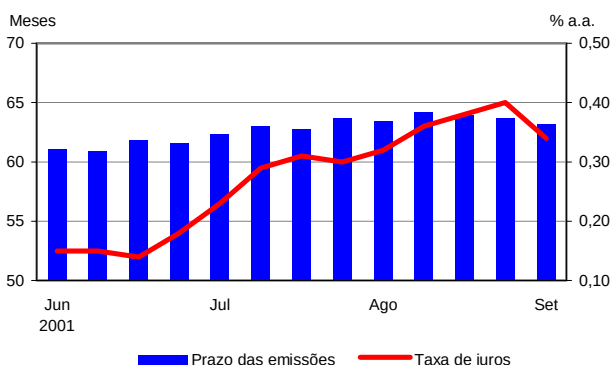
Títulos públicos federais

As incertezas no cenário internacional contribuíram para o processo de depreciação da taxa de câmbio e para a elevação da meta da taxa Selic, recomendando a emissão de títulos pós-fixados e cambiais em detrimento dos títulos prefixados.

Dessa forma, no período entre junho e 17 de setembro de 2001, 42% dos títulos emitidos foram referenciados à taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro - LFT) assim como à taxa de câmbio (Notas do Banco Central - Série Especial - NBCE/Notas do Tesouro Nacional - Série D - NTN-D), enquanto os títulos prefixados (Letras do Tesouro Nacional - LTN) representaram 14% das emissões, e os indexados a índice de preços (Notas do Tesouro Nacional - Série C - NTN-C), 2%.

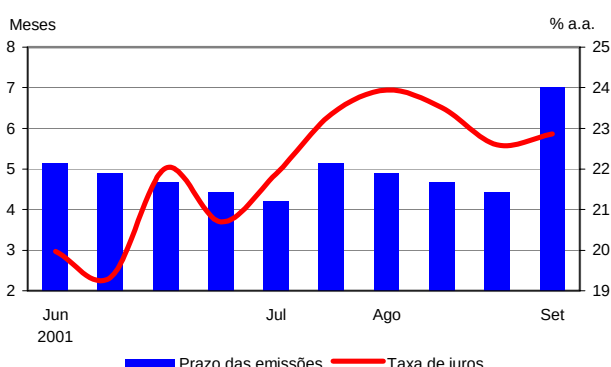
Por outro lado, mesmo diante de ambiente adverso, foi mantida a estratégia de alongamento do prazo dos títulos públicos federais, com o retorno das emissões de NBCE com prazo de 60 meses e de NTN-C com prazo de 20 anos. Em consequência, a duração média dos títulos em mercado alcançou 10,15 meses em agosto, ante 9,7 meses em junho de 2001.

O acirramento das expectativas quanto ao comportamento das taxas de juros, traduzido pela elevação das taxas de *swap* DI x pré, determinou a interrupção temporária da colocação de títulos prefixados. Assim, em 11 de julho as emissões de LTN foram suspensas, uma vez que as taxas do *swap* prefixado de 180 dias elevaram-se para valores superiores a 26% a.a., o equivalente a prêmio de 750 pontos base em relação à taxa Selic

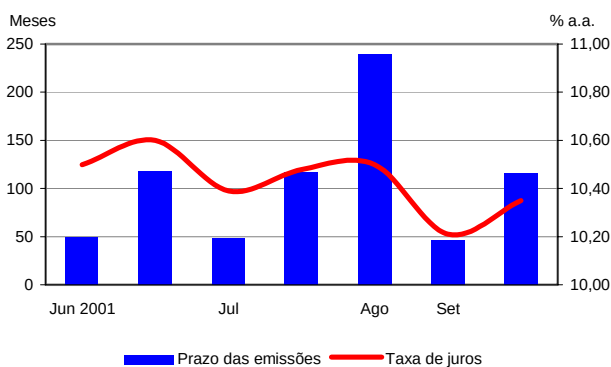
Letra Financeira do Tesouro - LFT

de 18,25% a.a., em vigor na época. Em junho, as LTN foram colocadas a taxas entre 19% a.a. e 22% a.a.

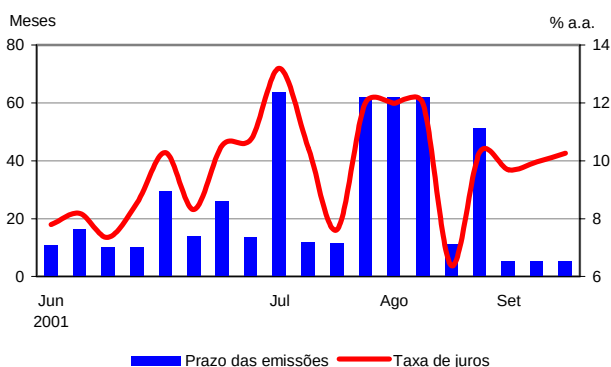
Da mesma forma, as LFT com prazo de 60 meses apresentaram elevação no deságio cobrado pelo mercado, passando a ter rentabilidade Selic + 0,40% a.a., em agosto, ante Selic + 0,15% a.a., no início de junho.

Letra do Tesouro Nacional - LTN

Entretanto, a partir do início de agosto, quando as taxas futuras de juros mostraram-se declinantes, retornaram as colocações de LTN com prazo de 5 meses, a taxas que variaram entre 23% a.a. e 24% a.a.

Nota do Tesouro Nacional - NTN-C

A decisão do Copom de manter inalterada a meta para a taxa Selic em 19% a.a. reduziu os prêmios cobrados nos leilões de LTN. Em 29 de agosto, foram colocadas LTN com vencimento em 9.1.2002 à taxa de 22,6% a.a., com prêmio de 360 pontos base em relação à taxa Selic. Mesmo considerando que o prêmio permanece em patamar elevado, espera-se o retorno das emissões de LTN com prazos mais longos, tendo em vista a menor inclinação na estrutura a termo das taxas de juros.

Nota do Banco Central - NBCE

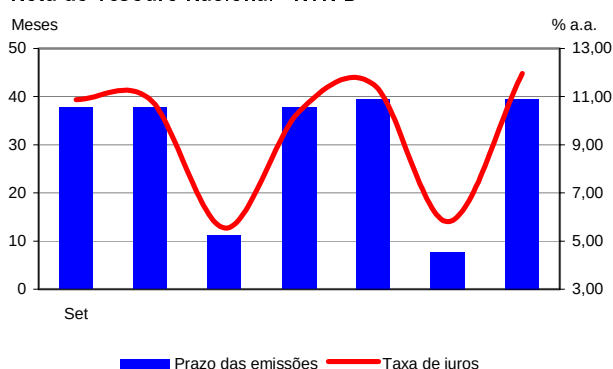
De junho a setembro, as colocações de NTN-C, título indexado ao Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M), com prazos entre 4 e 20 anos, resultaram em taxas próximas a 10,5% a.a., indicando a expectativa do mercado em relação à taxa de juros real de longo prazo.

As NBCE, títulos utilizados pelo Banco Central na administração das políticas monetária e cambial, foram bem absorvidas pelo mercado. As operações definitivas ocorridas no período

resultaram em taxa média inferior a 10% a.a., considerando-se os títulos com prazo igual ou inferior a um ano. Para os títulos com prazos mais dilatados (60 meses), as taxas cobradas pelo mercado aproximaram-se de 12% a.a.

Observa-se nítida separação dos objetivos de política monetária e política cambial em relação aos prazos desses títulos. A demanda por proteção decorrente da volatilidade na taxa de câmbio sugere a emissão de NBCE com prazos mais curtos.

Nota do Tesouro Nacional - NTN-D



Por último, vale destacar a emissão de NTN-D a partir de setembro, objetivando a rolagem de NBCE. Desde janeiro de 1999, esses títulos não eram emitidos. Foram colocados títulos a taxas entre 5,5% a.a e 12% a.a., acrescidas de variação cambial, com prazo de até 40 meses.

Tal operação inicia processo de transição para o contido na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que proíbe a emissão de títulos públicos pelo Banco Central a partir de maio de 2002. Nesse sentido, a Medida Provisória 2.181-45 autoriza a emissão na forma direta de título públicos, em operações de permuta com o Banco Central.

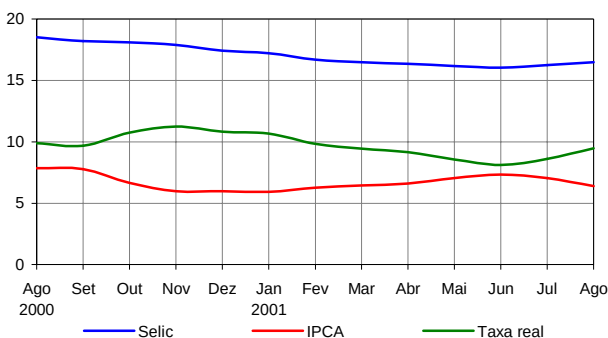
A propósito, a referida MP, alterando a Lei 10.179, autorizou a emissão de títulos públicos na forma direta a pessoas físicas, podendo ser colocados ao par, com ágio ou deságio. Na prática, impõe-se a possibilidade de que pessoas físicas possam adquirir títulos públicos diretamente do Tesouro Nacional, inclusive pela Internet, possibilitando a popularização dessa modalidade de aplicação financeira.

Taxa de juros real e expectativas de mercado

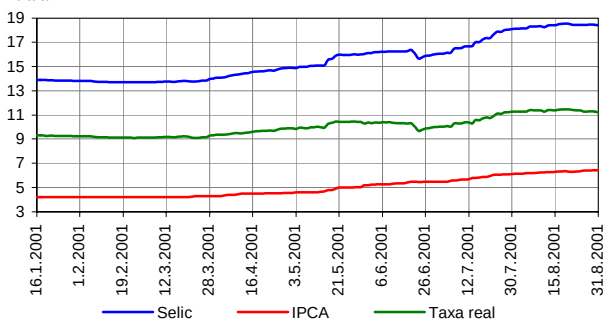
A taxa Selic real, deflacionada pelo IPCA e acumulada em 12 meses, registrou 8,1% em junho, o menor valor desde outubro de 1991. Todavia, a trajetória de queda verificada nos últimos meses reverteu-

Taxa de juros real deflacionada pelo IPCA

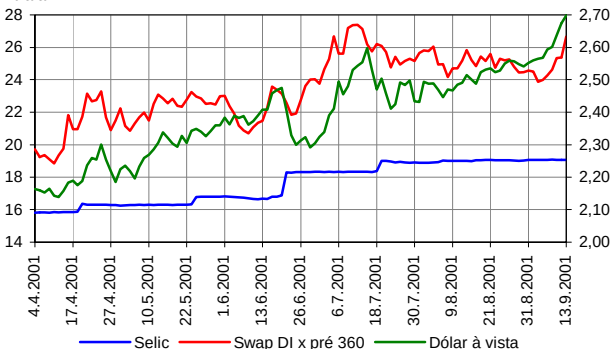
% acumulado em 12 meses

**Expectativas para a taxa Selic e para o IPCA em 2001**

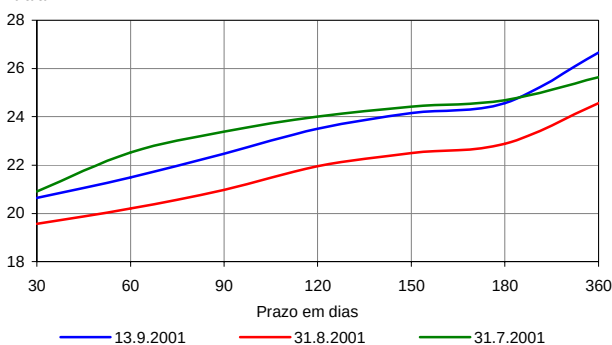
% a.a.

**Selic x swap pré x Dólar**

% a.a.

**Estrutura a termo - Swap pré**

% a.a.



se em julho, quando a taxa atingiu 8,6%, influenciada pelos aumentos na taxa básica de juros, situando-se em 9,5% em agosto.

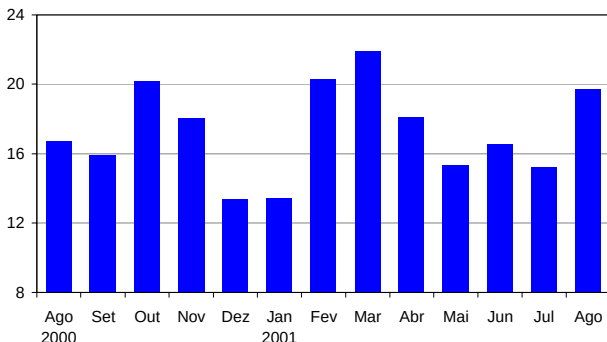
Reajustes sobre preços administrados em menor intensidade que os ocorridos em meados do ano passado, tendem a reduzir a taxa acumulada do IPCA, fornecendo impulso adicional para elevação da taxa real de juros. Estima-se taxa de juros real para 2001, baseado nas expectativas de mercado, em 11,2%, valor 0,4 p.p. superior ao verificado em 2000.

No mercado de derivativos, as incertezas decorrentes da crise econômica na Argentina aumentaram a volatilidade dos negócios. A operação de troca dos títulos externos daquele país, por outros de prazo mais dilatado, e o anúncio de novo acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) amenizaram as incertezas, sem, contudo, ampliar substancialmente o grau de confiança dos agentes econômicos.

As taxas de juros referentes aos contratos de *swaps* DI x pré, com prazo de um ano, que melhor refletem as expectativas do mercado em relação ao comportamento dos juros no longo prazo, apresentaram significativa volatilidade, acompanhando as oscilações na taxa de câmbio, notadamente após os incidentes nos Estados Unidos, que paralizaram, momentaneamente, os negócios naquele país, com reflexos nos mercados internacionais. A taxa do *swap* DI x pré, que atingiu 27,4% a.a. em julho, recuou para valores próximos a 25% a.a., após a divulgação do acordo da Argentina com o FMI, e evoluiu para 26,7% em 13 de setembro, em decorrência das tensões no cenário internacional.

DI de 1 dia - volume médio negociado

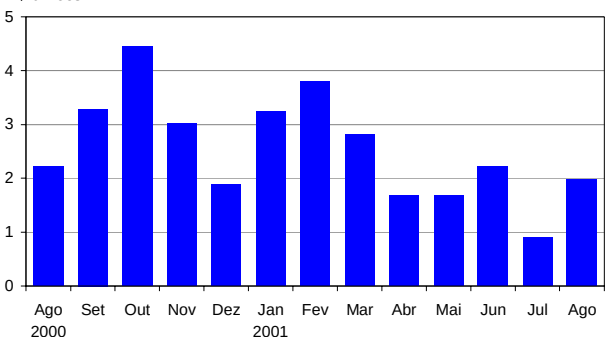
R\$ bilhões



Dessa forma, a estrutura a termo dos *swaps* DI x pré, que havia registrado em agosto o primeiro deslocamento para baixo desde janeiro desse ano, voltou a apresentar maior inclinação e patamar mais elevado. Em 13 de setembro, a taxa do contrato com prazo de um ano fechou em 26,7% a.a. e a do contrato de 1 mês em 19,7% a.a., após atingirem 24,8% a.a. e 19,7% a.a., respectivamente, ao final do mês anterior.

DI a termo - volume médio negociado

R\$ bilhões



O volume médio diário negociado em contratos de depósitos interbancários (DI) de um dia recuou a partir de março, situando-se próximo a R\$16 bilhões de maio a julho. A queda no volume negociado em relação a março é explicada, em parte, pela manutenção da liquidez no contrato com vencimento em outubro, o que reduziu a abertura de novos negócios. O prazo mais negociado caiu de oito meses, em fevereiro, para três meses, em julho.

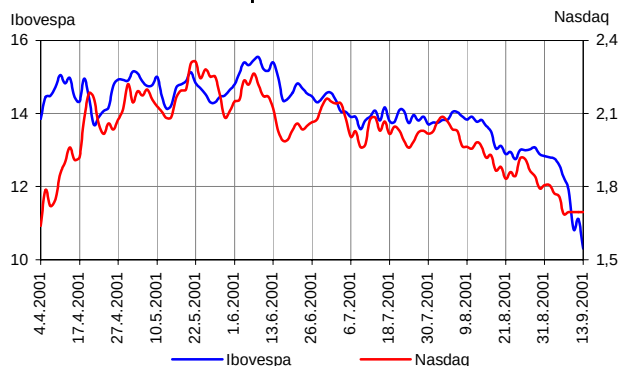
Entretanto, a divulgação de dados sugerindo o desaquecimento da atividade econômica no segundo trimestre gerou expectativas de redução na taxa básica, elevando o volume de negócios em agosto, tendo havido migração do mercado para o contrato com vencimento em janeiro de 2002, o que alongou o prazo do contrato mais negociado para cinco meses.

No mercado de troca de rentabilidade, representado pelo contrato a termo de DI com ajuste, foi registrado, em julho, a menor média diária desde julho de 2000, quando o contrato ainda não estava difundido no mercado. Essa retração nos negócios deve-se ao alto grau de incertezas vigentes no mês, tendo em vista a inexistência de parâmetros sólidos para posicionamentos em taxa de juros.

Paralelamente ao ocorrido no mercado de DI de um dia, a liquidez dos contratos de DI a termo com ajuste se ateve, de março a agosto, naqueles com vencimento em abril de 2002, reduzindo, de 13 para 8 meses, o prazo dos contratos mais negociados.

Mercado de capitais

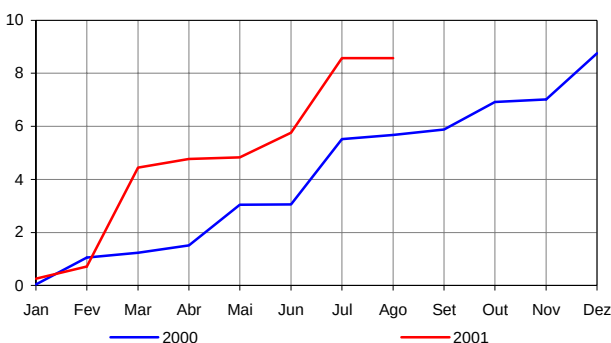
Bolsas de valores - mil pontos



O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) permaneceu sob influência do cenário macroeconômico de incertezas. Os recentes aumentos na taxa de juros também colaboraram para o pessimismo do mercado. Sem força interna, o índice tem acompanhado o desempenho da bolsa eletrônica Nasdaq, que também descreve trajetória decrescente, influenciada pela desaceleração da economia americana.

Debêntures

R\$ bilhões - Acumulado no ano



O atentado nos EUA provocou a interrupção dos negócios nas bolsas americanas entre os dias 11 e 14 de setembro. Em decorrência, as demais bolsas internacionais apresentaram elevadas perdas. No Brasil, o Ibovespa, que já apresentava trajetória descendente, acentuou o movimento, atingindo 10.306 pontos no dia 13 de setembro, o menor desde agosto de 1999.

No mercado primário, apesar da deterioração das expectativas, as emissões de debêntures, no segundo trimestre, continuaram superiores às registradas no mesmo período de 2000. Assinale-se que o volume emitido nos primeiros oito meses de 2001, R\$8,6 bilhões, aproxima-se do relativo a todo o ano de 2000. Entretanto, espera-se contração na emissão durante o último quadrimestre do ano, em sintonia com a mudança no cenário econômico, especialmente em relação à depreciação do valor das ações e ao aumento das taxas de juros.

Aplicações financeiras

O saldo das aplicações financeiras, que corresponde ao somatório das cadernetas de poupança, fundos de investimentos financeiros (FIF), fundos de ações e depósitos a prazo (CDB), mantiveram trajetória de crescimento no trimestre de junho a agosto. Tendo em vista o cenário de incertezas, as aplicações em FIF e CDB foram

favorecidas pela elevação das taxas de juros, em detrimento do mercado acionário. O patrimônio líquido total aumentou 3,7% no trimestre, alcançando R\$536,5 bilhões.

Os FIF registraram evolução de 5,4% no trimestre, atingindo patrimônio líquido de R\$311,9 bilhões. Destaque-se que a partir de julho verificou-se inversão do fluxo de saída de recursos, ocorrendo novas captações, preferencialmente em fundos referenciados em depósitos interbancários (DI), migração incentivada pelo patamar das taxas de juros e pelas incertezas do mercado. Os FIF também receberam recursos do Fundo Extramercado, proveniente do BNDES, devido à liberação, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), da obrigatoriedade de aplicação das disponibilidades de caixa daquela instituição neste fundo. No trimestre, observou-se captação líquida de R\$16 bilhões. Os FIF apresentam rentabilidade nominal bruta acumulada de 11,9% no ano.

O patrimônio líquido dos fundos de ações retraiu-se 9,8% no trimestre, encerrando agosto com R\$25 bilhões, reflexo do desempenho do mercado acionário que registrou acentuadas perdas de recursos no período. Os Fundos Mútuos de Privatização com recursos do FGTS (FMP-FGTS) totalizaram patrimônio líquido de R\$2,8 bilhões em agosto. A partir de 17 de agosto, os investidores dos FMP-FGTS passaram a contar com a opção de aplicar em Fundos Mútuos de Privatização Carteira Livre ou retornar ao FGTS, sem com isso perder o desconto de 20% obtido sobre o preço do lançamento na oferta global de ações.

O saldo das cadernetas de poupança aumentou 1,4% em relação a maio, atingindo R\$114,2 bilhões. O crescimento contido no trimestre deveu-se à baixa rentabilidade registrada, média mensal de 0,7%, potencializando migração de capitais para aplicações financeiras de baixo risco mais atrativas.

Os CDB apresentaram crescimento de 8,1% em relação a maio, atingindo saldo de R\$103,6 bilhões em agosto. O aumento no saldo dos CDB está relacionado à liberação dos prazos mínimos das operações com CDB referenciados em taxas flutuantes, a partir de agosto de 1999. Essa alteração favoreceu migração de recursos da

modalidade prefixado para flutuante DI, cuja participação aumentou de 8%, em 1999, para 61%, em agosto de 2001. A rentabilidade nominal bruta dos CDB acumula 11,3% no ano.

2.3 – Resultado fiscal do Governo Central

O Governo Central registrou superávit primário de R\$1,2 bilhão em julho, resultado do superávit de R\$2,4 bilhões do Tesouro Nacional e dos déficits de R\$1,1 bilhão da Previdência Social e de R\$34 milhões do Banco Central.

O superávit acumulado nos primeiros sete meses do ano alcançou R\$19,8 bilhões, (2,9% do PIB). Comparativamente ao resultado obtido em igual período de 2000, o superávit registrou acréscimo de 0,3 p.p. do PIB, associado à elevação das receitas do Tesouro, principalmente as decorrentes de concessões de serviços de telefonia e de dividendos pagos à União. A arrecadação de impostos também contribuiu para o melhor desempenho das contas do Governo Central, com destaque para a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), devido à mudança na forma de tributação do setor de combustíveis e pagamento por substituição pelo setor automotivo.

O Tesouro Nacional registrou superávit primário de R\$25,6 bilhões, equivalentes a 3,8% do PIB, de janeiro a julho. As receitas alcançaram R\$120 bilhões, 17,7% do PIB, resultado que indica acréscimo de 1,2 p.p. do PIB em relação ao de igual período de 2000.

Por outro lado, as despesas cresceram 0,7 p.p. do PIB, totalizando R\$94,4 bilhões, ante R\$80,8 bilhões registrados até julho de 2000, em parte devido ao aumento de recursos destinados à área da Saúde e à elevação dos gastos associados à equalização das taxas de juros relativas aos empréstimos aos setores agrícola e exportador. Cabe destacar também que as despesas com custeio e investimento estiveram subordinadas, até abril de 2000, à regra do duodécimo, o que não prevaleceu em 2001.

Relativamente à Previdência Social, o déficit acumulado até julho atingiu R\$5,4 bilhões, com crescimento nominal de 26,5% em relação ao de igual período de 2000. A arrecadação totalizou R\$33,7 bilhões, 13,1% superior à registrada no período correspondente de 2000, refletindo o esforço de recuperação das receitas previdenciárias, a elevação do emprego formal na economia e o impacto nos reajustes das contribuições, a partir de maio de 2001.

As despesas com benefícios previdenciários atingiram R\$39,2 bilhões, com acréscimo de 14,7% em relação ao total acumulado até julho de 2000, devido, principalmente, ao reajuste no valor dos benefícios pagos, como reflexo do aumento do salário mínimo, em abril, e da correção de 7,7% concedida, em junho, aos benefícios com valor superior ao salário mínimo.

Necessidade de financiamento do setor público

Nos primeiros sete meses de 2001, o superávit primário acumulado do setor público não financeiro situou-se em R\$33,1 bilhões, 4,91% do PIB, comparativamente a R\$24,7 bilhões, 4,1% do PIB, registrado em igual período do ano anterior. O governo federal, o Banco Central do Brasil e o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) foram responsáveis por superávit de R\$20,8 bilhões, 3,1% do PIB, os governos estaduais, R\$5,3 bilhões, 0,78% do PIB, os governos municipais, R\$2,4 bilhões, 0,36% do PIB, e as empresas estatais, R\$4,7 bilhões, 0,7% do PIB. No mesmo período de 2000, esses resultados foram superavitários, respectivamente, em R\$16 bilhões, 2,63% do PIB, R\$4,2 bilhões, 0,69% do PIB, R\$876 milhões, 0,15% do PIB, e R\$3,6 bilhões, 0,60% do PIB.

Utilizando-se o conceito harmonizado, que não inclui a valorização cambial sobre o estoque da dívida mobiliária indexada ao câmbio, a apropriação de juros nominais atingiu R\$47,3 bilhões, 6,99% do PIB, nos primeiros sete meses do ano, patamar semelhante ao ocorrido em igual período de 2000, quando totalizou R\$45,8 bilhões, ou 7,49% do PIB. Incorporando-se o efeito da taxa de câmbio, o total de juros apropriados alcançou R\$76,3 bilhões, 11,25% do PIB.

Projetos pendentes de aprovação no Congresso Nacional - posição em 31.8.2001

1. Regulamentação da Reforma Administrativa

1.1. instrumento legal: lei complementar (PLC 43, de 1.9.1999) - regulamenta a perda de cargo público por insuficiência de desempenho e define as carreiras típicas de estado;

- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Câmara dos Deputados e no Senado Federal. Todavia, por ter sofrido modificações nesta última casa do Legislativo, retornou à Câmara dos Deputados.

1.2. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 137-A/1999) - estabelece limite para remuneração nos três níveis de governo. O substitutivo apresentado pelo relator na Comissão Especial da Câmara determina que o salário pago aos servidores não seja superior ao subsídio do governador do respectivo Estado ou Distrito Federal. Entretanto, isenta desses limites deputados estaduais, vereadores, magistrados e servidores do Ministério Público, aos quais aplica-se como limite a maior remuneração paga a Ministro do STF, incluídas as vantagens pessoais desses Ministros. Admite, na remuneração do servidor, independente do limite estabelecido no sub-teto, adicional por tempo de serviço até o limite de 35%;

- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara dos Deputados, em 3.11.1999. Em 17.11.1999, foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria. Recebeu parecer favorável, com substitutivo do relator, apresentado em 12.1.2000. Aguarda votação em plenário.

2. Regulamentação da Reforma Previdenciária

2.1. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 136/1999) - institui a contribuição previdenciária dos inativos do setor público e dos militares;

- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada admissibilidade na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 10.11.1999. Em 18.11.1999 foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria.

2.2. instrumento legal: lei complementar (PLP 9/1999) - estabelece normas gerais para a instituição de regime de previdência complementar pela União, pelos Estados, pelo Distrito

Federal e pelos Municípios. Os principais aspectos do substitutivo aprovado no plenário da Câmara, em 28.11.2000, são:

- a) estabelecimento de teto do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) aos servidores que ingressarem após a sanção da lei e optativo aos servidores já admitidos;
- b) garantia de isonomia da alíquota de contribuição com o RGPS;
- c) igualdade entre a contribuição da patrocinadora do fundo de previdência e a do participante;
- d) instituição de planos de benefícios na modalidade de contribuição definida.

- estágio de votação no Congresso Nacional - Encontra-se em processo de votação, em turno único, na Câmara dos Deputados.

3. Imposto sobre Grandes Fortunas

- instrumento legal: lei complementar (PLP 202/1989) - determina cobrança de tributo especial para detentores de patrimônio acima de R\$1 milhão. A arrecadação desse tributo será destinada ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza;
- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovado na Comissão de Constituição e Justiça e Redação em 6.12.2000, aguarda votação no plenário da Câmara dos Deputados.

4. Orçamento obrigatório

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 77/1999) - estabelece a obrigatoriedade na execução da lei orçamentária e impõe a realização de, pelo menos, 80% das dotações orçamentárias, até o nível de projeto, ressaltando as anulações previamente autorizadas mediante lei;
- estágio de votação no Congresso Nacional - em tramitação na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal.

5. Lei das Sociedades Anônimas

- instrumento legal: lei ordinária (PL 3.115/1997) - estabelece direitos e vantagens para os acionistas minoritários detentores de ações preferenciais; determina que os dividendos a serem distribuídos pelas empresas terão de ser equivalentes a 25% do lucro líquido do

exercício e fortalece o papel fiscalizador da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), transformando-a em agência reguladora. As modificações previstas no projeto afetam o fluxo de dividendos para o Tesouro Nacional;

- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Câmara dos Deputados, em 29.3.2001. Foi encaminhada à Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal, em 4.4.2001, onde aguarda parecer do relator.

6. Exclusão do setor elétrico do processo de privatização

- instrumento legal: lei ordinária (PLS 32, de 2001) - altera a Lei 9.491, de 9.9.1997, para excluir as empresas do setor de geração e transmissão de energia elétrica do processo de privatização. Em seu artigo 3º, a Lei determinava a exclusão do Programa Nacional de Desestatização do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal, da Petrobrás e de outras empresas públicas ou sociedades de economia mista, que exerçam atividades de competência exclusiva da União, não se aplicando a vedação às participações acionárias detidas por essas entidades, desde que não incida restrição legal à sua alienação;
- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal e encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos, em 24.4.2001.

7. Reforma Tributária

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 175-A/1995) - a última posição do substitutivo, elaborado com base nos resultados da comissão tripartite, destaca:
 - a) convergências: extinção do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), e Imposto sobre Serviços (ISS); extinção do Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e Cofins; criação do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), ou adequação do ICMS; transferência da União para os Estados, do Imposto Territorial Rural (ITR); e criação do Imposto sobre Vendas a Varejo (IVV), de competência municipal;
 - b) divergências: concepção do modelo do IVA; adoção de imposto seletivo; adoção do Imposto sobre Movimentação Financeira (IMF); e sistemática de apuração das contribuições sociais;

- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovado o parecer do relator na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, em 16.12.1999. Aguarda encaminhamento para apreciação no plenário da Casa.

8. Diretrizes nacionais para o saneamento básico

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4147/2001) - institui diretrizes nacionais para o saneamento básico, a saber:
 - a) estabelecimento dos princípios fundamentais que nortearão a prestação dos serviços de saneamento básico;
 - b) definição da titularidade dos serviços;
 - c) estabelecimento de metas de expansão e estrutura tarifária;
 - d) instituição de diretrizes pertinentes à regulação e à fiscalização dos serviços prestados.
- estágio de votação no Congresso Nacional - encontra-se em fase de audiência pública na Comissão Especial da Câmara dos Deputados.

9. Conselho de Gestão Fiscal / Lei de Responsabilidade Fiscal

- instrumento legal: lei ordinária (PL 3.744/2000) - institui o Conselho de Gestão Fiscal, conforme disposto no artigo 67 da Lei Complementar 101, de 4.5.2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal) e dispõe sobre sua finalidade, composição e forma de funcionamento;
- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Comissão de Trabalho, Administração e Serviço Público da Câmara dos Deputados, em 18.4.2001. Aguarda votação em plenário.

10. Prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF)

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 382/2001) - prorroga a vigência da contribuição, de 16.6.2002 até 31.12.2004;
- estágio de votação no Congresso Nacional - encontra-se na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados aguardando parecer do relator.

11. Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 277/2000) - estabelece que a contribuição poderá incidir sobre a importação de bens ou serviços recebidos do exterior, inclusive energia elétrica, serviços de telecomunicações, derivados de petróleo, combustíveis, ainda que o destinatário seja pessoa natural, que, no caso, poderá, na forma da lei, ser equiparada a pessoa jurídica;
- estágio de votação no Congresso Nacional - encontra-se na Comissão Especial da Câmara dos Deputados aguardando parecer do relator.

12. Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e Imposto sobre Serviços (ISS)

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 383/2001) - altera o Sistema Tributário Nacional visando, basicamente, a estabelecer uma legislação única para o ICMS, estruturada segundo lei complementar, e a coibir a guerra fiscal praticada ao amparo do ISS de competência dos municípios;
- estágio de votação no Congresso Nacional - encaminhada à Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados para proferir parecer.

13. Desoneração da incidência do PIS/Pasep e da Cofins

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4.941/2001) - incentiva a diversificação da matriz energética do País, fomentando a utilização de gás natural e de carvão mineral na geração de energia elétrica, mediante desoneração da incidência das contribuições para o PIS/Pasep e da Cofins na cadeia de comercialização daqueles insumos.
- estágio de votação no Congresso Nacional - encaminhada à Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados para proferir parecer.

Relativamente ao resultado nominal do setor público, as necessidades de financiamento, no conceito harmonizado, totalizaram R\$14,2 bilhões, 2,1% do PIB, até julho de 2001, comparativamente a R\$21,1 bilhões, 3,11% do PIB, no mesmo período de 2000. Essa contração nas necessidades de financiamento é decorrente do melhor resultado primário neste exercício, o que evidencia o comprometimento do governo brasileiro com a responsabilidade na condução da política fiscal. Os fluxos dos últimos 12 meses, relativamente ao mês de julho, foram deficitários em 2,79% do PIB, 4,08% do PIB no mesmo período de 2000, o que também reflete a melhora do resultado primário do setor público.

No conceito que incorpora a desvalorização cambial, as necessidades de financiamento acumularam déficit nominal de R\$43,1 bilhões até julho, com crescimento de R\$22,7 bilhões em relação ao assinalado no mesmo período do ano anterior. O principal motivo desse crescimento constituiu-se na depreciação cambial de 24,3% neste ano, comparativamente à apreciação de 0,79%, até julho de 2000.

Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público atingiu, em julho de 2001, R\$641,3 bilhões, 52,5% do PIB, comparativamente a R\$563,2 bilhões, 49,3% PIB, em dezembro de 2000. Essa variação foi sensibilizada negativamente pela apropriação de juros nominais, no conceito harmonizado, de R\$47,3 bilhões, pelo reconhecimento líquido de dívidas, R\$12,4 bilhões, pelo impacto da variação cambial incidente sobre a dívida mobiliária interna indexada ao dólar, R\$28,9 bilhões e pela apropriação de ajustes metodológicos cambiais, R\$22,6 bilhões, fatores parcialmente compensados pelo resultado primário de R\$33,1 bilhões.

Do total dos juros apropriados, R\$21,8 bilhões deveram-se à correção monetária registrada sobre a dívida no período, considerado como deflator o IGP-DI centrado, e R\$25,5 bilhões, aos juros reais.

Quanto ao reconhecimento de dívidas, destacam-se as capitalizações realizadas sob amparo do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef), que totalizaram R\$9 bilhões, e a incorporação de dívidas relativas ao Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), R\$4 bilhões, nos primeiros sete meses do ano.

Dívida mobiliária federal

No período de abril a julho de 2001, a dívida mobiliária federal elevou-se de R\$553,9 bilhões para R\$609 bilhões. Foram determinantes para este resultado a incorporação de juros, as vendas líquidas de R\$11,8 bilhões em títulos cambiais e as colocações diretas de R\$39,7 bilhões, dos quais R\$10,9 bilhões destinados ao Banco do Brasil e R\$21,3 bilhões à CEF, no âmbito do Proef.

No mesmo período, a depreciação de 9,6% do real frente ao dólar determinou elevação de 22,7% da dívida mobiliária cambial, para R\$165,8 bilhões, o equivalente a 27,2% do total da dívida mobiliária federal.

Os resgates de títulos não indexados ao câmbio, no total de R\$22,9 bilhões, e as colocações cambiais de R\$11,8 bilhões resultaram em resgates líquidos de R\$11,1 bilhões no conjunto dos títulos que compõem a dívida mobiliária federal. Isto denota a continuidade da tendência à migração de parte da dívida mobiliária para títulos cambiais. Destaca-se que a participação da dívida prefixada passou de 12,6% para 10%, no período considerado.

2.4 – Conclusão

As expectativas desfavoráveis quanto ao crescimento e ao nível de emprego têm condicionado a concessão de novos créditos. Essa redução, mais acentuada nas operações destinadas ao consumo das famílias, também já se faz sentir na demanda por recursos de setores da atividade produtiva.

Por outro lado, a trajetória de superávit primário verificada em 2001, além de apresentar níveis compatíveis com os programados para o ano e de refletir a continuidade do esforço fiscal em todas as esferas de governo, vem contribuindo para evitar crescimento mais acentuado da relação dívida/PIB, mantendo a confiança quanto à capacidade do setor público de gerenciar seus compromissos.

Adicionalmente, como parte do novo programa de ajuste, o governo anunciou elevação das metas de superávit primário para 3,35% do PIB e 3,5% do PIB em 2001 e 2002, contra 3% do PIB e 2,7% do PIB estabelecido anteriormente. Para 2003 e 2004, a meta indicativa também foi elevada de 2,5% do PIB para 3,5% do PIB. A política fiscal mais contracionista significa esforço adicional do setor público para prevenir a deterioração do resultado nominal no curto prazo, tendo em vista as incertezas quanto à evolução do cenário externo.

3 – Economia internacional

Na última década, a magnitude e vigor da demanda norte-americana determinaram a dinâmica da economia mundial, sendo natural que o seu arrefecimento provoque reflexos nos mercados de bens e serviços de diversos países, enquanto a redução nos lucros das empresas gerou impacto negativo nos mercados de capitais, disseminando-se nos demais mercados financeiros. Assim, os desempenhos das economias desenvolvidas e das economias emergentes, principalmente daquelas mais fortemente dependentes do comércio externo e de recursos financeiros internacionais, foram desfavoravelmente influenciados pela evolução recente da economia dos Estados Unidos, cuja desaceleração está se mostrando mais longa que o inicialmente estimado.

Nesse contexto, as taxas de expansão do Produto Interno Bruto da Área do Euro e do Japão no segundo trimestre de 2001 foram inferiores às registradas no trimestre precedente e as estatísticas disponíveis relativas a julho e a agosto não indicam reversão da tendência. As economias do leste asiático buscam expandir a demanda interna, contrapondo-se ao enfraquecimento da internacional, enquanto as economias latino-americanas enfrentam a maior aversão ao risco por parte dos investidores, traduzida pela elevação do risco soberano.

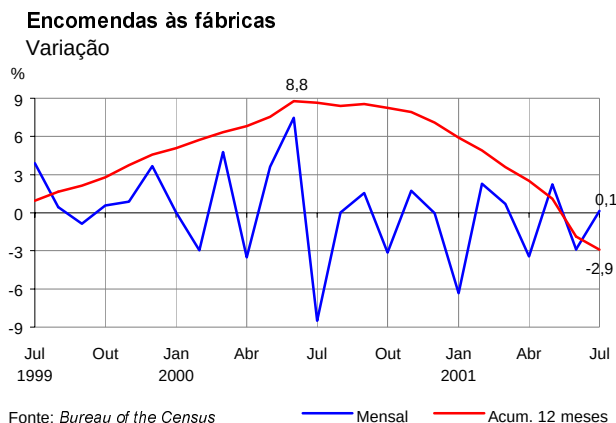
Os ataques realizados contra os Estados Unidos em 11 de setembro deverão constituir marco relevante na história econômica contemporânea. No entanto, a avaliação, no momento, de seus impactos sobre o desenvolvimento da economia norte-americana e mundial, bem como da sua magnitude, tende a ser prematuro. A expectativa inicial, dado o choque que provocaram sobre os cidadãos daquele país, é de deterioração nas perspectivas dos consumidores,

fortalecida pelo reflexo negativo sobre o desempenho e a rentabilidade dos setores diretamente atingidos, como os de transporte aéreo, de turismo e segurador, com reflexos para o produto interno bruto no terceiro trimestre. Assinale-se que no médio prazo esses efeitos tendem a ser compensados pela menor restritividade da política monetária e pelos aumento nos dispêndios públicos. Os efeitos conjuntos dessas tendências apenas poderão ser avaliados quando conhecidas as magnitudes das forças envolvidas.

3.1 – Estados Unidos

O crescimento das despesas pessoais de consumo apresentou desaceleração no segundo trimestre, em comparação às taxas registradas no período anterior e em 2000. Ainda assim, manteve-se positivo, apesar dos impactos negativos das reduções na renda disponível, na riqueza e na confiança do consumidor e do aumento na taxa de desemprego. No segundo trimestre, as despesas pessoais de consumo cresceram à taxa

anualizada de 2,5%, comparativamente a 3% no primeiro, na série deflacionada e dessazonalizada. Até julho, a variação da média móvel trimestral elevou-se para 2,7%.



As vendas no varejo permaneceram estáveis de maio a agosto, interrompendo trajetória de desaceleração mensal observada desde o ano passado, enquanto as encomendas às fábricas mantiveram tendência contracionista no período.

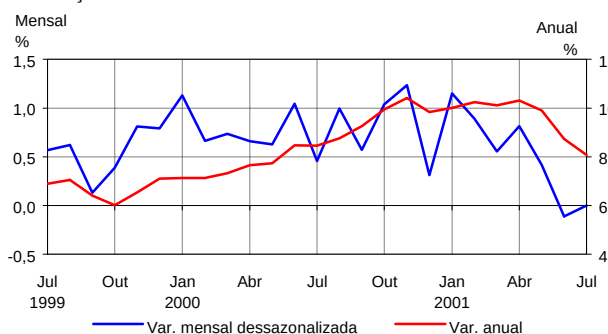


A demanda por imóveis residenciais expandiu-se significativamente neste ano, em parte impulsionada pela redução das taxas de juros de hipotecas, conforme evidenciado por pesquisa de opinião conduzida pelo *Federal Reserve*, que registrou aumento da demanda por financiamento imobiliário entre maio e agosto. Dessa forma, o investimento residencial, após contração no segundo semestre de 2000, apresentou rápido crescimento no primeiro semestre deste ano.

O início de construções residenciais, após expansão de 5,7% no primeiro trimestre, considerando-se a média móvel trimestral dessazonalizada, permaneceu relativamente estável no segundo. Elevação de 2,8%, em julho relativamente a junho, sugere continuidade da recuperação do investimento residencial no segundo semestre desse ano. Assinale-se que a valorização dos imóveis e o aquecimento desse setor têm contribuído para menor decréscimo da riqueza e menor efeito negativo sobre a demanda, contrapondo-se à tendência provocada pela queda no mercado de capitais.

A desaceleração do consumo pode ser atribuída, em parte, ao aumento dos encargos financeiros pagos pelas famílias, que representaram 14,4% de sua renda disponível no primeiro trimestre do ano, a maior participação registrada nos últimos vinte anos. Essa elevação ocorreu apesar da redução dos juros básicos da economia, refletindo o aumento no nível do endividamento.

Crédito ao consumidor Variação



O crédito ao consumidor, após apresentar crescimento anual da ordem de 10% até maio, explicitou o desaquecimento do consumo e o aumento das exigências para concessão de crédito por parte dos bancos, conforme sugerem as taxas de 8,7% em junho e de 8,1% em julho.

A trajetória de desaceleração do investimento fixo não-residencial observada no segundo semestre do ano passado culminou em contração de 14,6% no segundo trimestre do ano, após relativa estabilidade no período anterior, refletindo queda nos investimentos em equipamentos e na construção não-residencial. O valor da construção realizada, dessazonalizado, reduziu-se 1% no segundo trimestre, após expansão de 3,4% no primeiro. Os lucros das empresas encontram-se, pelo terceiro trimestre consecutivo, em retração e não oferecem perspectivas de recuperação do investimento não-residencial. Esses lucros decresceram 3,6% no segundo trimestre, após queda de 6,8% no primeiro, atingindo patamar 14,7% inferior ao do segundo trimestre de 2000.

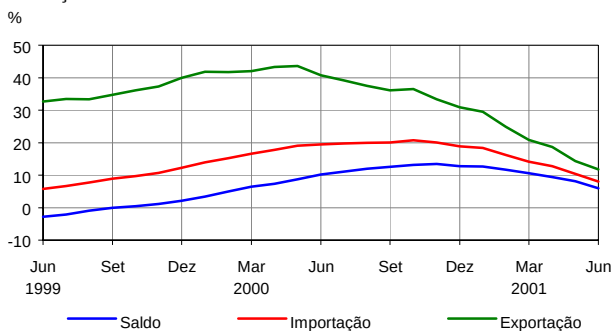
O investimento em estoques, positivo até o segundo semestre do ano passado, tornou-se negativo no primeiro de 2001, sugerindo

possível ajustamento. Essa tendência não é ainda identificada na razão entre estoques e vendas no comércio e na indústria, que se manteve entre 1,42 e 1,44 no primeiro semestre, após atingir média mensal de 1,4 em 2000.

O resultado do governo federal em 2001 será menor do que o estimado em maio e inferior ao registrado em 2000, reflexo da desaceleração da atividade econômica, da redução de alíquotas do imposto de renda e de alterações na legislação fiscal. Apesar disso, o superávit permanece expressivo para o padrão histórico e a oferta pública de títulos do Tesouro manteve trajetória contracionista. O governo federal arrecadou US\$1,7 trilhão em impostos e realizou despesas de US\$1,5 trilhão no ano fiscal de 2001, até julho, implicando em resultado fiscal 5,4% menor que o registrado em igual período do ano anterior. O *Congressional Budget Office* (CBO) prevê para o ano 2001 resultado fiscal de US\$153 bilhões, comparativamente à previsão de US\$275 bilhões divulgada em maio. Assinale-se que dois terços da diferença é atribuída a alterações na legislação tributária.

Comércio exterior

Variação do acumulado em doze meses



Fonte: Bureau of Economic Analysis

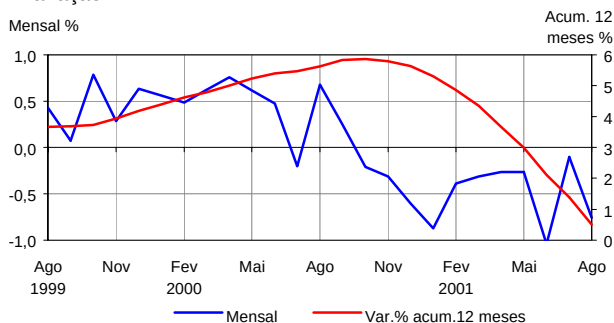
O déficit comercial reduziu-se no primeiro semestre de 2001, com contração de exportações e de importações. As exportações foram afetadas pela disseminação da desaceleração da atividade econômica no resto do mundo e pela valorização da moeda americana. As importações acompanharam a contração do consumo. As exportações acumuladas em 12 meses atingiram US\$775 bilhões em junho, 6% superiores às de igual período de 2000. As importações somaram US\$1,2 trilhão em 12 meses, expansão de 8%.

Assim o déficit comercial totalizou US\$452 bilhões no período, contração de 11,7%, considerada a mesma base de comparação.

O produto interno bruto expandiu-se 0,2% no segundo trimestre, após crescer 1,3% no primeiro, traduzindo declínio de 3,5% na produção de bens e expansão de 2,3% na prestação de serviços e de 2,5% na construção. No primeiro trimestre a produção desses setores havia variado -2,6%, 2,2% e 12,3%, respectivamente. A produção

de bens reduziu-se pelo terceiro trimestre consecutivo, refletindo a contração da atividade industrial.

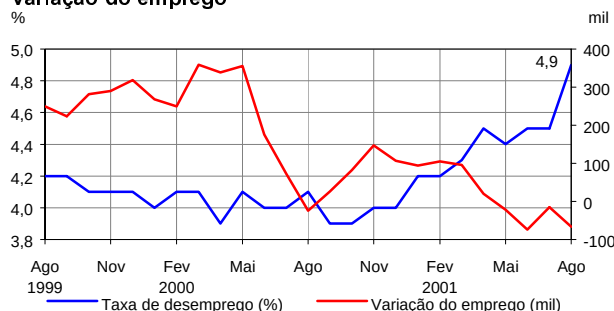
Produção industrial Variação



Fonte: Federal Reserve System

A produção industrial registrou variação negativa de 0,8% em agosto, registrando contração pelo décimo primeiro mês consecutivo. Assinale-se que a variação da produção acumulada em 12 meses declinou de 5,9%, em outubro de 2000, para 0,5% em agosto. A retração dos investimentos afetou especialmente a produção de bens de capital, que contraiu 0,6% em média no primeiro trimestre e 1,3% no segundo. Em julho, a produção de bens de capital reduziu-se 0,3%.

Taxa de desemprego e variação do emprego^{1/}

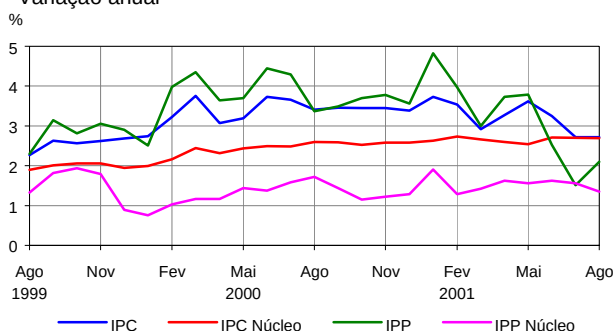


Fonte: Bureau of Labor Statistics

1/ Dados dessazonalizados; média móvel trim. da var. emprego.

O mercado de trabalho vem refletindo o desaquecimento da atividade econômica, com a taxa de desemprego elevando-se para 4,9%, em agosto, após permanecer relativamente estável em 4,5% desde abril. O setor não-agrícola registrou redução de 72 mil postos de trabalho no segundo trimestre, comparativamente a aumento de 96 mil no primeiro. Em julho e em agosto houve redução de 100 mil postos. A indústria manufatureira apresentou diminuição no número de postos de trabalho ainda mais acentuada, acumulando 940 mil demissões em doze meses até agosto.

Preços Variação anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Os preços mantiveram trajetória de crescimento moderado. A redução dos preços internacionais do petróleo em junho e julho contribuíram para que os índices de preços convergissem para seus núcleos. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) apresentou variação de 2,7% em doze meses até agosto, igual à de seu núcleo, após variação de 3,6% até maio. O Índice de Preços ao Produtor (PPI) elevou-se 2,1% em doze meses até agosto, após alcançar 3,8% até maio, comparativamente à variação de 1,35% de seu núcleo no período.

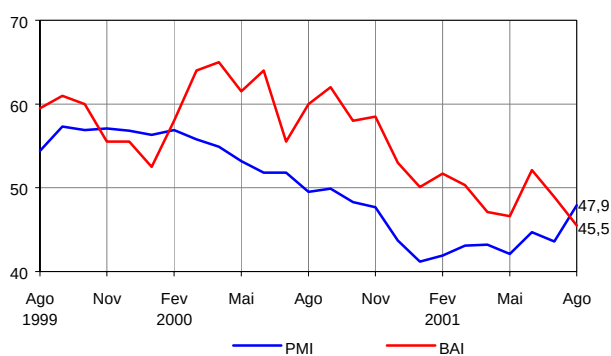
O *Federal Open Market Committee* (FOMC) diminuiu a meta de taxa de juros dos *federal funds* em 0,25 p.p. nas reuniões de junho e de agosto, para 3,5% a.a., acumulando redução de 3 pontos percentuais no ano. A diminuição foi justificada pela contração dos lucros e dos investimentos das empresas e pela desaceleração do crescimento no resto do mundo, a despeito da sustentação proporcionada pelo consumo. Destaque-se que, em 17 de setembro, o FOMC reduziu a meta para os *federal funds* em 50 pontos básicos, situando-a em 3% a.a., em função da expectativa de que os atentados realizados em 11 de setembro contribuirão para intensificar a redução dos dispêndios dos consumidores e das empresas.

Os indicadores de expectativas apresentaram, em momentos diferentes ao longo do primeiro semestre, reversão da trajetória declinante iniciada no ano passado. O *Purchasing Managers Index* (PMI) da *National Association of Purchasing Managers* (NAPM), relativo à indústria manufatureira, apresentou declínio pronunciado ao longo do ano passado, até janeiro de 2001, quando registrou 41,2 e, a partir de então, assumiu tendência de elevação, atingindo 47,9 em agosto. O *Business Activity Index* (BAI), relativo a serviços, também mensurado pela NAPM, assinalou movimento descendente até maio, quando registrou 46,6, recuperando-se a partir de então e atingindo 48,9 em julho. No mês seguinte, no entanto, o BAI voltou a reduzir-se, situando-se em 45,5.

O *Consumer Confidence Index* do *Conference Board* reduziu-se acentuadamente entre setembro de 2000 e fevereiro deste ano, quando se situava em 109,2, elevou-se a 118,9 até junho, mas decresceu nos dois meses seguintes, atingindo 114,3 em agosto.

O ajuste da economia dos Estados Unidos após longo período de crescimento intenso está se estendendo por período superior ao inicialmente estimado. A hipótese de “aterrissagem forçada”, temida no passado, aparentemente está afastada, mas algumas questões relevantes para o prazo para a recuperação permanecem. Nesse sentido assinala-se a análise sobre se os ganhos de produtividade registrados na segunda metade da década de 90 são estruturais ou

Indicadores da NAPM



Fonte: National Association of Purchasing Managers

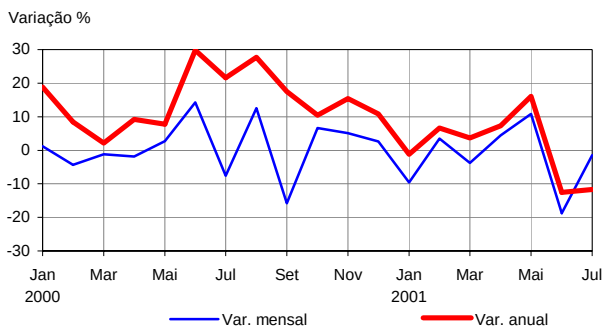
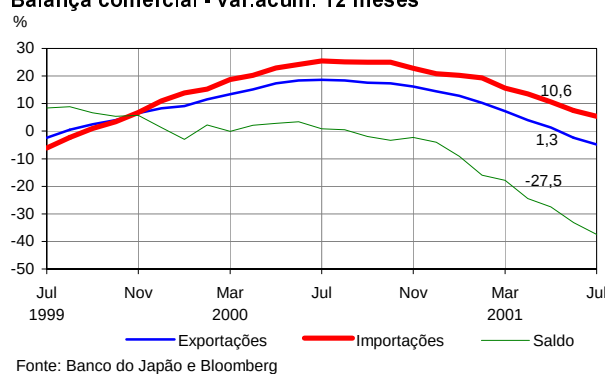
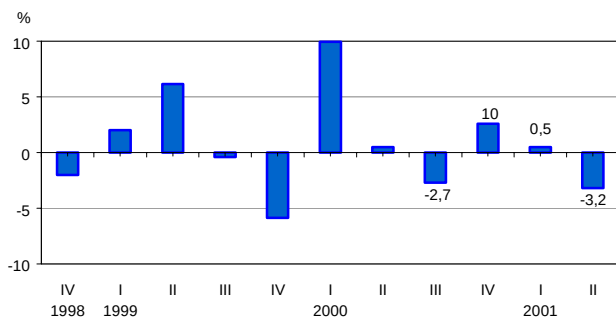
conjunturais, e a evolução do impacto do efeito riqueza sobre o consumo, que tem se mantido relativamente reduzido até o momento. A retomada do nível de atividade da economia constitui condição relevante para elevar a liquidez do mercado financeiro, que tende a permanecer contraído às demandas das economias emergentes, em função das possíveis perdas incorridas nas economias industrializadas, o que, por sua vez, tende a elevar a aversão ao risco dos investidores.

3.2 – Japão

Indicadores recentes evidenciaram a severidade da retração econômica, com destaque para o expressivo declínio das exportações líquidas e da produção industrial. O consumo privado estagnou, em cenário de arrefecimento do investimento público e de contração dos investimentos fixos privados. A persistência da elevada taxa de desemprego, associada à redução das horas trabalhadas, tem contribuído para contrair a renda das famílias, prejudicando a recuperação dos dispêndios de consumo.

Em face da moderação da demanda externa e da estagnação da absorção interna, o Banco do Japão (BoJ) projeta a persistência do declínio dos investimentos privado e público, das exportações e da produção industrial. Adicionalmente, a lentidão do processo de reestruturação bancária e empresarial e as questões vinculadas à situação fiscal de longo prazo contribuem para deteriorar ainda mais as perspectivas da economia japonesa. Nesse sentido, o governo do Japão manifesta interesse em revitalizar a economia por meio do equacionamento dos problemas do setor financeiro, de reformas estruturais e do aprofundamento das políticas para promoção da competitividade e do fortalecimento das forças de mercado.

A renda disponível dos trabalhadores diminuiu 0,4%, em termos reais, no segundo trimestre, relativamente a igual período de 2000. Em junho e julho, o dispêndio das famílias decresceu 3,8% e 1,6%, e o dos trabalhadores, 3,3% e 0,4%, respectivamente, na comparação com os assinalados nos meses correspondentes do ano

Encomendas às fábricas**Balança comercial - var.acum. 12 meses****Produto Interno Bruto^{1/}**

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

anterior. O início de novas construções reduziu 6,2% no segundo trimestre, relativamente a igual período de 2000. Em junho, o indicador registrou variação negativa de 10,5%, na comparação com igual período do ano precedente, e em julho, elevação de 1,4%.

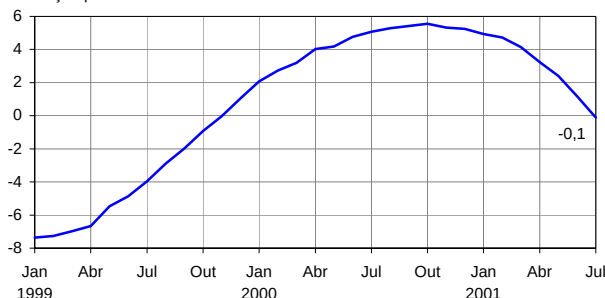
As encomendas às fábricas, indicador antecedente do investimento fixo, registraram decréscimo de 18,7% em junho e de 1,5% em julho, relativamente ao período anterior, e de 12,5% e 11,7%, na comparação com iguais meses de 2000. As encomendas do governo registraram o declínio mais expressivo, 33,4%, mas ainda registram variação positiva de 3,4% no segundo trimestre, na comparação com o mesmo período do ano precedente.

No segundo trimestre, o Japão exportou US\$101,4 bilhões, total 16,5% inferior ao registrado em igual período de 2000, enquanto as importações decresceram 4,8%, atingindo US\$88,8 bilhões. O superávit comercial acumulado em 12 meses registra tendência decrescente desde setembro do ano anterior, apresentando declínio de 33,1% até junho. Em julho, o saldo comercial atingiu US\$2,7 bilhões, redução de 68,6% em relação ao mesmo mês de 2000. Esse desempenho foi resultado de diminuições nas exportações e nas importações, 19,1% e 4,8%, respectivamente, na mesma base de comparação.

O PIB no segundo trimestre registrou contração de 0,9%, relativamente a igual período do ano anterior, e de 3,2% comparativamente ao trimestre anterior, série dessazonalizada e variação anualizada. Dados preliminares do desempenho no ano fiscal 2000, encerrado em 31 de março, indicam expansão de 0,9%, desempenho inferior à taxa de 1,2% estabelecida como meta governamental.

Produção industrial

Variação percentual acumulada em 12 meses



Fonte: METI

A produção industrial mantém-se em ritmo acentuadamente decrescente, dada a retração na demanda e a elevação dos estoques de componentes eletrônicos. Em julho, a produção decresceu 2,8% em relação a junho, e 8,5% na comparação com mesmo período de 2000, refletindo o desempenho desfavorável das exportações. A variação acumulada em doze meses até julho foi negativa em 0,1%, mantendo a tendência decrescente iniciada em outubro do ano anterior.

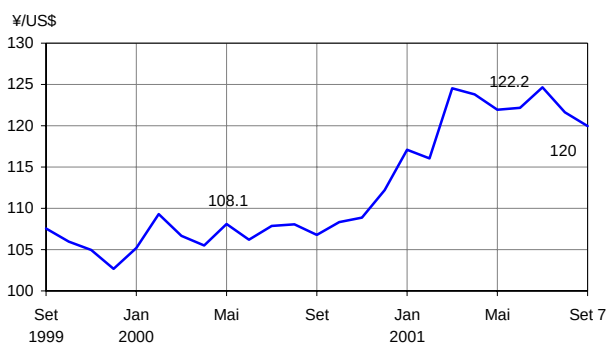
O fraco desempenho da produção industrial tem afetado a renda dos trabalhadores, reflexo da redução das horas trabalhadas. Adicionalmente, a taxa de desemprego situou-se em 4,9%, em maio e em junho, alcançando nível crítico de 5% em julho. Nesse contexto, o governo informou que pretende alocar recursos públicos em programas de treinamento e de geração de emprego.

Durante 2000 e 2001, até julho, o índice de preços ao consumidor apresentou deflação, resultado associado à tendência de valorização do iene, que implicou na redução dos preços dos produtos importados e de seus substitutos. Em julho, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) registrou variação negativa de 0,3%, relativamente a junho, e de 0,8% em relação a junho do ano anterior. O Índice de Preços no Atacado (IPA) apresentou variações de 0,4% e 0,8%, nas mesmas bases de comparação, mantendo variação anual positiva desde agosto de 2000. O declínio nos preços de bens e serviços na economia japonesa, de acordo com o FMI, também tem refletido a trajetória descendente dos preços de máquinas, vinculada às inovações tecnológicas, e a desregulamentação e simplificação dos canais de distribuição. Assinale-se que a expectativa de enfraquecimento adicional da demanda interna, no curto prazo, tende a aumentar o desequilíbrio entre a oferta e a absorção, contribuindo para a tendência deflacionária.

A autoridade monetária tem mantido a taxa de juros básica em torno de zero, com o objetivo de reverter a tendência de deflação e fortalecer as bases para o crescimento sustentado. Em agosto, com

o agravamento da retração da economia, o BoJ considerou necessário fortalecer o canal monetário de incentivo à atividade, alterando a diretriz das operações de mercado aberto. Assim, determinou a ampliação da liquidez no sistema bancário, ao aumentar o saldo da conta corrente do banco central de ¥5 trilhões (equivalentes a US\$42,6 bilhões de acordo com a cotação de 18 de setembro) para ¥6 trilhões (US\$51,1 bilhões). Concomitantemente, com o objetivo de reduzir a volatilidade no nível de liquidez no sistema bancário, anunciou que elevaria o volume de compras definitivas de títulos públicos de longo prazo de ¥400 bilhões (US\$3,4 bilhões) para ¥600 bilhões (US\$5,1 bilhões) por mês.

Taxa de câmbio média



Fonte: Banco do Japão

No terceiro trimestre o iene apresentou trajetória de depreciação, registrando taxa média de 124,68 ¥/US\$ em julho, 121,61 ¥/US\$ em agosto e 119,96 ¥/US\$ na primeira semana da setembro. Os preços das ações registraram tendência decrescente no período, refletindo cautela dos participantes do mercado quanto a futuras reduções nos lucros corporativos. A taxa oficial de desconto em 18 de setembro foi reduzida de 0,25% a.a. para 0,10% a.a. Em setembro, a taxa *prime* permanece em 1,6% a.a.

O agravamento da situação econômica tem-se refletido nas expectativas de curto prazo avaliadas pelo índice Tankan para a indústria manufatureira que atingiu -16 em junho, ante -5 em março. O mesmo índice para as condições de oferta e demanda decresceu de -32 para -37 em iguais períodos.

Recentemente, o Conselho de Ministros aprovou plano de reformas estruturais visando a recuperação da economia. O programa anunciado pretende superar em dois ou três anos o problema de créditos duvidosos, estimulando os bancos a enfrentar a questão dos empréstimos de difícil liquidação e a reduzir sua exposição ao mercado acionário; promover a desregulamentação da economia buscando gerar maior competitividade; e abandonar a política de retomada do crescimento via investimentos em grandes obras públicas.

Assim, a economia deverá atravessar período de intensos ajustes, crescendo entre 0% e 1%, em cenário de supressão de 100 a 200 mil empregos. Contudo, a expectativa é de geração de cerca de cinco milhões de novos empregos a longo prazo, nas áreas de desenvolvimento tecnológico e de serviços.

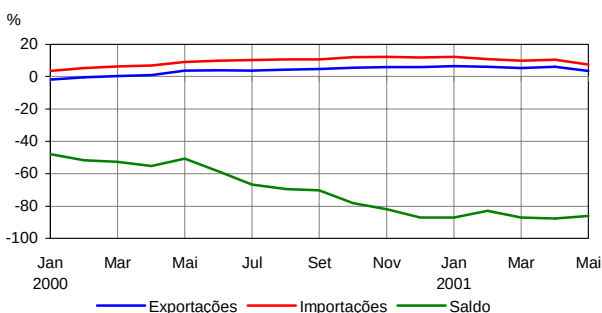
3.3 – Área do Euro

A economia na Área do Euro apresentou sinais de desaceleração no segundo trimestre do ano, acompanhando a redução do dinamismo da demanda internacional. Nesse cenário, embora a taxa de inflação permaneça acima da referência de 2% definida pelo Banco Central Europeu (BCE), o Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) vem apresentando arrefecimento, com o esgotamento dos efeitos secundários das elevações dos preços dos alimentos e energia. Considerando as perspectivas de médio-prazo para a inflação e o estado da economia na região, o BCE reduziu, em 30 de agosto, pela segunda vez no ano, as taxas básicas de juros, de 4,5% a.a. para 4,25% a.a. Ressalte-se que, em ação conjunta com o banco central dos Estados Unidos, o BCE em 17 setembro reduziu sua meta para a taxa de juros em 50 pontos básicos, situando-a em 3,75% a.a.

A variação anual das vendas no varejo, mensurados pela Eurostat, apresentou tendência declinante nos primeiros cinco meses do ano. Em janeiro, o indicador variou 2,8% em relação a igual mês de 2000, passando para contração de 0,2% em maio. As estatísticas referentes a junho registraram crescimentos de 0,6%, mensal, e de 2,1%, anual.

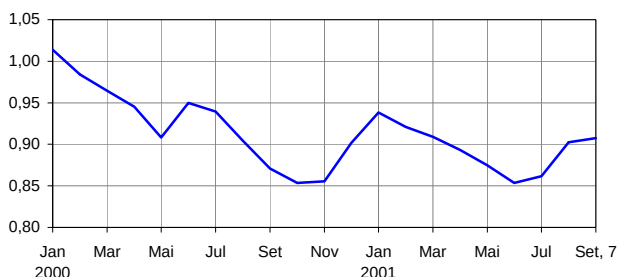
Balança comercial

Variações do acumulado em 12 meses



A balança comercial apresentou superávit acumulado em 12 meses de US\$5,2 bilhões, em maio. As exportações atingiram US\$939,1 bilhões e as importações, US\$933,9 bilhões, com crescimentos de 3,6% e de 7,5%, na ordem, em relação às assinaladas em igual período do ano anterior. Esse resultado interrompeu a trajetória declinante do superávit comercial que, no mesmo período de 2000, somava US\$37,4 bilhões.

Taxa de câmbio^{1/}
US\$/euro

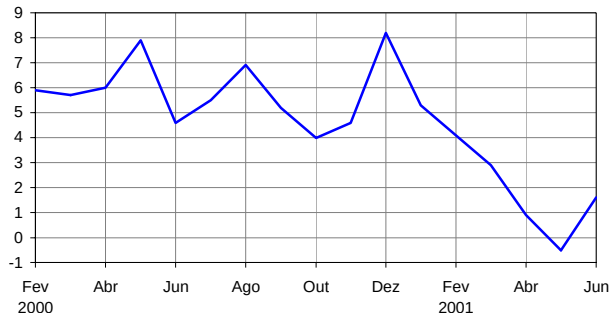


Fonte: Bloomberg
1/ Média mensal.

A taxa de câmbio entre o euro e o dólar permaneceu em trajetória de depreciação entre janeiro e junho, com as médias mensais situando-se em 0,9384 US\$/euro e 0,8537 US\$/euro, respectivamente. Essa tendência apresentou inflexão a partir de julho, estimulada pela redução nas perspectivas de crescimento dos Estados Unidos. Em agosto, a média situou-se em 0,9024 US\$/euro, com a taxa de final de período em 0,9127 US\$/euro.

A trajetória do PIB da área do Euro permaneceu em declínio, no segundo trimestre, movimento iniciado em meados de 2000. A variação trimestral, dessazonalizada e anualizada, reduziu-se a 0,4% em comparação a 2% no primeiro trimestre. Em relação a igual trimestre do ano anterior, o PIB expandiu-se 1,7% no segundo trimestre, de 2,4% no período precedente.

Variação anual da produção industrial
%

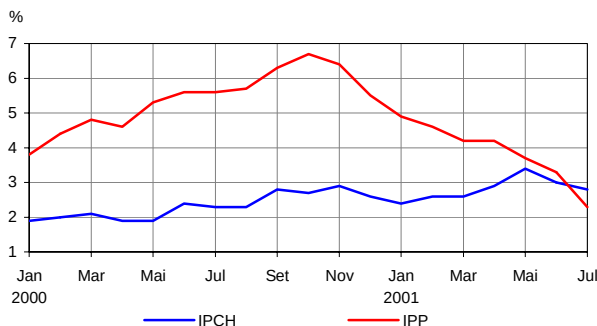


Fonte: Eurostat

A produção industrial mostrou desaceleração acentuada. Nos primeiros seis meses do ano foram registrados quatro resultados negativos na variação mensal dessazonalizada. Na comparação com igual mês do ano anterior, a variação da produção industrial declinou de 5,3%, em janeiro, para -0,5%, em maio. No mês de junho ocorreu pequena recuperação, com o crescimento mensal de 0,8% implicando elevação da variação anual para 1,6%.

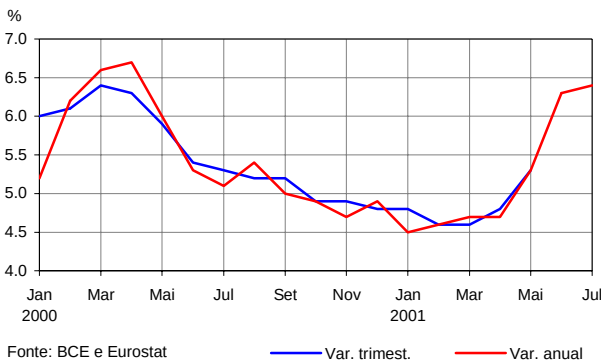
A taxa de desemprego revisada declinou de 8,4%, em abril e maio, para 8,3%, em junho, mantendo-se nesse patamar em julho. Os ganhos de produtividade do trabalho, no entanto, estão cada vez mais reduzidos. No primeiro trimestre de 2001, o crescimento da produtividade situou-se em 0,2%, ante 0,5% no trimestre anterior e 2% no primeiro trimestre de 2000. Em movimento oposto, os custos unitários do trabalho cresceram 2% no trimestre janeiro-março, mais rapidamente que em qualquer trimestre desde 1999.

Com o esgotamento dos efeitos secundários das elevações nos preços dos alimentos e da energia, o IPCH apresentou redução em sua

Variações anuais do IPCH e do IPP

Fonte: Eurostat

desaquecimento econômico, à valorização da moeda e à moderação no comportamento dos salários.

Variação do agregado monetário M3

Fonte: BCE e Eurostat

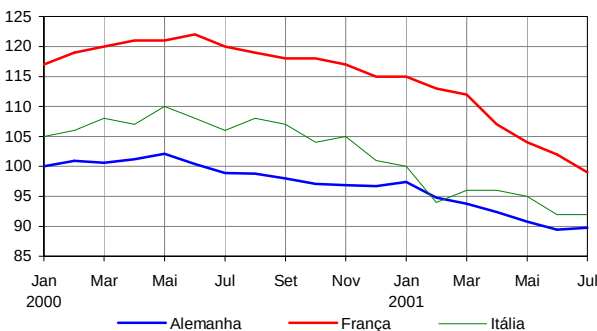
ampliam a demanda por ativos monetários que compõem o M3. Adicionalmente, o BCE estima que o indicador ainda esteja sobreavaliado em 0,75 p.p., devido à inclusão da demanda de não-residentes por títulos na Área do Euro.

Os preços ao produtor também evoluíram favoravelmente em 2001. A variação anual do indicador declinou de 4,9%, em janeiro, para

variação mensal no trimestre maio-julho. Após atingir a mais elevada taxa desde a criação da Área do Euro, 3,4% em maio, o IPCH anual reduziu-se para 3%, em junho, e para 2,8%, em julho. Embora ainda permaneça acima da referência de 2%, estabelecida pelo BCE, a perspectiva da autoridade monetária é que a trajetória declinante do indicador deverá ser mantida no médio prazo, respondendo ao

Não obstante o cenário favorável do IPCH, a evolução da média móvel trimestral do M3, considerado o primeiro pilar da política monetária na região e indicador antecedente da inflação, é ascendente e superior à referência de 4,5%. Em julho, a variação anual do indicador atingiu 6,4%. Do ponto de vista do BCE, a discrepância entre a referência e o valor observado é devida a fatores transitórios como o fraco desempenho dos mercados acionários e o comportamento da curva de rendimentos, que

3,7%, em maio, e 3,3%, em junho. Em julho, o índice diminuiu 0,4%, acumulando elevação de 2,3% em 12 meses.

Indicadores de confiança

Fonte: Bloomberg

O indicador de confiança do setor empresarial na Alemanha, *General Business Climate Index*, medido pelo *Institute for Economic Research* (IFO), inverteu a tendência declinante desenhada desde janeiro, elevando-se de 89,5, em junho,

para 89,8, em julho. Esse indicador superou as expectativas pessimistas dos analistas de mercado, sinalizando a possibilidade de recuperação ainda neste ano. Na França e na Itália, no entanto, os índices de confiança empresarial mantêm-se em declínio. Na França, o *French Industrial Trends Survey*, mensurado pelo *Institut National de la Statistique e des Études Économiques* (Insee), registrou, em julho, o menor resultado da série desde meados de 2000, reduzindo-se de 102 para 99 e, na Itália, após pequena recuperação entre março e abril, o *Business Confidence Indicator*, calculado pelo *Istituto di Studi e Analisi Economica* (Isae) registrou declínio de 95, em maio, para 92, em julho, menor resultado em 25 meses.

Avaliando a ocorrência de redução das pressões inflacionárias e de convergência no médio-prazo do IPCH à referência estabelecida e o cenário de redução do crescimento, o BCE reduziu em 25 pontos básicos a taxa mínima de refinanciamento, para 4,25% a.a., em reunião realizada no dia 30 de agosto. As taxas permaneciam estáveis desde 11 de maio. Em ação conjunta com o banco central dos Estados Unidos e tendo em vista os efeitos adversos do ataque de 11 de setembro sobre a confiança dos consumidores, o BCE decidiu reduzir, para 3,75% a.a. a taxa básica de juros da região.

3.4 – Rússia

No primeiro semestre de 2001, o PIB cresceu 4%, ante 7,7% em 2000, em cenário de elevação da renda real das famílias e do investimento, e de desaceleração das taxas de inflação. A evolução da taxa de câmbio sustentou dinâmica favorável à competitividade da produção industrial interna, favorecendo as vendas externas, também impulsionadas pela elevação dos preços internacionais dos principais produtos da pauta de exportação. Assinale-se que a expansão mais acelerada da produção relativamente à do emprego explicitou a elevação da produtividade, enquanto a taxa de desemprego manteve-se declinante.

A renda real das famílias aumentou 5,9% no ano, até maio, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, enquanto o

dispêndio de consumo elevou-se 7,7%, em termos reais. Nos primeiros cinco meses do ano, as vendas no varejo cresceram 9,7%, relativamente às do mesmo período do ano anterior, enquanto o investimento fixo aumentou 4,2%.

As vendas externas aumentaram 5% nos primeiros cinco meses, comparativamente às registradas no mesmo período do ano precedente, atingindo US\$43 bilhões, e as importações cresceram 17%, totalizando US\$20 bilhões. Conforme relatório do banco central, os preços médios mundiais dos principais produtos exportados cresceram 8,7% no primeiro quadrimestre, com destaque para gás natural, que, juntamente com petróleo, responde por mais de 50% da pauta de exportação russa. Relativamente às importações, a aceleração no crescimento das importações no quadrimestre está associada à expansão na demanda por matérias-primas, 23%, máquinas e equipamentos, 10,3%, e bens de capital, 13,3%.

No primeiro semestre, as receitas orçamentárias superaram em 21,4% a meta do governo, atingindo Rbl713,1 bilhões (equivalentes a US\$24,3 bilhões), valor 40% superior ao observado em igual período do ano anterior. As despesas totalizaram Rbl650,3 bilhões (US\$22,1 bilhões), equivalentes a 54,5% da meta anual. A elevação na arrecadação tributária foi favorecida pela expansão econômica, dados os crescimentos nas exportações, na produção industrial e nos lucros das empresas.

No mesmo período, a dívida interna elevou-se de Rbl561,3 bilhões (US\$19 bilhões) para Rbl566,2 bilhões (US\$19,2 bilhões), mas reduziu-se como proporção do PIB, de 8,1% para 6,4%. A política fiscal tem assumido perfil expansionista, por meio da redução da carga tributária. Nesse seentido, a redução de impostos, a partir de 2000, representou 3% do PIB, estimulando os investimentos interno e externo.

A dívida externa declinou para U\$136,8 bilhões, correspondendo a 44,9% do PIB, ante 58,3% ao final de 2000, refletindo a redução gradual do estoque e de novas captações, combinadas com o crescimento do PIB. Apesar da melhoria nos fundamentos da economia russa desde a crise cambial de 1998, intensificaram-se as incertezas quanto ao pagamento da dívida externa, na medida que os pagamentos vincendos no primeiro semestre foram efetuados com

atraso, principalmente junto ao Clube de Paris. No segundo semestre, o governo garantiu que o serviço da dívida externa será honrado, uma vez que o ambiente de expansão da economia russa favorece a obtenção de superávits fiscais. A principal preocupação dos analistas no período recente concentra-se no pagamento da dívida externa soberana acumulada no período soviético, que vence em 2003.

O crescimento da produção industrial tem sido impulsionado pela expansão do consumo, favorecida pela elevação da renda real, e dos investimentos. Em maio, a produção industrial aumentou 7%, relativamente à assinalada no mesmo período do ano anterior, acumulando expansão de 5,9% nos primeiros cinco meses, na comparação com igual período de 2000. O Índice da Dinâmica do Produto (IBS), que engloba indústria, agricultura, construção, transporte e comércio varejista, aumentou 4,2% em junho, relativamente ao mensurado no período análogo do ano precedente. A taxa de desemprego manteve trajetória declinante, alcançando 6,6% em junho, comparativamente a 7,3% em junho de 2000.

No primeiro trimestre de 2001, a variação dos preços ao consumidor totalizou 7,1%, percentual inconsistente com a estimativa governamental de 14% para o ano, constante do orçamento. Até agosto, o índice de preços ao consumidor acumulou variação de 13,2%, conduzindo o governo a elevar a estimativa de inflação anual para 18%, a par da intensificação de esforços para reduzir os reajustes dos preços administrados. Adicionalmente, o banco central reduziu a oferta de crédito. A taxa de juros básica interbancária situou-se em 7,3% a.a. em agosto, comparativamente a 6,2% a.a., no mês anterior.

A reforma do sistema bancário russo, iniciada em 1998, apresenta lenta progressão. Em fevereiro, o governo russo anunciou que pretende efetuar, no curto prazo, a alienação de sua participação acionária em 800 instituições financeiras, nas quais possui participação inferior a 25%. O governo pretende ainda criar uma comissão, composta por membros do banco central e do gabinete presidencial, para fiscalizar a administração dos bancos que continuarem sob o comando do Estado. Adicionalmente, espera-se que a entrada de capital estrangeiro no setor bancário seja incentivada, a partir de setembro, por meio de decretos

governamentais. Em julho, a agência de classificação de risco de crédito Fitch melhorou sua perspectiva para a Rússia para positiva, em função dos progressos legislativos.

O governo russo estimou que a expansão do PIB em 2001 atingirá 5,5%. Em 2002, a previsão de crescimento encontra-se no intervalo de 3,5% a 4,3%, enquanto a taxa de inflação ao consumidor deverá situar-se entre 11% e 13%.

3.5 – Economias emergentes

3.5.1 – Economias asiáticas

China

A economia chinesa mantém trajetória de crescimento estável, refletindo sobretudo o desempenho da demanda interna. As vendas no varejo aumentaram 9,8%, em julho, relativamente às de igual mês de 2000. A confiança dos consumidores decorre do cenário econômico favorável, dos salários em elevação e do acúmulo de ativos financeiros em poder das classes média e alta da população. O investimento em ativos fixos nos primeiros sete meses do ano cresceu 18,6% em relação ao mesmo período do ano anterior, impulsionado, principalmente, pelos investimentos em imóveis.

As exportações elevaram-se 6,6% em julho, comparativamente às de julho de 2000, e as importações, 21%, determinando saldo comercial de US\$1,9 bilhão no período. Assinale-se que as exportações têm apresentado crescimento mais intenso nas vendas de equipamentos elétricos simples e de máquinas.

O investimento estrangeiro direto elevou-se 21,7% nos sete primeiros meses do ano, relativamente ao assinalado em igual período de 2000. O destino principal dos recursos tem sido o setor manufatureiro, particularmente a indústria de produtos eletrônicos.

O PIB registrou expansão de 8,1% no primeiro trimestre e de 7,8% no segundo, relativamente a iguais períodos de 2000. A produção

industrial elevou-se 8,1% em julho, em comparação com mesmo mês de 2000, após crescimento de 10,1% em junho.

O índice de preços ao consumidor variou 1,5%, em 12 meses até julho, após aumento de 1,4%, até junho.

Coréia do Sul

A taxa de crescimento do PIB permanece em desaceleração, registrando 3,7% no primeiro trimestre e 2,7% no período subsequente, na comparação com iguais períodos de 2000. O desaquecimento responde, basicamente, à contração da demanda externa, que tem afetado especialmente os setores de componentes eletrônicos e de computadores. A demanda interna, favorecida pelo consumo privado, que cresceu 2,9% no segundo trimestre, deverá contribuir para que a economia coreana apresente desempenho melhor que as de outros países emergentes asiáticos.

A produção industrial declinou 2,7% em junho e 5,9% em julho, comparativamente às de iguais meses do ano anterior, enquanto a utilização da capacidade produtiva diminuiu de 74% para 71%, no período. A taxa de desemprego situou-se em 3,3% em junho e em 3,4% em julho.

Em julho, as exportações declinaram 20,5%, após retração de 14,6% em junho, ante os totais dos meses correspondentes no ano anterior. As importações também acumularam decréscimos, respectivamente, de 18,9% e 11%. O saldo comercial registrado no primeiro semestre alcançou US\$6 bilhões e situou-se em US\$403 milhões em julho, ante US\$1,3 bilhão em junho.

Os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$7,4 bilhões nos sete primeiros meses do ano, volume 13,9% superior ao verificado no mesmo período de 2000.

A trajetória de aceleração da inflação, desenhada entre os últimos meses de 2000 e abril de 2001, foi parcialmente revertida no segundo trimestre. Nesse sentido, o índice de preços ao consumidor registrou

variação anual de 5% em julho, ante 5,2% em junho e 5,4% em maio, na mesma base de comparação.

O Banco da Coreia reduziu a taxa de juros básica em julho e em agosto em 50 pontos básicos, para 4,5% a.a., demonstrando a preocupação com a reativação da economia.

A Coreia completou em agosto, com três anos de antecedência, o pagamento do empréstimo de US\$19,5 bilhões realizado no âmbito do acordo com o FMI em 1997. A antecipação foi viabilizada pela situação favorável das reservas internacionais, que alcançaram US\$97,8 bilhões em 15 de agosto.

Indonésia

O PIB cresceu 3,5% no segundo trimestre de 2001, relativamente a igual período do ano anterior, resultando em expansão de 3,4% no primeiro semestre. O crescimento no segundo trimestre foi impulsionado, principalmente, pelo desempenho da formação bruta de capital fixo e do consumo privado.

As exportações acumuladas nos cinco primeiros meses de 2001 foram 2,2% superiores às de igual período do ano anterior, desempenho associado, sobretudo, às exportações de petróleo e de gás, que compensaram pequena redução nos demais itens da pauta. As importações acusaram expansão de 32,9% no acumulado de janeiro a maio, comparativamente às de mesmo período de 2000. Assim, o saldo comercial totalizou US\$9,5 bilhões nos cinco primeiros meses de 2001.

A Agência Indonésia de Reestruturação Bancária (IBRA) anunciou que pretende vender sua participação em oito empresas antes pertencentes ao Grupo Salim, como parte do esforço para atingir a meta de US\$3,1 bilhões de receitas, em 2001. Em 1997, o grupo, que era o maior conglomerado do país, transferiu à IBRA o controle de aproximadamente 100 empresas para saldar suas dívidas com o governo, resultado do socorro dado ao *Bank Central Asia* de sua propriedade.

O índice de preços ao consumidor apresentou variação mensal de 2,1% em julho, acumulando elevação de 13% em 12 meses, ante 12,1% em junho e 10,8% em maio.

Em 27 de agosto, foi assinada Carta de Intenções ao FMI, apontando reformas estruturais concentradas na contenção do déficit orçamentário para o próximo ano fiscal, na estabilização do câmbio, na aceleração da reestruturação do setor bancário e na retomada do processo de privatização. A Carta de Intenções abre caminho para o desembolso da parcela de US\$400 milhões, suspensa pelo FMI em dezembro passado. O restabelecimento do acordo de US\$5 bilhões, firmado em janeiro de 2000, deve contribuir para o avanço da renegociação da dívida externa junto aos credores internacionais.

O equacionamento de questões políticas no país contribuiu para a apreciação de 17% da rúpia, entre em 23 de julho, data de saída do presidente Abdurrahman Wahid, e o final de agosto.

3.5.2 – Turquia

A economia turca segue refletindo os efeitos combinados da incerteza nos mercados financeiros, da instabilidade política e cambial e do desequilíbrio das contas públicas. O PIB registrou contrações de 9,3% no segundo trimestre e de 2,2% no primeiro trimestre, em relação a iguais períodos do ano anterior, acumulando retração de 6,1% no primeiro semestre, resultado da insuficiência de demanda. No segundo trimestre, os principais indicadores de demanda apresentaram resultados desfavoráveis, sendo observadas retrações de 10,1% no setor de construção civil, de 11,5% no de comércio e de 4,9% no de agricultura. Em julho, a produção industrial decresceu 11,2%, relativamente à de julho de 2000, registrando a sexta contração consecutiva nessa base de comparação.

Assinale-se que a expectativa oficial para o desempenho do PIB em 2001 é de contração de 5,5%.

O forte declínio das importações, associado à depreciação da lira turca e à contenção da demanda doméstica, proporcionou redução

de 55,8% no déficit comercial no primeiro semestre, relativamente ao registrado em igual período de 2000. As importações totalizaram US\$20,4 bilhões, 20% inferiores às do primeiro semestre do ano anterior, e as exportações, US\$15,2 bilhões, aumentando 10,2% no mesmo período.

A evolução da dívida pública mobiliária é uma das principais preocupações do governo e dos investidores, uma vez que se constitui, em sua maior parte, de títulos de curto prazo e referenciados em moedas estrangeiras. Buscando alongar o perfil da dívida, em junho o tesouro trocou títulos de curto prazo no valor de US\$8 bilhões por títulos de médio prazo, dos quais 71% com prazo de 3 a 5 anos e o restante com prazo de 1 a 2 anos. A dívida bruta do setor público correspondia a 75% do PIB, em dezembro de 2000.

O governo anunciou que pretende adotar regime de metas de inflação até o quarto trimestre de 2001. Na transição para esse regime, a âncora nominal da política monetária permanece sendo a base monetária, registrando-se que o índice de preços ao consumidor elevou-se 57,5% em doze meses, até agosto.

A depreciação da lira alcançou aproximadamente 50% no primeiro semestre e prosseguiu em julho e agosto, quando totalizou 8,1%, a despeito dos resultados favoráveis das exportações e do turismo. O banco central tem vendido divisas para conter o movimento de depreciação. Paralelamente, a taxa de juros em patamares elevados ameaça comprometer a estabilidade fiscal. Em agosto, o banco central reduziu a taxa de juros *overnight* de 67% a.a. para 60% a.a. Ao final de agosto, as reservas internacionais em poder do banco central somavam US\$19,9 bilhões.

O FMI aprovou, em julho e agosto, liberações de US\$3 bilhões, de um total de US\$19 bilhões, previsto no acordo firmado em dezembro de 1999 e suplementado em 2000 e em 2001, dos quais haviam sido sacados aproximadamente US\$10 bilhões, até agosto.

A carta de intenções, de 31 de julho, apresenta medidas para contenção do risco associado à rolagem da dívida mobiliária. Foram

também estabelecidas alíquotas diferenciadas sobre as reservas do sistema financeiro, de modo a estimular prazos mais longos de maturação. O banco central passará a remunerar as reservas denominadas em liras turcas, visando reduzir o custo de intermediação do setor bancário. Para facilitar a obtenção de recursos externos, será reduzido de 6% para 3% o imposto incidente sobre créditos estrangeiros para importação. Adicionalmente, o governo comprometeu-se a apresentar ao Parlamento nova lei sobre finanças públicas e administração da dívida.

A carta estabelece também superávit primário de 5,5% do PIB, em 2001, e de 6,5% do PIB, em 2002; taxa de inflação de 58%, em 2001, e entre 30% e 35%, no período de julho de 2001 a julho de 2002; variação do PIB de -5,5%, em 2001, e de 5%, em 2002; saldo comercial de US\$5 bilhões, equivalente a 3% do PIB, em 2001.

O governo espera obter em 2001, receita de US\$1 bilhão com privatização. Estão programadas para o quarto trimestre ofertas públicas para venda de uma refinaria de petróleo e de uma distribuidora de derivados de petróleo e espera-se para o final do ano a conclusão do plano para venda da estatal de telecomunicações, Türk Telecom. Além disso, prosseguem os esforços para reestruturação do setor bancário, tendo avançado as negociações para venda dos bancos controlados pelo fundo de seguro de depósitos.

O fundo de seguro de depósitos implantou estrutura para monitoramento das condições financeiras dos bancos privados. Nesse sentido, para adequar seu nível de capitalização, alguns bancos se comprometeram a aportar US\$1,4 bilhão até o fim do ano, dos quais US\$1,1 bilhão já efetivados até o final de julho. Cinco bancos que não conseguiram se adequar sofreram intervenção. O fundo já recuperou US\$800 milhões, repassados ao Tesouro para quitação de seus débitos, resultando redução do estoque da dívida doméstica. Foi criado departamento para recuperação de créditos.

De acordo com estudo da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (*OECD Economic Survey - Turkey*), concluído em fevereiro de 2001, a fragilidade dos bancos

turcos decorre das dificuldades enfrentadas no processo de ajuste ao declínio da inflação. Os bancos aumentaram sua dependência de operações de crédito, tendo elevado sua exposição ao risco, particularmente, o cambial, em razão do uso persistente de recursos externos de curto prazo.

3.5.3 – América Latina

Argentina

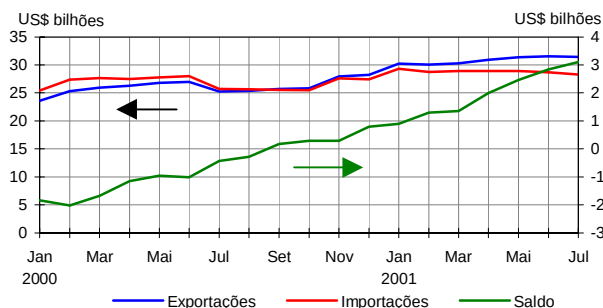
A economia argentina apresentou acentuada deterioração no segundo trimestre, intensificando a formação de expectativas desfavoráveis quanto à capacidade de pagamento de obrigações externas e à sustentabilidade do regime cambial. Esse contexto induziu o crescimento da volatilidade nos mercados financeiros, traduzido em elevação das taxas de risco soberano e das taxas de juros domésticas e em restrição do acesso ao crédito externo, implicando na necessidade de novas medidas de cunho fiscal e, posteriormente, de renegociação do acordo com o FMI.

Os indicadores de consumo não sugerem recuperação da economia. As vendas em supermercados e em *shopping centers* registraram, em julho, contração de 0,8% e de 9%, respectivamente, em períodos acumulados de 12 meses, segundo o *Instituto Nacional de Estadística y Censos* (Indec). O Índice Sintético de Atividade da Construção (Isac), que mensura a venda de insumos para construção civil, expandiu-se 2,1% em julho, relativamente ao mesmo mês do ano precedente, constituindo o quarto mês de crescimento consecutivo na base de comparação. A variação acumulada em 12 meses, entretanto, apresenta contração de 7,3%.

O déficit global do setor público alcançou US\$4,7 bilhões, no primeiro semestre, situando-se abaixo da meta de déficit de US\$4,9 bilhões, acordada com o FMI em maio. Esse resultado foi favorecido pelo superávit de US\$298 milhões alcançado em junho, decorrente da queda sazonal de pagamento do serviço da dívida e da arrecadação do imposto de renda. Para o ano, a meta de déficit de US\$6,5 bilhões foi mantida.

Balança comercial

Acumulado em 12 meses

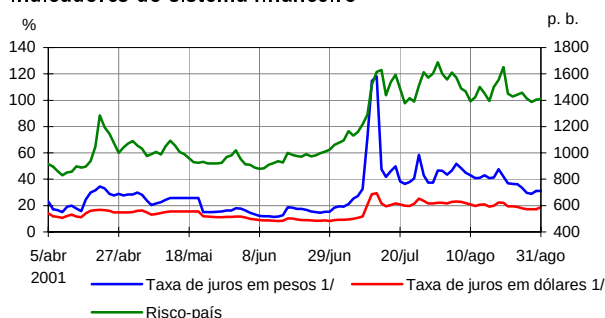


Fonte: Ministério da Economia/Indec

A balança comercial continua apresentando desempenho favorável registrando, em julho, superávit de US\$586 milhões e perfazendo saldo positivo de US\$2,6 bilhões no ano. Esse resultado reflete crescimento de 3% nas exportações e declínio de 8% nas importações, comparativamente às registradas no período correspondente do ano precedente. Em 12 meses o saldo comercial apresenta-se superavitário em US\$3,1 bilhões. A expansão das exportações tem sido sustentada pelas vendas de manufaturas de origem industrial e produtos primários, enquanto o comportamento das importações decorre do declínio das compras de bens de capital, repercutindo o desaquecimento da atividade econômica. O déficit em conta corrente do primeiro trimestre alcançou US\$2,9 bilhões, ante US\$3,2 bilhões em igual período do ano anterior, segundo a *Dirección Nacional de Cuentas Internacionales* (DNCI) da Secretaria de Política Económica.

Os indicadores de oferta também traduzem cenário de contração da atividade produtiva. Assim, enquanto a produção industrial permanece em trajetória descendente, registrando diminuição de 2,6% no período acumulado de 12 meses até julho, a taxa de desemprego alcançou 16,4% em maio, ante 14,7% em outubro de 2000.

Esse quadro ratifica a tendência descendente dos preços. Nesse sentido, o IPC apresentou deflação mensal de 0,35% em agosto, acumulando variação negativa de 1,2% nos últimos 12 meses, enquanto o Índice de Preços por Atacado (Ipim) registrou declínio de 0,55% e de 2,53%, consideradas as mesmas bases de comparação.

Indicadores do sistema financeiro

Fonte: Ministério da Economia/Indec e JP Morgan

1/ Taxa de oferta no mercado interbancário a prazo de 30 dias.

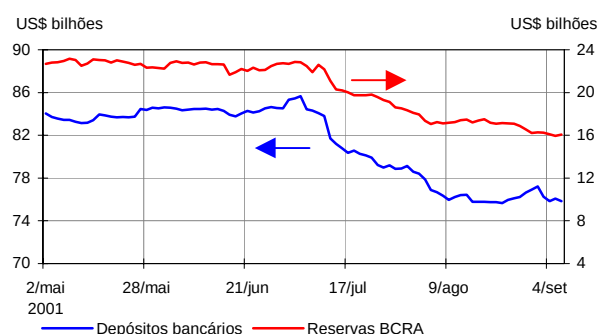
A percepção dos investidores em relação ao quadro econômico repercutiu no setor financeiro, criando cenário de instabilidade que se agravou ao longo do trimestre. Em julho, a elevação dos custos de captação, ratificada pela taxa de 14,01% a.a. alcançada em leilão de Letras do

Tesouro (Letes) de 91 dias, sinalizou as dificuldades quanto às novas operações de financiamento de dívida e evidenciou a restrição de acesso do país ao crédito externo. Concomitantemente, as taxas de juros internas elevaram-se drasticamente. Em 16 de julho, a taxa Baibor para operações de 30 dias em pesos alcançou 118% a.a., enquanto o diferencial relativo às operações de 30 dias em dólares atingiu 68% a.a. e a taxa de risco-país, mensurada pelo índice EMBI +, do J.P. Morgan, elevou-se a 1.629 pontos básicos.

Diante dessa instabilidade, o governo suspendeu por prazo indeterminado os leilões de Letes, de periodicidade quinzenal, e procedeu a rigoroso ajuste nas contas públicas, lançando programa fiscal cuja meta é alcançar mensalmente déficit fiscal zero até o final de 2001. Entre as medidas que integram esse programa constam alterações tributárias e cortes nos rendimentos dos funcionários públicos ativos e inativos.

O novo programa fiscal foi aprovado pela Câmara dos Deputados e pelo Senado em julho, mas a crise de confiança se prolongou nos meses de julho e agosto, implicando estabilização, em patamar elevado, da taxa de risco soberano, e no rebaixamento da avaliação do país por parte das agências internacionais de classificação de risco.

Indicadores do sistema financeiro



Fonte: Ministério da Economia/Indec

Internamente, o cenário de incertezas traduziu-se em saques de depósitos bancários e na queda das reservas internacionais. De 29 de junho a 22 de agosto, houve redução de US\$8,7 bilhões em depósitos, correspondente a 10% dos depósitos totais em bancos locais. No mesmo período, as reservas internacionais do banco central argentino (BCRA) declinaram US\$6 bilhões. Em 6 de setembro o total dos depósitos situava-se em US\$75,8 bilhões, mantendo patamar registrado ao final de agosto, e as reservas internacionais do BCRA atingiam US\$14,2 bilhões. Assinale-se que a inclusão dos requisitos de liquidez do sistema financeiro eleva as reservas a US\$16,1 bilhões.

O grau de incerteza traduzido pela contração nos depósitos bancários e nas reservas internacionais, bem como a reduzida credibilidade dos investidores internacionais quanto à capacidade de financiamento do país, tornou necessária nova negociação com o FMI. Em agosto, foi anunciado novo pacote de auxílio financeiro no montante de US\$8 bilhões, dos quais US\$5 bilhões seriam liberados possivelmente em setembro e o restante disponibilizado para apoiar futura operação de reestruturação voluntária de dívida.

México

O PIB registrou a interrupção da trajetória expansionista observada nos últimos cinco anos, estabilizando-se no segundo trimestre, na comparação com igual período do ano anterior, após ter registrado crescimento de 1,9% no trimestre precedente, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística, Geografia e Informática (Inegi). O produto relativo a serviços, que representa mais de 50% do PIB, contraiu 1,4%, comparativamente à expansão de 3,9% ocorrida no primeiro trimestre. O declínio de 3,6% no produto industrial explicitou o forte impacto da retração da demanda norte-americana sobre a indústria manufatureira. O setor agrícola registrou recuperação, crescendo 4,2%, em contraste à retração de 5,5% no trimestre anterior.

Indicadores preliminares da demanda sugerem seu enfraquecimento. Nesse sentido, as vendas líquidas reais no atacado e no varejo decresceram 10,3% em junho, comparativamente às do mesmo mês do ano precedente, conforme pesquisa mensal do Inegi, enquanto as vendas médias no atacado recuaram 5,2%, no primeiro semestre. Adicionalmente, o investimento fixo decresceu 8,5%, em termos reais, em junho, comparativamente ao mesmo período de 2000, implicando retração real de 2,6% no primeiro semestre.

O desempenho comercial do México reflete a perda de dinamismo da economia norte-americana, uma vez que 90% das exportações mexicanas são direcionadas àquele país. Assim, em julho, as vendas externas totalizaram US\$13 bilhões e as importações, US\$13,5

bilhões, declinando 4,4% e 3,5%, respectivamente, em relação ao observado no mesmo mês do ano anterior. No ano, as exportações acumularam US\$93,3 bilhões e as importações, US\$97,9 bilhões, apresentando crescimento de 0,6% e de 2,3%, na ordem, em relação às de idêntico período de 2000. Dessa forma, o déficit comercial acumulado nos sete primeiros meses totalizou US\$4,6 bilhões, ante US\$3 bilhões no mesmo período no ano passado.

A produção industrial apresentou variação real negativa de 3,3% em julho, comparativamente ao mesmo mês em 2000, contribuindo para o declínio acumulado de 2,6%, nos primeiros sete meses do ano, assinalando-se as retrações de 4,9% e 2,6%, respectivamente, na construção e na indústria manufatureira.

A taxa de desemprego atingiu 2,4% em julho, ante 2,3% no mês anterior e 2% no mesmo período de 2000. A elevação não é significativa se considerado o grau de moderação da atividade econômica, ressaltando-se que a maioria dos postos eliminados ocorreu no segmento manufatureiro e que o setor de serviços, que emprega mais da metade da população economicamente ativa, já registra sinais de enfraquecimento.

O déficit em conta-corrente no primeiro semestre deverá ser inferior ao projetado no início do ano, em paralelo à continuidade de expressivos ingressos de capitais estrangeiros, favorecendo a estabilidade da taxa de câmbio. Assim, as pressões inflacionárias foram minimizadas, com a evolução dos preços mantendo-se consistente com a meta inflacionária de 6,5%. A variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) reduziu-se de 6,6%, em junho, para 5,9%, em agosto, enquanto a associada ao Índice Nacional de Preços ao Produtor situou-se em 2,5%, em agosto, comparativamente a 10%, no mesmo mês do ano precedente.

O Banco do México estima que o crescimento do PIB será inferior a 2% no ano. Dada a expectativa de redução das pressões inflacionárias, associada à desaceleração do produto e à debilidade no mercado de trabalho, a liquidez bancária foi elevada em 50 milhões de pesos (US\$5,5 milhões) no início de agosto.

Chile

O ritmo de crescimento da economia chilena tem refletido os impactos da rápida desaceleração da economia mundial, da persistência da elevação dos preços do petróleo, da deterioração dos termos de troca e da instabilidade em outras economias emergentes.

O superávit comercial acumulado em 12 meses, até agosto, atingiu US\$1,5 bilhão, resultante de exportações de US\$17,3 bilhões e importações de US\$15,8 bilhões. No acumulado do ano, até agosto, as exportações totalizaram US\$11,5 bilhões e as importações, US\$10,3 bilhões, declinando 6,7% e 8,5%, respectivamente, em relação às de idêntico período de 2000.

Ressalte-se que, conforme relatório do banco central, o componente mais dinâmico da demanda agregada tem sido as exportações, cujo volume cresceu 18% no primeiro semestre, ante elevação de 9,5% em 2000. Adicionalmente, a economia chilena tem sido impactada pela diminuição de 6% nos termos de troca este ano, o que representa perda de US\$2,2 bilhões. Dessa forma, a evolução das vendas externas refletiu, basicamente, a significativa depreciação real da moeda doméstica. Em agosto, a taxa de câmbio nominal média situou-se em \$673,7 por dólar, ante \$656,5 por dólar no mês anterior. A taxa de câmbio real depreciou-se 6,6% em julho, acumulando depreciação de 10,1% e de 13,5% no ano e em 12 meses, respectivamente.

O PIB cresceu 3,4% no segundo trimestre, relativamente ao mesmo período do ano anterior, após expansão de 3,5% no primeiro trimestre. O Indicador Mensal de Atividade Econômica (Imacec) acumulou expansão de 3,7% em doze meses até junho, comparativamente a 5,4% em igual período de 2000. A produção industrial cresceu 0,3% em julho, relativamente à do mesmo período do ano anterior, acumulando expansão de 0,8% no ano, segundo o Instituto Nacional de Estatísticas (INE). Na mesma base de comparação, as vendas industriais cresceram 2,5%, acumulando expansão de 4% no ano. Em 12 meses, o crescimento da produção e das vendas industriais atingiu 0,8% e 1,3%, de acordo com a Sociedade de Fomento Fabril (SFF).

O alto nível do desemprego tem comprometido a retomada do dispêndio doméstico, enquanto os investimentos ainda não reagiram à redução de 200 pontos básicos na taxa de juros básica, adotada a partir de agosto de 2000. A taxa de desemprego atingiu 9,8% no trimestre móvel maio-julho, ante 9,7% no trimestre móvel anterior, declinando 0,4 p.p. em relação à assinalada no mesmo período do ano precedente, conforme o INE.

Nesse contexto, com vistas a promover a estabilidade no mercado de divisas, o banco central decidiu, em 16 de agosto, aumentar a emissão de títulos indexados à variação cambial, denominados *Pagarés Reajustables en Dólares* (PRD) e utilizar até US\$2 milhões para fornecer a liquidez no mercado de divisas até dezembro deste ano, sem estabelecer metas para o nível da taxa de câmbio. Assinale-se que as taxas anuais pagas nos leilões de PRD, com prazo de três anos, apresentaram média de 5,99%, o que representou elevação de 0,45 p.p. em relação à taxa média de julho.

A evolução dos preços tem sido consistente com o intervalo fixado para a meta de inflação anual. Registre-se que a instabilidade nos mercados financeiros internacionais tem prejudicado as decisões de consumo e investimento, implicando menores pressões de demanda sobre os preços. Adicionalmente, o repasse cambial para a inflação tem sido pouco significativo, na medida que, conforme avaliação da autoridade monetária, vem ocorrendo redução das margens de lucro nos últimos anos. Em agosto, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) aumentou 0,8%, acumulando crescimento de 3,8% em 12 meses, enquanto o seu núcleo (IPCX) variou 0,5% e 3,5%, nas mesmas bases de comparação. O Índice de Preços no Atacado (IPM), que registrou deflação em 2000, aumentou 9,9% em 12 meses até agosto, refletindo, em parte, a depreciação do peso chileno.

Em reunião extraordinária em julho, o Banco Central do Chile decidiu que a taxa de juros básica (Taxa de Política Monetária - TPM) passaria a ser expressa em termos nominais, como proporção de valores em pesos, extinguindo-se sua vinculação à Unidade de Fomento (UF). A nova regra, que também foi aplicada às taxas de juros das linhas de crédito e dos depósitos junto à autoridade

monetária, tem por objetivo reduzir a volatilidade da taxa de juros básica, uma vez que, em última instância, significa a sua desindexação. Dessa forma, a TPM foi fixada em 6,5% a.a. a partir de 9 de agosto, com o objetivo de estabelecer a taxa de juros real em 3,5% a.a.

Considerando-se que a produção e as vendas industriais apresentaram evolução mais favorável nos últimos meses, o governo chileno estima que a economia crescerá 3,7% em 2001. A taxa de inflação ao consumidor e no atacado deve situar-se em 3,1% e 3,4%, respectivamente, ao final do ano.

3.6 – Mercado financeiro internacional

A redução nos lucros das empresas iniciada em 2000, promoveu mudança significativa no mercado acionário internacional, mas, principalmente, no dos Estados Unidos. As perspectivas de lucros decrescentes contribuíram para a redução no preço das ações, principalmente dos setores mais fortemente vinculados aos intensos investimentos em comunicações e tecnologia. Esse movimento de queda no preço das ações reduziu o estoque de riqueza dos investidores, com impactos sobre a trajetória de demanda.

No contexto de desaquecimento da economia americana, o mercado de ações, no primeiro trimestre deste ano, refletiu as mudanças nas expectativas dos investidores, no sentido de que os índices das bolsas de valores se elevavam quando havia a percepção de que o fim da desaceleração econômica se aproximava, mas reduziam-se novamente quando essa interpretação era desmentida pelas estatísticas. A ação dos bancos centrais das economias onde se encontram os principais mercados, via redução das taxas de juros básicas, também exerceu estímulo positivo. Esse estímulo, no entanto, tornava-se mais evidente quando o movimento era inesperado. Ou seja, uma redução nas taxas de juros promovida no período interreuniões do banco central dos Estados Unidos tendeu a contribuir para a retomada dos investimentos nas bolsas, tendência neutralizada com a ausência de sinalizações adicionais de resposta do setor real da economia.

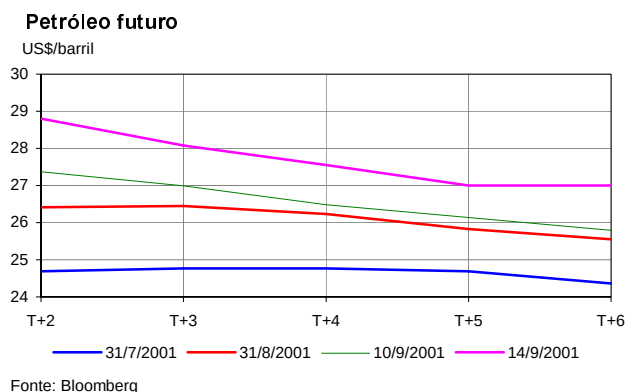
O reduzido movimento e o enfraquecimento do mercado secundário de ações no período recente, resultou em que o mercado acionário não mais se constitui em fonte atraente para a captação primária de recursos, quer para empresas sediadas em economias industrializadas quer para empresas de economias emergentes.

A desaceleração da atividade econômica dos Estados Unidos e sua disseminação a outras economias também promoveu impactos desfavoráveis nos mercados de crédito e de bônus. A percepção de possível incremento da inadimplência por parte dos devedores das economias em processo de desaquecimento desencorajou os bancos na concessão de créditos. Assim, embora as instituições norte-americanas e européias, de maneira geral, não estejam enfrentando problemas para o recebimento dos recursos emprestados, não têm renovado as concessões nas mesmas proporções.

O mercado de títulos também refletiu a evolução desfavorável das economias, mas em menor intensidade, pois mostrou-se receptivo à emissão de títulos por parte de empresas e de governos.

Assim, a trajetória recente da economia mundial tende a exercer influência negativa sobre os investidores e cedentes de capitais principalmente porque há menor disponibilidade de recursos e porque promove maior aversão ao risco, o que os estimula a aumentarem a proporção de títulos com baixo nível de risco, como os emitidos pelo governo dos Estados Unidos, em suas carteiras. A menor liquidez do mercado financeiro resultante desse comportamento tende a afetar fortemente as economias emergentes.

No mesmo sentido tendem a evoluir os fluxos de investimentos estrangeiros diretos em 2001, revertendo trajetória expansiva desenhada na segunda metade da década de 90. Os investimentos estrangeiros diretos concentram-se usualmente nas economias desenvolvidas, que receberam 79,1% do total de US\$1,27 trilhão realizados em 2000, segundo o World Investment Report, publicado pela Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD). Os países da América Latina e Caribe, segundo a mesma fonte, receberam 86,2 bilhões, equivalentes a 35,9% do recebido pelos países em desenvolvimento e a 6,8% do total.



associada ao aumento da oferta e à lenta recuperação da economia americana. Em 14 de setembro, as expectativas induziram deslocamento para cima da curva, sem alterar significativamente sua inclinação.

A demanda mundial de petróleo em 2001 deve situar-se em 76,4 milhões de barris/dia, segundo a Agência Internacional de Energia, sendo 24,22 milhões de barris/dia absorvidos pela América do Norte e 15,81 milhões de barris/dia, pela Europa.

A produção da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) situou-se em 25,8 milhões de barris/dia, em junho, e em 25,1 milhões de barris/dia, em julho. Em reunião ordinária em 25 de julho, a Opep decidiu reduzir em 1 milhão de barris/dia sua produção a partir de primeiro de setembro, situando-a em 23,2 milhões de barris/dia. A decisão teve por objetivo assegurar a estabilidade do mercado, influenciado pela desaceleração da economia mundial, que provocou queda na demanda global por petróleo e a rápida recuperação dos estoques.

O Conselho de Segurança das Nações Unidas aprovou, em 3 de julho, a prorrogação do programa petróleo por comida até dezembro, de modo que o Iraque retomou as exportações do produto em 10 de julho, voltando rapidamente ao volume regular de exportação, cerca de 2 milhões de barris/dia.

A estrutura dos preços do petróleo poderá ser alterada, caso as expectativas dos agentes incorporem ações internacionais, decorrentes do atentado aos Estados Unidos, de 11 de setembro, que impliquem na contração da oferta internacional do produto.

3.8 – Conclusão

A desaceleração no ritmo de expansão da atividade econômica nos Estados Unidos, cuja duração deverá ser maior que o inicialmente esperado, tem produzido efeitos negativos nas principais economias

mundiais e no conjunto das principais economias emergentes, cujo desempenho tende a ser fortemente vinculado ao comércio mundial e ao mercado financeiro internacional.

Nos Estados Unidos, a desaceleração está sendo marcada pela forte contração dos investimentos privados, tendo como contraponto a manutenção dos gastos com consumo, especialmente no setor imobiliário residencial. Essa contração da demanda tem induzido a redução na oferta, com a produção industrial apresentando onze meses consecutivos de contração, até agosto, e a taxa de desemprego atingindo 4,9% nesse mês. Assinale-se que as perspectivas mais positivas dos executivos do setor manufatureiro sugerem a percepção de recuperação do setor, ainda que em patamar reduzido, no médio prazo. No entanto, o novo cenário de curto prazo, que se desenha a partir dos atentados de 11 de setembro, apresenta deterioração na percepção dos consumidores, que reduzirão sua propensão a consumir, e na dos empresários, revertendo a trajetória ascendente do NAPM, além dos evidentes impactos sobre o mercado financeiro. Dessa forma, ainda que a mensuração dos reflexos do evento sobre a atividade econômica constitua exercício prematuro, é possível afirmar que tenderá a tornar mais lenta a retomada sustentada do crescimento econômico no país, no curto prazo.

Na Área do Euro, a taxa de crescimento do produto no segundo trimestre confirmou a perda de dinamismo apontada pelas estatísticas nacionais de seus principais países. A percepção dos empresários, traduzida no declínio dos indicadores de confiança, somados aos efeitos negativos da economia dos Estados Unidos, elevam a probabilidade da manutenção da tendência de desaquecimento.

O Japão permaneceu apresentando crescimento negativo no período analisado, não registrando sinais de recuperação. As economias do leste asiático, que tendem a apresentar elevada dependência da demanda dos Estados Unidos e do Japão, buscam medidas para compensar a retração no setor externo, com China e Coréia do Sul sendo as mais bem sucedidas.

Os impactos do ambiente internacional desfavorável inserem-se nas economias da América Latina por meio de restrições ao comércio e

de contração de liquidez no mercado financeiro, em contexto de aumentos da incerteza e da aversão ao risco dos investidores. A economia argentina permanece em recessão, apesar dos esforços internos e dos programas de auxílio financeiro do FMI, enquanto o cenário financeiro internacional tende a retardar a implementação do programa de reestruturação da dívida do país.

Os fluxos internacionais de capitais, os empréstimos bancários transnacionais e as principais bolsas de valores do mundo, que já apresentavam menor liquidez e evolução pouco favorável, a despeito das seguidas reduções nas taxas básicas de juros em vários países, deverão contrair-se mais acentuadamente como consequência dos ataques aos Estados Unidos. Relativamente à evolução do preço do petróleo, vinha desenhando trajetória mais favorável que as assinaladas nos dois anos anteriores. Há que se considerar, entretanto, possíveis alterações na oferta mundial, como desdobramento dos recentes acontecimentos nos Estados Unidos.

4 – Setor externo

Os resultados do setor externo da economia brasileira têm sido determinados pelo desempenho da economia global, que mostra ritmo lento de crescimento, pelo nível de atividade doméstica, especialmente na indústria, assim como pela evolução da taxa de câmbio. A balança comercial, com a queda das importações, pressiona menos o resultado das transações correntes, bem como as menores despesas com serviços, favorecidas pela depreciação do real.

A redução nos investimentos diretos, uma das principais fontes de financiamento do balanço de pagamentos, está sendo compensada por captações de médio e longo prazos, como os empréstimos diretos e as emissões de papéis no exterior.

4.1 – Comércio de bens

As exportações e as importações apresentaram queda em julho, relativamente às de igual período de 2000, reforçando a tendência

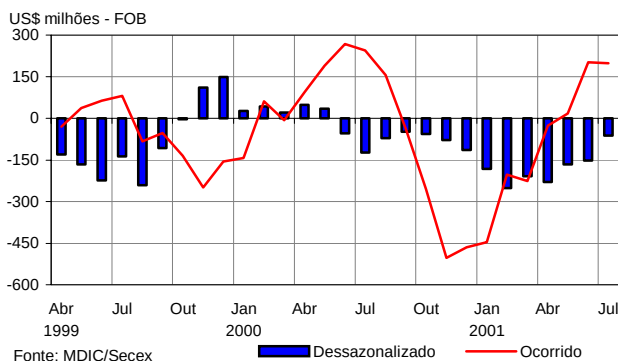
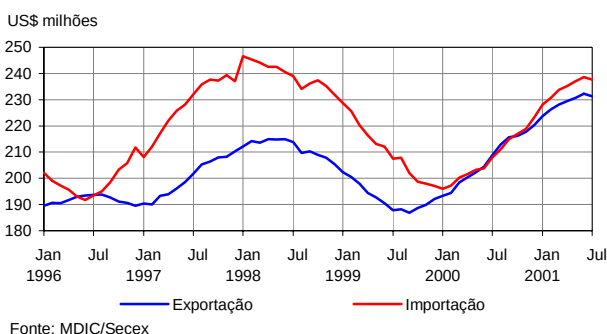
Balança comercial - FOB

Período		Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões
					Corrente de comércio
Jan-jul	2001	33 892	33 854	38	67 746
	2000	31 156	30 256	900	61 412
Var. %		8,8	11,9		10,3

Fonte: MDIC/Secex

de redução na taxa de crescimento, iniciada em maio, como resultado do racionamento de energia elétrica, do quadro de instabilidade e de desaquecimento da economia na Argentina, importante parceiro comercial do país, e da redução no ritmo de crescimento da atividade econômica mundial.

Apesar da queda das exportações em julho, o saldo acumulado no ano foi superavitário pela primeira vez, US\$38 milhões, ante US\$900 milhões em 2000, em razão da menor redução

Balança comercial-média móvel 3 meses**Médias diárias de exportação e importação - FOB**
Acumulado em 12 meses**Exportação por grupos de produtos - FOB**

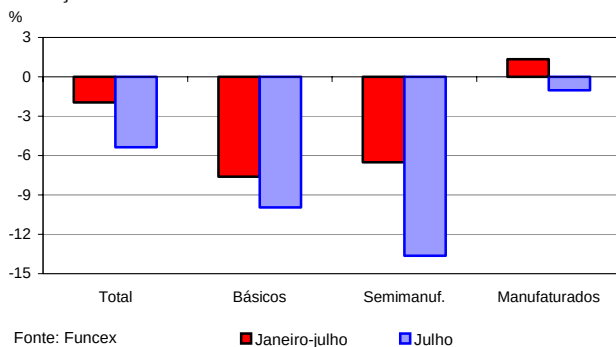
Janeiro-julho

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	31 156	33 892	8,8	213,4	232,1	8,8
Básicos	7 252	8 918	23,0	49,7	61,1	23,0
Industrializados	23 070	23 934	3,7	158,0	163,9	3,7
Semimanufaturados	4 805	4 596	- 4,3	32,9	31,5	- 4,3
Manufaturados	18 266	19 338	5,9	125,1	132,4	5,9
Operações especiais	834	1 040	24,8	5,7	7,1	24,8

Fonte: MDIC/Secex

Exportações - índice de preços

Variação sobre o ano anterior



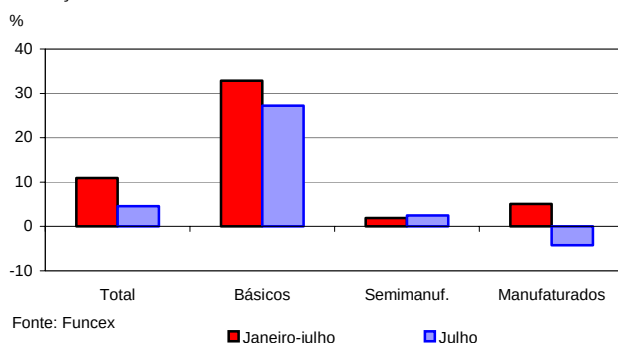
das exportações, sazonalmente maiores no período, *vis-à-vis* a das importações. Nesse período, as exportações e as importações somaram cerca de US\$33,9 bilhões.

A queda das exportações tem sido atenuada pelo crescimento dos embarques de produtos básicos, principalmente carnes de frango, bovina e suína, e de fumo em folhas, além de soja e farelo de soja, que, nos últimos anos, foram responsáveis pelo crescimento sazonal das exportações nesse período. As receitas com exportação de produtos básicos elevaram-se 23%, alcançando US\$8,9 bilhões, com crescimento de 32,9% na quantidade e queda de 7,6% nos preços. Em julho, ambos indicadores mostraram retração em relação ao período janeiro-julho, principalmente nos preços, o que é consistente com o quadro de desaquecimento da economia mundial, e pode levar à redução nas receitas nos próximos meses do ano, se essa tendência for mantida.

A exportação de produtos industrializados também apresentou crescimento no período de janeiro a julho, sobre igual período de 2000, em decorrência do crescimento de 5,9% das exportações de produtos manufaturados, que somaram US\$19,3 bilhões. No ano, as exportações de óleos combustíveis e gasolina foram as principais responsáveis pela elevação nas receitas, além de automóveis de passageiros. No geral, o crescimento das receitas de manufaturados deveu-se à elevação nos preços e nas quantidades, mas em julho elas mostraram-se em queda comparativamente a 2000, chamando atenção o fato de a categoria ter sido a única a apresentar redução na quantidade. Os produtos manufaturados com maior redução nas exportações, em julho, foram aviões, óleos

Exportações - índice de quantum

Variação sobre o ano anterior

**Exportação por fator agregado - FOB**

Principais produtos - janeiro a julho

Discriminação	US\$ milhões		
	Média diária		Variação
	2000	2001	percentual
Total	213,4	232,1	8,8
Básicos	49,7	61,1	23,0
Minérios de ferro	12,0	12,2	1,4
Soja mesmo triturada	10,0	12,1	20,8
Farelo de soja	6,3	7,8	23,3
Carne de frango, inclusive miúdos	3,0	5,0	68,2
Café cru em grão	6,1	4,6	-24,3
Fumo em folhas e desperdícios	3,0	4,0	32,5
Óleos brutos de petróleo	0,4	3,3	701,6
Semimanufaturados	32,9	31,5	-4,3
Celulose	6,6	5,5	-15,6
Açúcar de cana em bruto	2,1	4,3	107,4
Semimanufaturados, de ferro ou aços	5,9	3,7	-37,7
Couros e peles	2,7	3,4	22,6
Alumínio em bruto	3,6	3,1	-13,2
Manufaturados	125,1	132,4	5,9
Aviões	11,5	11,8	2,7
Automóveis de passageiros	6,4	8,0	23,5
Calçados	6,2	6,9	10,8
Aparelhos transm. ou receptores	6,1	6,1	-0,2
Autopeças	4,8	4,8	0,5
Óleos combustíveis	1,2	4,1	239,3
Motores para veículos automóveis	4,2	4,4	3,5
Suco de laranja congelado	4,6	3,2	-29,2
Bombas, compressores, etc.	3,0	2,7	-9,3
Laminados planos de ferro/aço	3,5	2,7	-24,4
Papel e cartão para fins gráficos	2,2	2,2	3,4
Veículos de carga	3,0	2,1	-29,4
Gasolina	1,0	2,1	117,3
Pneumáticos	1,2	2,3	101,1
Açúcar refinado	2,2	1,9	-11,0
Móveis e suas partes	1,8	1,9	2,6
Motores/gerad./transf.eletr. e partes	1,2	1,7	40,1
Operações especiais	5,7	7,1	24,8
Óleos e comb. para consumo de bordo	4,1	4,7	16,1

Fonte: MDIC/Secex

combustíveis, suco de laranja e veículos de carga, embora também tenham contribuído importantes produtos ligados à indústria automobilística, como automóveis de passageiros, autopeças e pneumáticos.

A receita proveniente das vendas externas de produtos semimanufaturados apresentou redução de 4,3% no ano, situando-se em US\$4,6 bilhões. Essa queda foi liderada por celulose, semimanufaturados de ferro e aço e alumínio em bruto, os dois últimos mais afetados pelo racionamento de energia elétrica e cuja produção já evidenciava sinais de esgotamento da capacidade instalada. De maneira geral, a diminuição na receita de semimanufaturados deveu-se, principalmente, à redução nos preços dos produtos citados e do óleo de soja em bruto, uma vez que a quantidade exportada elevou-se 1,9% relativamente a igual período de 2000. O crescimento da quantidade deveu-se principalmente à alta significativa nos embarques de açúcar em bruto, produto com grande peso no índice de *quantum*, e cujas receitas elevaram-se, juntamente com couros e peles, o que contrabalançou a queda nas receitas dos demais. Em julho, manteve-se a tendência de redução nos preços dos semimanufaturados.

As importações elevaram-se 11,9% no período de janeiro a julho, somando US\$33,9 bilhões. Nos últimos meses, arrefeceu o crescimento, sendo que em julho registrou-se queda relativamente ao mesmo mês de 2000.

O crescimento nos gastos com importação, no ano, deveu-se à elevação na quantidade importada, pois os preços apresentaram-se em queda, com exceção dos bens de consumo

Importação por categoria de produtos - FOB

Janeiro-julho

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	30 256	33 854	11,9	207,2	231,9	11,9
Bens de capital	7 315	8 891	21,5	50,1	60,9	21,5
Matérias-primas	15 848	17 046	7,6	108,5	116,8	7,6
Bens de consumo	3 883	4 349	12,0	26,6	29,8	12,0
Duráveis	1 705	2 249	31,9	11,7	15,4	31,9
Não-duráveis	2 178	2 100	- 3,6	14,9	14,4	- 3,6
Comb. e lubrific.	3 211	3 569	11,1	22,0	24,4	11,1

Fonte: MDIC/Secex

Importação por categoria de produtos - FOB

Principais produtos - janeiro-julho

Discriminação	US\$ milhões		
	Média diária		
	2000	2001	Var. %
Total	207,2	231,9	11,9
Bens de capital	50,1	60,9	21,5
Maquinaria industrial	14,6	18,0	23,4
Máq./apar. escritório, serviço científico	9,3	10,9	17,2
Peças para bens de capital para indústria	5,9	7,8	33,1
Equipamento móvel de transporte	5,5	4,0	- 27,2
Demais	14,9	20,2	35,7
Matérias-primas e bens intermediários	108,5	116,8	7,6
Produtos químicos e farmacêuticos	30,5	32,7	7,1
Produtos intermediários - partes e peças	17,9	21,1	17,8
Produtos minerais	19,1	20,6	7,5
Naftas	7,3	7,0	- 5,0
Acessórios de equipamentos de transporte	16,1	18,8	16,6
Produtos agropec. não-alimentícios	9,9	8,5	- 14,2
Produtos alimentícios	6,5	6,6	1,1
Demais	8,5	8,6	0,9
Bens de consumo duráveis	11,7	15,4	31,9
Veículos automóveis de passageiros	3,5	6,5	86,4
Objetos de adorno pessoal	2,6	2,8	10,9
Máquinas e aparelhos de uso doméstico	2,0	2,1	5,1
Peças para bens de consumo duráveis	2,0	2,1	4,2
Móveis e outros equipamentos para casa	0,7	0,9	28,6
Demais	1,0	1,0	5,3
Não-duráveis	14,9	14,4	- 3,6
Produtos alimentícios	5,9	5,0	- 15,5
Produtos farmacêuticos	4,2	4,5	6,7
Produtos de toucador	0,9	0,9	- 8,4
Vestuário e outras confecções têxteis	0,7	0,8	15,4
Bebidas e tabacos	0,5	0,7	37,7
Demais	2,7	2,6	- 4,4
Comb.e lubrific.	22,0	24,4	11,1
Petróleo	12,1	11,7	- 3,5
Demais	9,9	12,7	29,1

Fonte: MDIC/Secex

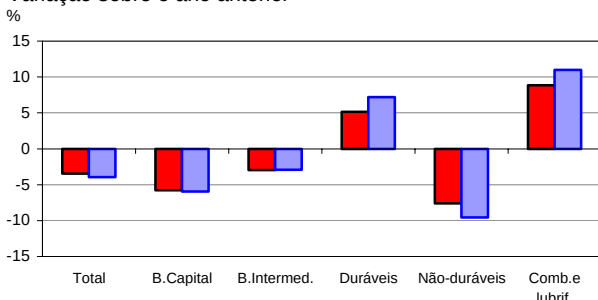
duráveis. Em julho, o comportamento dos preços relativamente a 2000 não foi significativamente alterado, mas as quantidades de todas as categorias, que no acumulado estavam em alta, reduziram-se significativamente, exceto combustíveis e lubrificantes. É de se destacar que a quantidade de não-duráveis importados mostrou queda em relação ao patamar de julho de 2000.

No ano, maquinaria industrial, automóveis de passageiros, óleo diesel e produtos químicos e farmacêuticos foram os itens que mais pressionaram a balança comercial. Em julho, como resultado da redução na atividade industrial, todas as categorias de uso apresentaram retração relativamente a 2000, exceto bens de consumo duráveis, influenciada pelo crescimento das importações de automóveis de passageiros. Entre os duráveis, a maior redução ocorreu em máquinas e aparelhos de uso doméstico, em parte como resultado do racionamento energético. As importações de não-duráveis mantiveram-se abaixo das registradas em 2000, com quedas significativas em produtos alimentícios, produtos de toucador e bebidas e tabaco.

Contudo, o arrefecimento do crescimento industrial do país refletiu-se mais significativamente na redução de importação de matérias-primas e produtos intermediários, principalmente partes e peças e acessórios de equipamento de transporte, e em menor grau na de bens de capital, onde maquinaria industrial e peças para bens de capital para indústria mostraram queda em julho. No entanto, a redução mais significativa nessa categoria, deveu-se à queda na aquisição de aviões.

Importações - índice de preços

Variação sobre o ano anterior



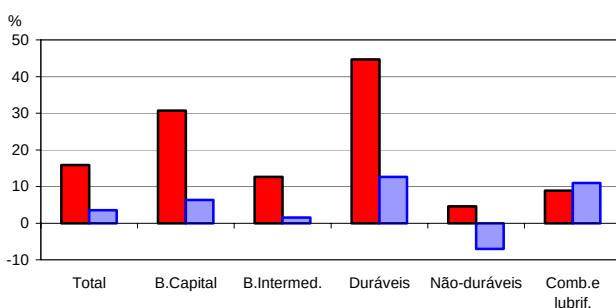
Fonte: Funcex

■ Janeiro-julho

■ Julho

Importações - índice de *quantum*

Variação sobre o ano anterior



Fonte: Funcex

■ Janeiro-julho

■ Julho

Exportação e importação por blocos econômicos - FOB

Janeiro-julho

Discriminaçã	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %	2000	2001
Total	31 156	33 892	8,8	30 256	33 854	11,9	900	38
Aladi	7 104	7 418	4,4	6 385	6 318	-1,1	720	1 100
Mercosul	4 287	4 165	-2,8	4 367	4 409	1,0	-80	-244
Argentina	3 452	3 338	-3,3	3 820	3 938	3,1	-368	-599
Demais	835	827	-1,0	547	472	-13,7	288	355
México	921	1 001	8,7	382	442	15,7	539	559
Demais	1 896	2 252	18,7	1 636	1 466	-10,3	261	785
EUA ^{1/}	7 503	8 270	10,2	7 121	7 856	10,3	382	414
UE	8 731	8 849	1,3	8 023	8 911	11,1	709	-62
Europa Or. ^{2/}	451	920	104,0	563	612	8,7	-112	308
Ásia	3 818	3 891	1,9	4 398	5 548	26,1	-580	-1 657
Japão	1 596	1 192	-25,3	1 549	1 939	25,2	47	-747
Coreia (Sul)	338	329	-2,5	725	1 070	47,5	-388	-741
China	611	1 069	74,9	610	729	19,5	1	340
Outros	1 273	1 301	2,2	1 514	1 810	19,5	-241	-509
Demais	3 548	4 545	28,1	3 767	4 610	22,4	-219	-65

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

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

Quanto aos parceiros comerciais, cabe destacar o crescimento equilibrado do intercâmbio com os EUA, em cerca de 10%, apesar do desaquecimento da atividade econômica naquele país. Já com relação à Argentina, segundo maior parceiro, houve pequena piora no déficit, apesar da forte regulamentação que visa o comércio equilibrado entre os dois países. Assinale-se, ainda, o crescimento maior das importações, relativamente ao das exportações, nas transações com a União Européia e Ásia, com expansão mais acentuada das aquisições de bens de capital, matérias-primas e produtos intermediários e de automóveis e suas partes e peças.

Para o segundo semestre, o nível previsto para a atividade econômica sugere que a redução sazonal das exportações deverá ser compensada por menor crescimento das importações, não afetando significativamente o saldo comercial, em equilíbrio no acumulado até julho.

Em 2002, com o surgimento dos resultados das medidas de estímulo às exportações de produtos brasileiros e com o possível reaquecimento da economia norte-americana haveria condições para a manutenção do crescimento das exportações, sobretudo de produtos básicos, menos dependentes das importações, e de produtos manufaturados, principal grupo exportado para os EUA. As importações, de outro lado, podem apresentar crescimento moderado, associado à expectativa de lenta reversão da tendência declinante da maioria dos preços internacionais, diante do cenário de reaquecimento da economia mundial. Não obstante, é factível a obtenção de resultado comercial favorável nesse ano.

4.2 – Serviços e rendas

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999	2000	2001	
	Ano	Jan-Jul	Ano	Jan-Jul
Transações correntes	-25,4	-12,5	-24,6	-15,4
Balança comercial	-1,3	0,9	-0,7	0,0
Exportações	48,0	31,2	55,1	33,9
Importações	49,3	30,3	55,8	33,9
Serviços	-7,0	-4,1	-7,6	-4,9
Transportes	-3,1	-1,8	-3,3	-1,8
Viagens internacionais	-1,5	-1,1	-2,1	-1,0
Computação e informações	-1,0	-0,6	-1,1	-0,6
Aluguel de equipamentos	-0,6	-0,4	-1,2	-1,3
Demais	-0,8	-0,2	0,1	-0,1
Rendas	-18,8	-10,1	-17,9	-11,4
Juros	-14,9	-8,2	-14,6	-8,7
Lucros e dividendos	-4,1	-1,9	-3,3	-2,9
Salários e ordenados	0,1	0,0	0,1	0,1
Transferências correntes	1,7	0,8	1,5	0,9

Os pagamentos líquidos de serviços e rendas ao exterior somaram US\$16,3 bilhões no período de janeiro a julho, aumento de 14,5% em relação aos efetuados em igual período do ano anterior. Esse aumento foi determinado, em grande parte, pela elevação de remessas de renda ao exterior, principalmente na forma de lucros e dividendos.

A conta de serviços registrou incremento de US\$736 milhões no déficit nos sete primeiros meses do ano, concentrado no aumento de despesas com aluguel de equipamentos. Os gastos líquidos com os demais serviços mantiveram-se em patamar próximo ao do ano passado, interrompendo a trajetória declinante revelada no primeiro quadrimestre. Exceção se faz aos gastos com viagens internacionais que, embora em termos acumulados aproxime-se do registrado no ano passado, apresentaram retração em julho, devido à desvalorização do real. Os gastos líquidos com serviços de computação e informação e as remessas líquidas de *royalties*, relacionados ao nível de atividade econômica, apresentaram redução de 4,2% e 3,8%, respectivamente, em relação aos sete primeiros meses de 2000. Essa redução não foi mais acentuada em razão da baixa sensibilidade desses serviços a preços, que foram majorados pela variação cambial, pois não são substituíveis a curto prazo. Os pagamentos líquidos de aluguel de equipamentos atingiram US\$1,3 bilhão, com redução de US\$82 milhões em receitas e aumento de US\$778 milhões em despesas.

O fluxo de renda com o exterior resultou em remessas líquidas de US\$11,4 bilhões, aumento de 13,2%. Os pagamentos líquidos de juros somaram US\$8,7 bilhões, com crescimento de US\$785 milhões em despesas, compensado em parte pela elevação de US\$361 milhões nas receitas. Os juros de bônus cresceram 30,9%, totalizando US\$664 milhões, e os juros de *notes* e *commercial papers*, 16%, atingindo US\$445 milhões. Os juros de empréstimos, por outro lado, registraram despesas US\$554 milhões menores,

devido à redução nos juros de empréstimos de regularização pagos pela autoridade monetária e ao término dos pagamentos do bônus *Interest Due and Unpaid* (IDU). As remessas líquidas de lucros e dividendos registraram aumento de 48,7%, resultado sobretudo da retração em receitas de lucros de investimentos brasileiros diretos no exterior, de US\$756 milhões para US\$137 milhões. As despesas de lucros e dividendos somaram US\$3 bilhões, elevação de 11,7%, com acréscimos de US\$198 milhões em lucros de investimentos estrangeiros diretos e de US\$116 milhões em lucros e dividendos de investimentos em carteira.

4.3 – Conta financeira

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999	2000	2001	
	Ano	Jan-Jul	Ano	Jan-Jul
Conta financeira	17,0	4,8	19,1	18,3
Investimentos diretos	26,9	17,8	30,5	14,8
Brasileiros no exterior	-1,7	-0,8	-2,3	2,4
Estrangeiros no País	28,6	18,6	32,8	12,4
Participações	30,0	17,6	30,0	9,9
Intercompanhias	-1,4	0,9	2,8	2,5
Investimentos em carteira	3,8	3,5	7,0	2,0
Ativos	0,3	-2,8	-1,7	-0,7
Passivos	3,5	6,2	8,7	2,7
Derivativos	-0,1	0,0	-0,2	-0,3
Outros investimentos	-13,6	-16,4	-18,2	1,8
Ativos	-4,4	-1,3	-3,0	-2,5
Passivos	-9,2	-15,1	-15,2	4,4

A conta financeira registrou ingresso líquido de US\$18,3 bilhões no período de janeiro a julho. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos no país somaram US\$12,4 bilhões, retração de 33,3% em relação ao ingressado no mesmo período de 2000, movida pela diminuição da atividade econômica não só no Brasil, mas em âmbito global. Os ingressos de investimentos autônomos, parcela maior das inversões, declinaram 37,6%, para US\$10,6 bilhões. A redução das privatizações também teve efeito sobre ingressos de investimentos diretos. Os recursos destinados a investimentos dessa natureza diminuíram 46,5%, para US\$1,1 bilhão.

Os investimentos em carteira contraíram 42,8% e totalizaram US\$2 bilhões, com redução de investimentos estrangeiros no país, compensados, em parte, pela diminuição de investimentos brasileiros no exterior. Os investimentos brasileiros em carteira líquidos no exterior somaram US\$670 milhões, queda de 75,6%, devido principalmente ao retorno líquido de US\$116 milhões aplicados em *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), comparados a investimentos líquidos de US\$2,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2000. Também contribuiu o aumento de US\$83 milhões no retorno de aplicações em títulos de renda fixa.

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões		
	2000	2001	
	Jan-Jul	Ano	Jan-Jul
Usos	-27,4	-50,5	-35,1
Transações correntes	-12,5	-24,6	-15,4
Balança comercial	0,9	-0,7	0,0
Serviços e rendas	-14,3	-25,5	-16,3
Juros	-8,2	-14,6	-8,7
Lucros e dividendos	-1,9	-3,3	-2,9
Viagens internacionais	-1,1	-2,1	-1,0
Demais	-3,0	-5,4	-3,8
Transferências correntes	0,8	1,5	0,9
Amortizações médio e longo prazo ^{1/}	-14,9	-25,8	-19,7
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	-4,0	-7,0	-10,1
Pagas	-4,0	-7,0	-10,1
das quais dívida nac. (<i>Bradies</i>)	-	-	3,1
Refinanciados	-1,0	-6,1	-2,2
Crédito de fornecedores	-3,4	-5,7	-1,9
Empréstimos diretos ^{2/}	-7,6	-13,2	-7,8
Fontes	27,4	50,5	35,1
Conta capital	0,2	0,3	0,2
Investimentos estrangeiros diretos	18,6	32,8	12,4
Inv. ações e pap. dom. longo prazo	1,7	2,8	2,4
Desembolsos médio e longo prazo ^{3/}	18,7	31,2	20,9
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	8,3	12,6	10,1
Crédito de fornecedores	1,6	2,7	1,6
Empréstimos diretos	8,8	15,9	9,2
Ativos brasileiros no exterior	-4,7	-6,6	-0,5
Empréstimos ao Banco Central	-10,4	-10,4	2,0
Demais ^{4/}	-3,1	-1,8	0,7
Ativos de reservas	6,5	2,3	-3,0

1/ Registra amortizações de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior deduzidos de refinanciamentos e descontos. Exclui amortizações de empréstimos ao Banco Central e intercompanhias.

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

3/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

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

Os investimentos estrangeiros líquidos em carteira no país diminuíram 57,3%, e totalizaram US\$2,7 bilhões. Esse resultado decorreu da retração de investimentos líquidos em títulos de renda fixa, que somaram US\$78 milhões, comparados a US\$4,2 bilhões entre janeiro e julho do ano anterior. As captações líquidas por meio de colocações de bônus reduziram-se a praticamente à quarta parte, e geraram ingressos líquidos de US\$801 milhões. As operações com *notes* e *commercial papers* resultaram em amortizações líquidas de US\$830 milhões, em comparação a captações líquidas de US\$1,1 bilhão até julho de 2000.

Os investimentos estrangeiros em ações e títulos de renda fixa negociados no país apresentaram saídas líquidas de US\$127 milhões no período janeiro/julho, ante US\$1,1 bilhão em igual período do ano anterior. Os investimentos líquidos em *American Depositary Receipts* (ADR), ações de companhias brasileiras negociadas no exterior, proporcionaram ingresso líquido de US\$2,5 bilhões, dos quais US\$797 milhões em julho. O investimento estrangeiro em carteira, portanto, ao se portar de forma mais seletiva, reflete as condições globais de liquidez e também a menor rentabilidade esperada dos papéis brasileiros.

Os outros investimentos resultaram em ingressos líquidos de US\$1,8 bilhão nos sete primeiros meses do ano, comparados a saídas líquidas de US\$16,4 bilhões no mesmo período do ano anterior. Esse resultado foi proporcionado pela reversão do fluxo líquido de outros investimentos estrangeiros, de amortizações líquidas de US\$15,1 bilhões, das quais US\$10,3 bilhões de amortizações de operações de regularização, para desembolsos líquidos de US\$4,4 bilhões, também compreendidas operações de

regularização, que somaram US\$2 bilhões de ingressos líquidos. Registre-se, ainda, a inversão do fluxo líquido de crédito comercial, de amortizações líquidas de US\$5,2 bilhões para desembolsos líquidos de US\$1,9 bilhão, resultado de queda nas amortizações líquidas de créditos de longo prazo e reversão, de amortizações para desembolsos líquidos, dos créditos de curto prazo.

Os outros investimentos brasileiros líquidos no exterior, por outro lado, cresceram 90,3%, e totalizaram US\$2,5 bilhões. Registraram-se a concessão líquida de empréstimos ao exterior de US\$715 milhões, comparada a retorno líquido de US\$117 milhões até julho de 2000, e o aumento de 122% na constituição de depósitos no exterior, que totalizaram US\$1,7 bilhão.

4.4 – Conclusão

Diante do quadro econômico associado ao cenário externo adverso, à crise argentina, à depreciação do real e ao racionamento de energia elétrica, as exportações e as importações revelaram sinais de diminuição no ritmo de crescimento nos últimos meses, apresentando até mesmo retração em julho, quando comparadas às do mesmo mês de 2000. A evolução da corrente de comércio registrada até julho e a previsibilidade de manutenção dessa trajetória nos próximos meses sugere que o resultado anual da balança comercial convirja para o equilíbrio.

O aumento do déficit em transações correntes, principalmente na forma de remessas de rendas, a retração dos investimentos estrangeiros diretos e a elevação das amortizações de capitais estrangeiros de médio e longo prazos resultaram na deterioração das condições de financiamento do balanço de pagamentos nos sete primeiros meses do ano. Mantiveram-se, contudo, as principais fontes de financiamento externo autônomo, na forma de emissões de títulos no mercado internacional e de empréstimos diretos.

5 – Preços

Três aspectos merecem ser destacados na análise do comportamento dos índices de inflação no trimestre junho a agosto. Primeiramente, a forte influência dos preços administrados, haja vista o aumento de tarifas de transporte urbanos em diversas capitais, a elevação dos preços dos combustíveis, em julho, e a concentração dos reajustes de tarifas dos serviços de telefonia e de fornecimento de energia elétrica, nesse período. A essas pressões deve-se somar, ainda, o efeito da depreciação cambial registrada nos últimos meses.

Em seguida, deve-se notar que o aventado impacto de preços em decorrência da crise energética, seja pela redução da oferta ou pelo efeito na estrutura de custos de produção, não se materializou, ou ao menos não é perceptível quando se analisa a evolução dos índices e de seus componentes nesses últimos três meses. Tal fato demonstra que a contração dos fluxos de consumo e investimento, que vinha sendo observada desde março deste ano, se sobrepôs aos efeitos da restrição da energia elétrica no segmento produtivo.

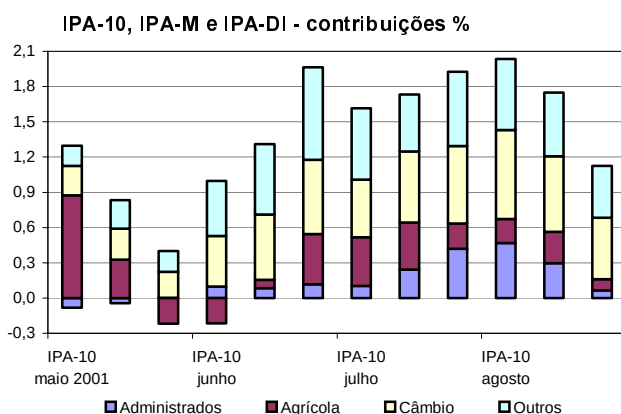
Por fim, ressalte-se que as taxas de inflação nesses últimos três meses, relativamente elevadas, resultaram de altas em grupos específicos. Não se observaram aumentos generalizados ou contínuos de preços que caracterizem a presença de mecanismos de indexação ou de propagação inflacionária entre setores.

5.1 – Índices gerais

Índices gerais

Discriminação	Variação % mensal				
	2001				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-10	0,9	1,1	0,7	1,3	1,7
IPA	1,2	1,2	0,8	1,6	2,0
IPC	0,7	0,8	0,3	0,8	1,3
INCC	0,3	1,3	1,2	1,1	0,5
IGP-M	1,0	0,9	1,0	1,5	1,4
IPA	1,2	0,8	1,3	1,7	1,8
IPC	0,7	0,6	0,4	1,1	0,9
INCC	0,3	2,0	0,7	1,1	0,6
IGP-DI	1,1	0,4	1,5	1,6	0,9
IPA	1,4	0,2	2,0	1,9	1,1
IPC	0,9	0,4	0,5	1,4	0,5
INCC	0,4	2,1	1,2	0,5	0,6

Fonte: FGV

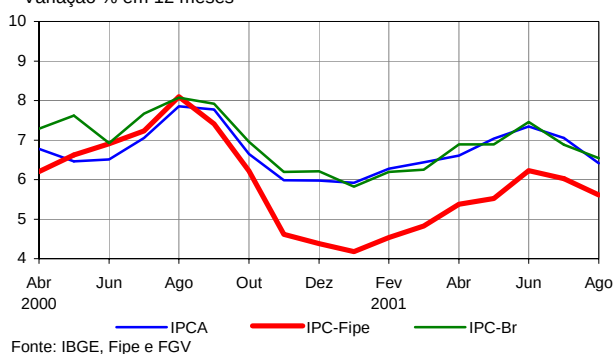


As taxas mensais de inflação medidas pelos indicadores de preços da FGV registraram, no período junho a agosto, média expressivamente superior à observada em trimestres anteriores. Considerando o IGP-DI as médias totalizaram 1,32% no período, ante 0,79%, de março a maio, e 0,53%, de dezembro a fevereiro. Os índices gerais, em particular, repercutiram, além da pressão dos administrados, a recente depreciação cambial. Pelo fato de considerarem na estrutura de cálculo a evolução dos preços por atacado, medido pelo Índice de Preços por Atacado (IPA), os índices gerais são mais sensíveis à trajetória do câmbio. A participação desse fator na formação da taxa do IPA cresceu significativamente nos últimos meses, refletindo-se, sobretudo, na evolução dos preços industriais em junho e julho. Quanto aos preços ao consumidor, as principais influências resultaram dos reajustes dos preços administrados, principalmente em julho e agosto. Destaque-se, nesse último mês, o arrefecimento dos gastos com alimentação e vestuário.

5.2 – Índices de preços ao consumidor

Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

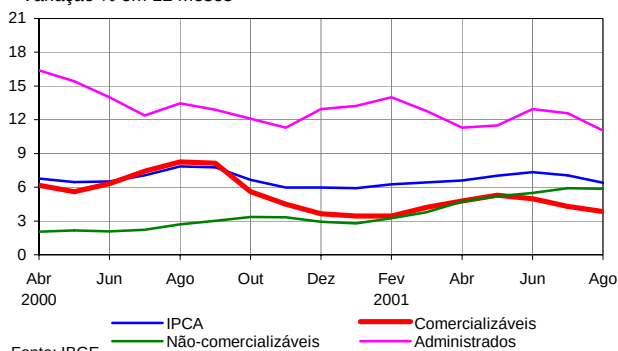
Preços ao consumidor
Variação % em 12 meses



Apesar da desaceleração dos preços dos alimentos, que pressionaram o índice até maio, os reajustes dos preços administrados e as pressões advindas da depreciação cambial nos últimos meses, impactaram fortemente o IPCA, que acumulou variação de 2,57% de junho a agosto. Em junho, os aumentos nas tarifas de ônibus

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Preços ao consumidor

Discriminação	Variação %				
	2001				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Mês					
IPCA	0,6	0,4	0,5	1,3	0,7
IPC-Fipe	0,6	0,2	0,8	1,2	1,2
IPC-Br	0,9	0,4	0,5	1,4	0,5
Acumulado no ano (anualizado)					
IPCA	6,1	5,9	6,0	7,5	7,7
IPC-Fipe	4,9	4,4	5,4	6,8	7,7
IPC-Br	7,6	7,1	7,0	8,4	8,2
12 meses					
IPCA	6,6	7,0	7,3	7,1	6,4
IPC-Fipe	5,4	5,5	6,2	6,0	5,6
IPC-Br	6,9	6,9	7,5	6,9	6,6

Fonte: IBGE, Fipe e FGV

urbano, energia elétrica e telefonia, além de reajustes nas taxas de água e esgoto responderam por aproximadamente 75% da variação mensal do mês, de 0,52%. Contribuiu, ainda, para esse resultado, a influência da variação do câmbio sobre os preços, notadamente, sobre os derivados de trigo. A taxa do IPCA em julho, 1,33%, foi a maior registrada no ano, a exemplo do ocorrido em 2000. Além de repercutir parte dos reajustes concedidos em junho, o percentual refletiu o aumento de preços dos derivados de petróleo e o efeito da elevação do salário mínimo sobre o item empregado doméstico, que por razões metodológicas foi captado somente nos dois últimos meses. Em agosto, a variação do IPCA mostrou desaceleração ao assinalar 0,70%. O esgotamento dos impactos dos reajustes das tarifas públicas e o arrefecimento dos preços dos produtos agrícolas, em especial dos derivados de animais, foram os principais responsáveis pela contração da taxa.

Índice de Preços ao Consumidor – Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe)

A exemplo dos demais índices de preços ao consumidor, o IPC-Fipe, que mede a inflação na região metropolitana de São Paulo, registrou taxas mais elevadas de junho a agosto, em consequência, principalmente, dos itens administrados. Assim, a inflação paulistana cresceu 0,85%, em junho, e 1,21% e 1,15%, nos dois meses subsequentes. Observe-se que as taxas do IPC-Fipe situaram-se acima das registradas nesse mesmo período pelo IPCA, de abrangência nacional, em razão, basicamente, de refletir com maior intensidade os aumentos da taxa de água e esgoto e as tarifas de ônibus urbano em São Paulo.

5.3 – Preços administrados

Os bens e serviços com preços administrados - preços não estabelecidos exclusivamente pelas forças de mercado - foram responsáveis por cerca de 60% da variação do IPCA no trimestre terminado em agosto. As maiores pressões decorreram do comportamento dos preços dos combustíveis, das tarifas de ônibus, de energia elétrica, de telefone fixo e de água e esgoto. Os derivados de petróleo tiveram seus preços corrigidos, em 6 de julho, em percentuais que variaram de 4,3% (Gás Liquefeito de Petróleo - GLP) a 10,4% (gasolina), em nível de refinaria. O aumento seguiu a sistemática de correções trimestrais de acordo com fórmula paramétrica, que reflete o comportamento da taxa de câmbio e dos preços internacionais do petróleo.

As tarifas de ônibus urbano em São Paulo, capital com maior peso no IPCA, foram majoradas em 21,7%, ao final de maio, o que representou

Preços administrados: principais itens na composição do IPCA

Itens	Peso ^{1/}	Variação			Contribuição acumulada jun - ago
		junho	julho	agosto	
IPCA (A)	100,0	0,52	1,33	0,70	2,57
Gasolina	4,4	-0,5	7,0	1,0	0,31
Ônibus urbano	4,6	5,2	0,6	0,3	0,27
Energia elétrica	3,8	0,2	5,3	1,2	0,25
Telefone fixo	3,1	1,3	5,6	0,0	0,21
Gás de bужão	1,3	2,3	5,9	1,7	0,12
Ônibus intermunicipal	1,0	-0,1	5,5	5,2	0,11
Taxa de água e esgoto	1,6	4,5	0,3	0,8	0,09
Avião	0,4	10,4	5,2	2,3	0,07
Outros	6,4	0,0	1,1	0,9	0,12
Contribuição					
Administrados (B)	26,7	0,4	0,9	0,3	1,55
Participação (B/A)	...	0,76	0,68	0,37	0,60

Fonte: IBGE

1/ Peso de agosto.

acréscimo de 0,3 p.p. no IPCA, distribuído nesse mês e em junho. Ainda na capital paulista, foram reajustadas as taxas de água e esgoto, em 13,05%, que se traduziu em impacto de 0,07 p.p. na taxa do IPCA de junho.

A energia elétrica pressionou os índices de preços em razão dos aumentos das tarifas em Curitiba, de 17,31%, ao final de junho, em São Paulo, de 16,61%, em julho, e em Brasília e Belém, de 14,07% e 15,01%, respectivamente, em agosto. Os aumentos do setor de eletricidade são concedidos por concessionária e seguem cronograma de reajustes anuais.

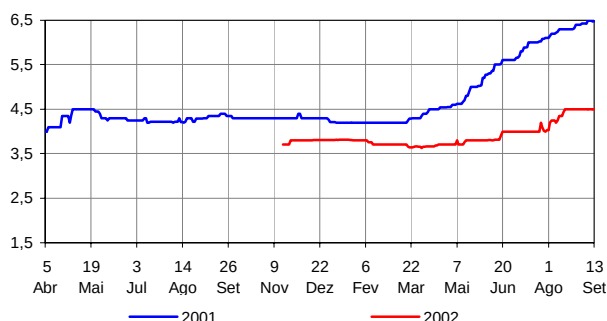
As tarifas de telefonia fixa foram reajustadas em 24 de junho em todo o território nacional, representando aumento de 7% desse serviço, segundo apurado pelo

IPCA. O reajuste das tarifas do setor é anual e tem como critério o cálculo da elevação de custos do setor. Parte desses custos é corrigida pelo IGP-M.

Até o final do ano, os índices de preços ao consumidor deverão ainda ser impactados por reajustes de energia elétrica, previstos para Goiânia e Rio de Janeiro, e de transportes urbanos, em capitais cujas prefeituras ainda não alteraram as tarifas. Os impactos, entretanto, serão relativamente pequenos quando comparados aos presentes nas taxas desses últimos meses.

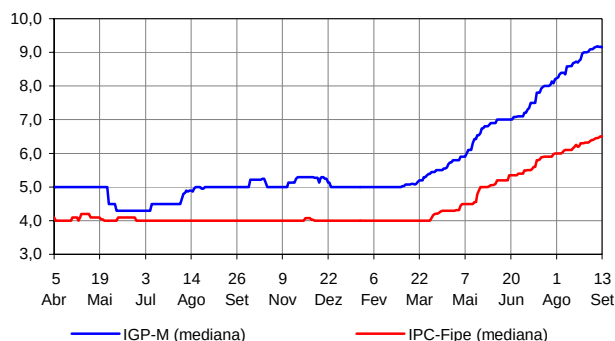
5.4 – Expectativas de mercado

Evolução diária das medianas das expectativas de inflação medidas pelo IPCA



O Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central do Brasil (GCI) realiza pesquisa diária envolvendo amostra média de aproximadamente 100 consultorias e instituições, objetivando detectar as expectativas quanto à evolução das principais variáveis econômicas. De posse dos dados, o Banco Central classifica, *ex-post*, para cada variável pesquisada, as cinco instituições cujas previsões mais se aproximaram dos valores ocorridos. A essa classificação dá-se o nome de *Top five*.

Evolução diária das expectativas de inflação para 2001

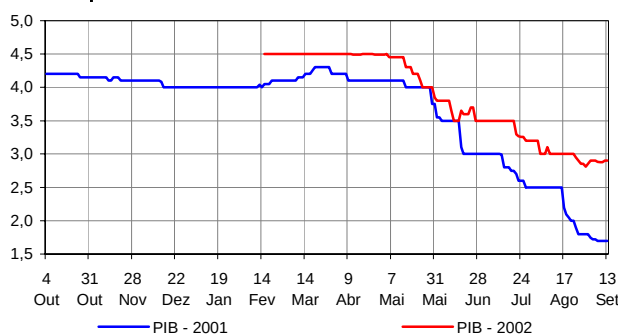


A mediana das expectativas de inflação para 2001, medidas pelo IPCA, cresceu de 5,6%, em 2 de julho, para 6,48%, em 13 de setembro, superando em 0,48 p.p. a banda superior da meta de inflação para 2001. Para 2002, as expectativas aumentaram de 4% para 4,5%, no mesmo período. Quanto às medianas dos *Top five*, aumentaram de 5,5% para 6,65%, para 2001, e de 4% para 4,6%, para 2002.

No que se refere à evolução do IGP-M, as expectativas para 2001 continuaram apresentando a mesma tendência altista do trimestre anterior, tendo variado de 7,1%, no início do período, para 9,16%, em 13 de setembro. Para 2002, a mediana das expectativas passou de 4,4% para 6%. As expectativas quanto ao IPC-Fipe apresentaram a mesma tendência registrada para o IGP-M, elevando-se de 5,4%, no início de julho, para 6,5%, em 13 de setembro. Para 2002, as expectativas subiram de 3,8% para 4,5%, no mesmo período.

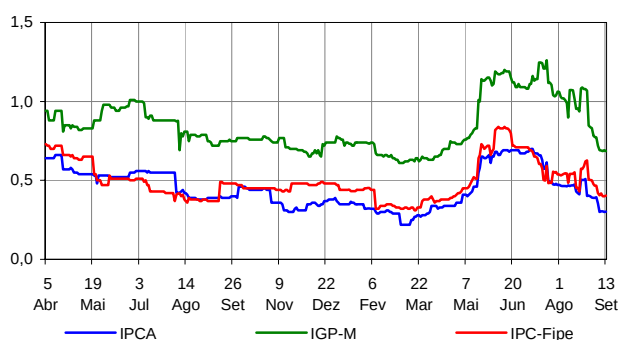
No que se refere às expectativas das medianas dos *Top five*, elevaram-se de 7,78% para 9,13%, para 2001, no caso do IGP-M, e de 5,3% para 6,2%, para 2001, e de 4,19% para 4,46%, para 2002, considerando-se o IPC-Fipe.

Evolução diária das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 e 2002



A mediana das expectativas para o crescimento da atividade econômica revelou queda, sobretudo para 2001, passando de 3% para 1,7%, entre 2 de julho e 13 de setembro. Essa redução foi mais evidente após a divulgação do PIB do 1º semestre de 2001, pelo IBGE, em 15 de agosto. Para 2002 a redução foi substancialmente menor, passando de 3,5% para 2,9%, no mesmo período.

Desvio-padrão das expectativas de inflação para 2001



Os desvios-padrão dos índices de preço, que no início de julho registraram 0,67% para o IPCA, 1,09% para o IGP-M e 0,71% para o IPC-Fipe, passaram para 0,30%, 0,68% e 0,40% respectivamente, em 13 de setembro, revertendo a trajetória de aumento da dispersão das expectativas da inflação para 2001, observada no trimestre anterior.

O desvio-padrão das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 retornou ao patamar do início do ano, passando de 0,81%, em 2 de julho, para 0,36%, em 13 de setembro. Para 2002, o comportamento foi semelhante, tendo o desvio-padrão reduzido de 0,89% para 0,59%.

5.5 – Conclusão

Os índices de preços registraram, nos últimos três meses, as taxas mais elevadas do ano, desempenho associado, fundamentalmente, aos reajustes dos preços dos itens administrados e à depreciação cambial, assinalados no período. Contudo, não se verifica generalização de aumentos entre os setores, nem continuidade do movimento de alta. Tal comportamento evidencia a ausência de mecanismos indexadores na economia, a exemplo do observado em anos anteriores, por ocasião de processos temporários de aceleração inflacionária.

A perspectiva que se delinea para o comportamento da inflação nos próximos meses, tendo em vista o esgotamento dos impactos dos preços administrados, é a de que o patamar de variações dos índices experimente redução, a ser observada a partir dos resultados de setembro.

6 – Perspectivas para a inflação

Este capítulo do *Relatório de Inflação* apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira desde o último *Relatório*, em junho, assim como as perspectivas para a inflação até o fim de 2002. As projeções aqui apresentadas baseiam-se no pressuposto de que, no horizonte de previsão, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 19% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, nos dias 18 e 19 de setembro. Como alternativa, apresenta-se também o leque da inflação levando-se em conta a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica em 20 de setembro. É importante ressaltar que esses procedimentos são estritamente técnicos. Portanto, essas hipóteses não devem ser vistas como previsão sobre a trajetória futura da taxa de juros.

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

6.1 – Determinantes da inflação

Demanda agregada e oferta agregada

A desaceleração do nível de atividade econômica no segundo trimestre confirma a tendência de reversão do crescimento anteriormente apontada nos indicadores de conjuntura. O PIB registrou desempenho aquém do esperado, influenciado, sobretudo, pelo fraco desempenho das indústrias de transformação e das comunicações. No primeiro semestre do ano, contudo, a economia apresentou crescimento positivo comparativamente a 2000.

A economia brasileira ao longo do segundo trimestre de 2001 registrou crescimento de 0,79% em relação ao mesmo período do ano passado. Em comparação com o primeiro trimestre de 2001, houve queda de 0,99% no PIB (com ajuste sazonal). Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, em julho de 2001, a produção, em relação ao mês anterior, se reduziu pelo quinto mês consecutivo, com impactos mais pronunciados sobre os bens de consumo duráveis e, em menor escala, sobre os bens intermediários. No primeiro trimestre, a produção industrial acumulou expansão de 7,1% em relação a igual período de 2000; já no segundo trimestre cresceu apenas 2,9%. Destaque-se o desempenho acima da média dos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

Os números acima evidenciam a reversão da tendência de expansão da economia observada no começo do ano. A taxa de crescimento do PIB deverá ficar próxima a 2,0%, resultando num desempenho inferior ao do ano passado, quando a taxa de crescimento do PIB superou os 4%.

O desempenho da economia implicou um maior hiato do produto (em valor absoluto), definido como a diferença entre o produto e o seu potencial, esse calculado a partir dos níveis máximos não inflacionários de utilização dos fatores de produção – mão de obra e capital – somada a contribuição da produtividade total desses fatores (PTF).

A ampliação do hiato reflete a combinação de um cenário econômico internacional adverso, com os impactos sobre as expectativas da crise de energia e da adoção de uma política monetária mais restritiva. A

retração do crescimento deve-se menos à restrição da oferta agregada que ao arrefecimento da demanda agregada.

O desaquecimento da economia teve impacto limitado sobre a taxa de desemprego aberto calculada pelo IBGE considerando as seis principais regiões metropolitanas do País. Em julho, a taxa – com período de referência de uma semana – ficou em 6,19%, ante 6,31% em junho e 7,17% em julho de 2000. A média registrada nos sete primeiros meses deste ano declinou para 6,26%, ante 7,72% registrados no mesmo período do ano passado.

O efeito sobre a oferta decorrente das medidas de racionalização do uso de energia tiveram impacto negativo sobre a economia menor do que inicialmente se previa. Nesse sentido, dissolveram-se as expectativas de que a restrição de oferta de energia teria efeitos profundos e prolongados e criaram-se expectativas de que a oferta agregada poderá se recuperar em um horizonte de tempo não muito distante.

O arrefecimento da demanda estaria associado ao desaquecimento da economia internacional e à política monetária interna. Estatísticas divulgadas recentemente relativas aos Estados Unidos, Japão e Europa têm sido interpretadas como sinais de que a economia mundial estaria entrando em um período de desaquecimento ou até mesmo de recessão. O sentimento negativo foi reforçado pelas incertezas sobre qual a extensão da crise iniciada com os ataques terroristas a alvos localizados nos Estados Unidos. Além da conjuntura externa desfavorável, aumenta a percepção de que a recuperação da demanda global acontecerá em um horizonte mais distante do que o anteriormente esperado – talvez em meados do próximo ano.

Ainda é prematuro prever os efeitos da crise nos EUA sobre a economia mundial e a brasileira. No entanto, é possível que o cenário internacional recente tenha, no curto prazo, duas consequências. São essas: i) as dúvidas sobre a situação da economia mundial, agravadas pelos atentados nos Estados Unidos, poderão abalar a confiança dos consumidores, aumentar a volatilidade dos mercados de ativos financeiros e do preço do petróleo e reduzir os fluxos de capitais e; ii) o nível de atividade da economia mundial deve se retrair limitando o fluxo de comércio internacional.

O aumento do saldo da balança comercial, em função da retração da demanda agregada no Brasil e da depreciação do Real, e a retomada do crescimento da economia mundial na segunda metade do ano que vem deverão aprofundar a redução do déficit em transações correntes já em andamento e melhorar a qualidade do seu financiamento. Nesse meio tempo, o novo acordo do Brasil com o FMI apoiará o financiamento do Balanço de Pagamentos.

A depreciação da taxa de câmbio tem favorecido a recuperação da balança comercial, que já acumula um superávit de US\$ 663 milhões no ano até agosto. O excedente alcançou US\$ 625 milhões em agosto, quando, comparativamente ao mesmo mês no ano passado, as importações diminuíram 5,9% e as exportações aumentaram 3,8%. Esse movimento pode se manter no restante do ano, a despeito do aumento sazonal de importações no final do ano, dado que os efeitos da depreciação cambial e da redução da atividade doméstica ainda não se refletiram por completo nos números do comércio exterior. A longo prazo, estimam-se em -0,72 e 1,05, respectivamente, a elasticidade-preço e a elasticidadederenda do *quantum* de importações. Dessa forma, uma redução de 1% na taxa de crescimento do PIB implicaria redução das importações de aproximadamente o mesmo percentual. Para as exportações, os mesmos indicadores de sensibilidade são estimados em 0,67 e 0,69. Na conjuntura atual, se por um lado a depreciação cambial contribui para um aumento das exportações; por outro, o arrefecimento da economia global tem impacto contrário¹.

O aumento da taxa de juros, cujos efeitos imediatos foram a mudança das expectativas dos agentes e a elevação do custo do crédito ao consumidor, contribuiu para redução do consumo. Além disso, o deslocamento para cima da estrutura a termo da taxa de juros desestimula o aumento de gastos. Isto posto, e considerando o limite ao aumento das exportações, configura-se um cenário de redução da demanda agregada e, por conseguinte, de pressão baixista sobre a taxa de inflação para os próximos meses.

No que se refere aos movimentos das taxas de juros praticadas no mercado de crédito, observa-se que, em agosto, em termos absolutos,

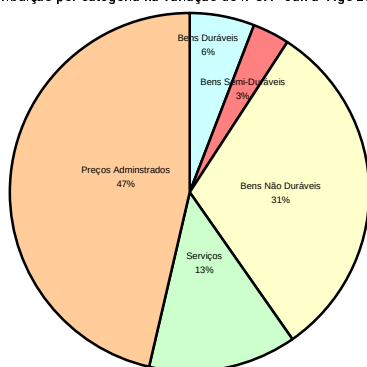
¹ Para uma análise pormenorizada sobre o assunto, ver Muinhos, Marcelo. "Inflation Targeting in an Open Financially Integrated Emerging Economy: the case of Brazil", Banco Central do Brasil, Working Paper 26, 2000.

as taxas de captação cresceram menos do que as taxas de aplicação, consubstanciando-se em aumento do *spread*. Note-se que, embora o *spread* bancário venha se alargando desde o início do ano, tem-se mantido em patamares inferiores aos praticados no ano de 1999. Quanto aos empréstimos, apesar de o saldo das operações de crédito no segmento livre apresentar crescimento significativo ao longo dos primeiros oito meses do ano, a expansão ocorrida no mês de agosto foi de apenas 2,4%.

A estrutura a termo da taxa de juros, definida como a diferença entre os logaritmos da taxa de juros de seis meses e a taxa Selic de um dia, ambas anualizadas, continua em patamar elevado. A média do trimestre até o dia anterior a reunião do Copom atingiu 540 pontos-base. Essa taxa, que está associada ao prêmio de risco da economia permaneceu relativamente estável em comparação com aquela observada por ocasião do último relatório. É sabido, no entanto, que uma maior inclinação da estrutura a termo da taxa de juros – considerando o horizonte de seis meses utilizado nos cálculos do Banco Central – tem o efeito de reduzir a taxa de crescimento da economia e a inflação.

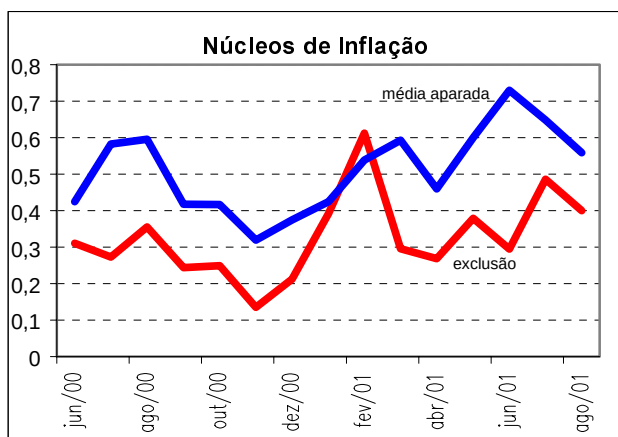
A pressão por repasse aos índices de preços internos gerada pela depreciação da taxa de câmbio ainda é motivo de preocupação. No entanto, a própria retração da demanda, tanto interna quanto externamente, se constitui em forte elemento de contenção do repasse [ver quadro Nota sobre Repasse Cambial].

Contribuição por categoria na variação do IPCA - Jan a Ago 2001



Até agosto, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou 5,06%. Os preços administrados – que representam 30,4% do índice em agosto – cresceram 7,86%, sendo responsáveis por cerca de 47% da variação acumulada do IPCA no período. O gráfico ao lado mostra as parcelas de contribuição de cada uma das categorias para o crescimento do IPCA no ano de 2001.

O núcleo por exclusão, que retira do IPCA o efeito dos preços administrados e de alimentos no domicílio, apresentou elevação em julho e agosto com relação ao patamar em que este se encontrava desde março. Tal aumento se deve ao crescimento nos preços dos serviços, basicamente



no de empregado doméstico. Espera-se que, já em setembro, este núcleo recue. Por sua vez, o núcleo de inflação medido pela média aparada, que exclui apenas os itens correspondentes às variações extremas, mostra uma queda iniciada em junho e que deve continuar nos próximos meses.

Os diversos choques que atingiram a economia brasileira têm pressionado os preços, elevando para além de 6,0% a projeção de inflação para o ano corrente. Para 2002, a pressão do desaquecimento da demanda sobre a inflação parece se sobrepor aos impactos inflacionários do conjunto de choques que afetaram a economia brasileira. A política monetária tem permanecido vigilante, no sentido de garantir a convergência da inflação à trajetória de suas metas.

Economia internacional

O cenário externo ainda representa importante fonte de incerteza para o desempenho da economia brasileira. Em relação ao último *Relatório*, verificou-se um aumento da percepção de risco quanto às economias emergentes, tendência essa agravada pelos acontecimentos recentes nos Estados Unidos. Entretanto, seria prematuro fazer uma avaliação completa sobre as conseqüências dos choques que recentemente se abateram sobre a economia global.

Estimativas oficiais sobre o desempenho do PIB norte-americano apontam para uma expansão anualizada de 0,2% no segundo trimestre do ano, relativamente ao primeiro (série dessazonalizada), refletindo ajustes nos estoques industriais e redução no ritmo do consumo e das exportações. A demanda interna permanece em trajetória descendente, com vendas no varejo, encomendas às fábricas e crédito ao consumidor decrescendo (séries dessazonalizadas). Os investimentos tendem a permanecer contraídos. As expectativas pouco favoráveis dos empresários e dos consumidores sinalizam, em conjunto com as demais variáveis

analisadas, a tendência de adiamento da recuperação da economia relativamente às expectativas anteriores.

As economias da área do euro têm apresentado tendência de redução na taxa de crescimento das vendas no varejo, com impacto negativo sobre a produção industrial. O desempenho mais frágil dessas economias tem-se refletido numa queda da inflação. Tem-se observado também uma queda nos indicadores de confiança das três principais economias européias.

O PIB da economia japonesa registrou, no segundo trimestre, contração de 0,9% ao ano relativamente a igual período do ano anterior, na série dessazonalizada. O comércio exterior apresentou saldo de US\$ 2,7 bilhões em julho, 69% inferior ao registrado no mesmo mês de 2000. A produção industrial situou-se 8,5% abaixo do patamar registrado em julho do ano anterior. Em virtude desse quadro, o Banco Central do Japão elevou a liquidez disponível ao sistema financeiro.

Ainda no âmbito externo, com relação a Argentina, foi aprovado o programa de déficit zero e uma renegociação com FMI. O resultado fiscal de junho contribuiu positivamente para o atendimento da meta acertada com o Fundo Monetário Internacional. Por sua vez, a balança comercial também vem apresentando desempenho favorável. Entretanto, os indicadores de demanda e de produção não sugerem a retomada do nível de atividade.

O preço do petróleo *Brent* vinha apresentando uma média US\$ 25,96 no terceiro trimestre até 16/9, inferior à média de US\$ 27,66 observada no segundo trimestre. No entanto, o preço do petróleo pode se tornar novamente um fator de incerteza devido às eventuais consequências dos ataques de 11 de setembro.

Em resumo, a despeito das ações adotadas visando reverter o quadro de desaceleração do nível de atividade nas economias desenvolvidas, não se observam, até o momento, sinais claros de que isso venha a ocorrer até o final do ano. Em especial, com os recentes ataques do dia 11 setembro, é maior a probabilidade de que a recuperação americana seja postergada para meados do próximo ano. Na Europa, seguindo o movimento da economia norte-americana, a tendência de redução do

ritmo de atividade deve se acentuar. A economia japonesa não deve apresentar sinais de recuperação a curto prazo.

6.2 – Cenário principal: pressupostos e riscos associados

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis econômicas. Esse conjunto de hipóteses e seus respectivos riscos compõem o cenário principal a partir do qual o Copom toma decisões de política monetária.

Como nos últimos *Relatórios de Inflação*, os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação neste e no próximo ano referem-se ao comportamento das tarifas de energia elétrica, ao preço do petróleo e seus impactos sobre os preços administrados. Outros fatores de risco são o ambiente econômico externo, com destaque para as perspectivas de retração da economia mundial, os possíveis desdobramentos sobre a economia americana dos ataques recentes e os eventuais efeitos adversos dessa nova conjuntura de incertezas sobre a economia de países emergentes. Esses riscos exercem pressão sobre a taxa de câmbio. As medidas de racionalização do uso de energia parecem estar produzindo resultados satisfatórios no sentido de evitar efeitos mais negativos sobre a economia.

Em relação ao petróleo, as projeções do Copom baseiam-se na curva de preços dos mercados futuros. No início de setembro, a curva apresentava acentuada tendência de queda, mantendo o declínio das cotações ao longo dos próximos 12 meses. Essa tendência foi revertida a partir do dia 11/9/2001, quando os preços do barril do petróleo do tipo *Brent* ultrapassaram os US\$30. Baseado na média do trimestre, a hipótese incorporada no modelo de projeção assume o preço médio de US\$ 26,2 no terceiro trimestre, subindo para US\$ 28,1 no quarto trimestre de 2001. Para 2002, considera-se a hipótese de que, no primeiro trimestre, os preços dos derivados no mercado interno sejam reajustados com base na estrutura de custos determinada pela média

dos preços em vigor no último trimestre de 2001. A partir do segundo trimestre, acompanham a inflação de mercado.

Considerando a trajetória de preços do petróleo nos mercados futuros e a sistemática de parametrização dos preços de faturamento dos derivados adotada pelo governo na Portaria Interministerial MF/MME nº 2, de 4 de janeiro de 2001 – os reajustes trimestrais são calculados dividindo-se a média aritmética das cotações diárias do petróleo *Brent* datado, convertido para reais, observada entre 1º de janeiro de 2001 e o último dia do mês imediatamente anterior ao do reajuste – pelo preço de referência (R\$ 55,00 por barril), descontado o reajuste observado em data anterior. O cenário básico contempla elevação dos preços dos combustíveis da ordem de 3% para o consumidor.

Em relação ao conjunto dos preços administrados, foi introduzida nova definição para o conjunto de preços que não respondem diretamente as condições de oferta e demanda da economia. Esse conjunto passou a ser composto por itens com peso de 30,4% no IPCA em agosto. Anteriormente, a projeção baseava-se num conjunto com peso de 22,6%, que basicamente incluía itens para os quais tinha-se maior facilidade de projeção. Com a nova definição, projeta-se uma elevação para os preços administrados de 11,0% em 2001. Em 2002, projeta-se um reajuste de 7,6%, influenciado pelo reajuste esperado de 20% para energia elétrica, distribuído entre aumentos para consumidores residenciais e não residenciais. Para um grande número de itens com preços administrados, espera-se um comportamento em linha com a inflação dos preços livres.

Como esperado, a concentração do reajuste dos preços administrados ocorreu no terceiro trimestre. Até agosto, a variação dos preços administrados atingiu 7,9% com contribuição para o IPCA de 2,3 pontos percentuais. Para o restante do ano, projeta-se uma variação para esses preços de 3,0 pontos percentuais, com impacto sobre o IPCA de 0,9 ponto percentual.

O cenário principal analisado embute uma trajetória estável para a taxa de câmbio em 2001 e em 2002. Especificamente, a taxa de câmbio mantém-se estável em relação ao nível observado à véspera da reunião do Copom.

Para a inclinação da curva de juros doméstica – utilizada como medida da estrutura a termo da taxa de juros – com média próxima a 500 pontos-base no terceiro trimestre de 2001, projeta-se uma redução linear para uma média de 300 pontos-base no último trimestre de 2002.

A confirmação do aumento da safra de grãos em 2001, bem como as previsões otimistas para a safra 2001/02 sugerem trajetória declinante para os preços dos alimentos em 2001 e 2002. Até agosto, os preços dos alimentos no domicílio subiram 6,0%, com uma variação projetada de 1,8% para o restante do ano.

No cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco – medido pela diferença entre o rendimento do Bônus Global emitido pelo Brasil e os títulos do Tesouro dos Estados Unidos com duração equivalente calculada pelo método da interpolação linear – foi revista, passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 pontos a partir do segundo trimestre de 2002 [ver quadro Cálculo do Risco Soberano a partir do *Spread* dos Bônus Emitidos pelo Brasil] .

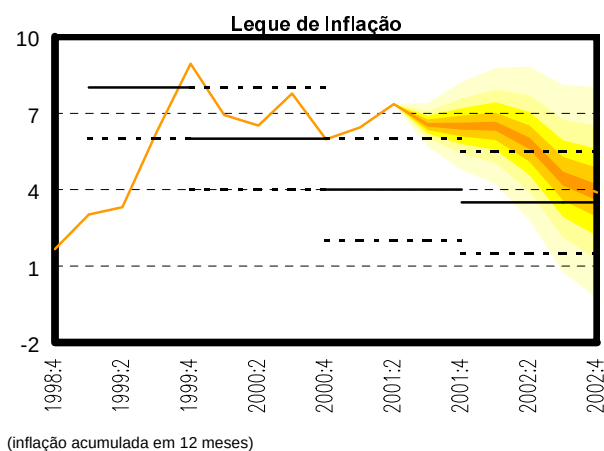
Em relação à economia internacional, o cenário básico do Copom pressupõe que a recuperação da economia americana deva acontecer num horizonte mais longo, seguindo a divulgação das estatísticas recentes e em decorrência das incertezas introduzidas pelos ataques recentes nos Estados Unidos. A trajetória para a taxa de juros dos *fed funds* foi projetada com base nos vencimentos do contratos futuros que prevêm queda na taxa até o final do segundo trimestre de 2002 e ligeira elevação no restante do ano.

As medidas de racionalização do uso de energia vêm sendo administradas com elevado grau de acerto, tendo-se evitado impactos mais negativos sobre a economia. A restrição de oferta decorrente da limitação do fornecimento de energia tem sido menor que o esperado. Em contraste, o efeito negativo sobre a demanda parece estar dominando as restrições da oferta agregada. Com isso, o balanço entre oferta e demanda exerce uma pressão negativa sobre a taxa de inflação e limita os choques de oferta ao realinhamento inicial dos preços relativos.

Finalmente, em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

6.3 – Previsão da Inflação

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 19% a.a.



Inflação do IPCA com juros constantes de 19% a.a.

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		50%						
		30%						
		10%						
2001	3	6,2	6,3	6,5	6,6	6,7	6,9	6,5
2001	4	5,8	6,1	6,4	6,6	6,9	7,2	6,5
2002	1	5,6	6,0	6,3	6,7	7,0	7,4	6,5
2002	2	4,6	5,1	5,6	6,0	6,5	7,0	5,8
2002	3	2,9	3,6	4,1	4,7	5,3	5,9	4,4
2002	4	2,2	2,9	3,6	4,2	4,9	5,6	3,9

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

Com base nos pressupostos e riscos associados considerados pelo Copom e utilizando o conjunto de informações disponível, foi construída a projeção da variação do IPCA em doze meses utilizando taxa de juros constante de 19% ao ano, definida na reunião dos dias 18 e 19 de setembro de 2001. Apresenta-se também a projeção da inflação utilizando a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica.

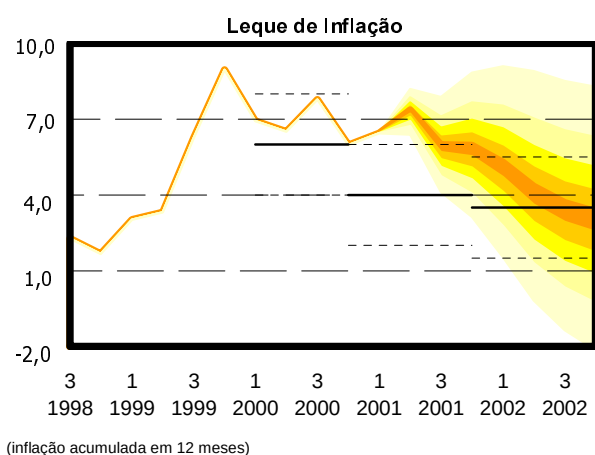
A trajetória central esperada para a inflação em doze meses, mantém-se em torno de 6,5% do 3º trimestre de 2001 até o primeiro trimestre de 2002. A partir daí ela declina monotonamente ao longo de todo o horizonte de previsão. Note-se que as probabilidades de desvios estão distribuídas simetricamente em torno da mediana, refletindo o julgamento do Copom sobre o balanço dos riscos associados à projeção.

O efeito combinado dos diversos choques já identificados que atingem a economia nesse ano desvia a trajetória esperada do rumo desejável.

Dessa forma, a projeção central para 2001 se encontra acima do limite superior do intervalo de tolerância de 6,0%. Em grande parte, isso se deve ao comportamento dos preços administrados, que devem subir 11% em 2001, com contribuição de 3,2 pontos percentuais para a inflação do ano. Para os demais preços, que correspondem a cerca de 70% do IPCA, a inflação de 2001 deve ficar próxima a 4,6%, com contribuição de 3,3 pontos percentuais. Para 2002, a contribuição relativa dos preços administrados deve ser

ainda maior, atingindo cerca de 60% (2,3 pontos percentuais) da inflação prevista de 3,9%. Já a inflação dos preços livres deve ficar contida em 2,3%. Portanto, a evolução desfavorável da inflação neste ano e a projeção um pouco acima de 3,5% para 2002 refletem uma confluência de choques de grande magnitude que afetam a inflação. De acordo com as projeções, a política monetária está sendo eficaz em controlar as pressões de demanda sobre a inflação e a propagação dos choques de oferta para os demais preços da economia.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 18,25% a.a. (Relatório de Junho)

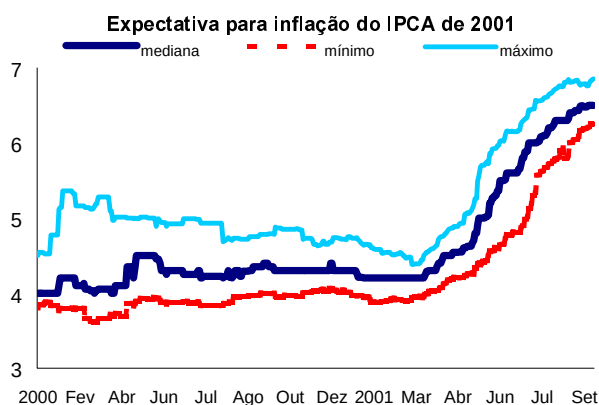


Comparando a projeção atual com a do *Relatório* de junho, aqui reapresentada, nota-se mudança no desenho da trajetória esperada. Embora não se possa fazer uma comparação direta, pois as projeções baseiam-se tanto em hipóteses diferentes de cenário, assimetria e taxa de juros, como também em modelos com especificações distintas, vale comentar alguns pontos.

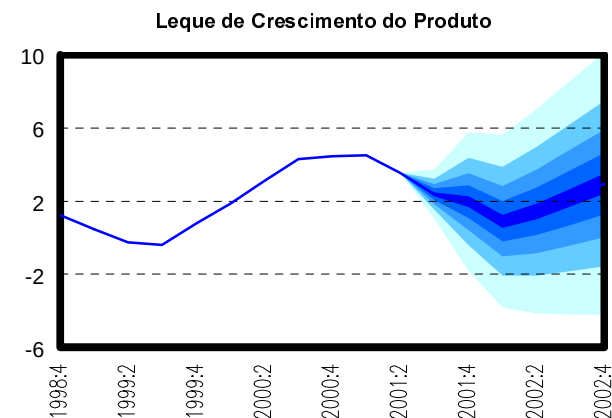
Em primeiro lugar, as projeções centrais para 2001 e 2002 subiram de 5,8% para 6,5% e de 3,0% para 3,9%, respectivamente. Para 2001, o deslocamento da projeção central deve-se, sobretudo, ao comportamento da inflação do 3º trimestre do ano, que deve se situar 0,70 ponto percentual acima do projetado no último *Relatório*. O principal fator para esse desvio foi a depreciação do real ocorrida ao longo deste trimestre, que foi superior a 10%, quando se compara a média dos dois períodos. Para o quarto trimestre deste ano, não houve alterações substanciais na projeção da inflação.

Por conta desses fatores, a inflação acumulada em 12 meses do atual leque apresenta estabilidade entre o 3º trimestre de 2001 e o 1º trimestre de 2002 e só começa a cair a partir do 2º trimestre de 2002, enquanto que, no leque anterior, a inflação já começava a cair a partir do 3º trimestre deste ano.

Ao longo do terceiro trimestre, as expectativas de inflação continuaram a ser revistas para cima, tendo atingido 6,5% à véspera da reunião do Copom, como mostra o gráfico ao lado, que resume as informações

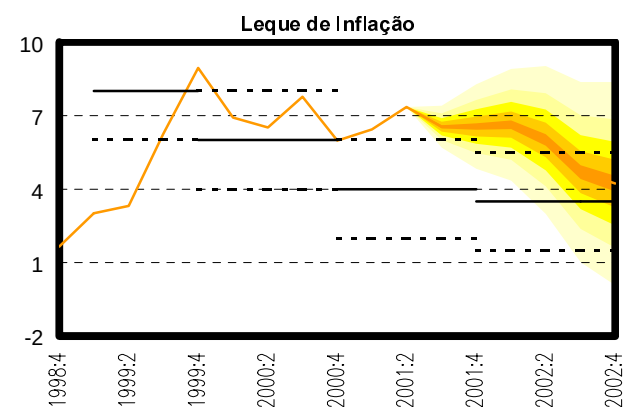


Variação do PIB com juros fixos de 19% a.a.



(variação do PIB, 12 meses sobre 12 meses anteriores)

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de juros de mercado.



(inflação acumulada em 12 meses)

captadas pela pesquisa do Grupo de Comunicação Institucional junto a 70 instituições financeiras e consultorias especializadas. Nas últimas semanas, contudo, observa-se uma tendência à estabilidade das expectativas.

Apresenta-se, como em Relatórios anteriores, o leque de crescimento do produto construído com base nas mesmas hipóteses utilizadas no cenário principal do Copom. Vale enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tanto porque envolvem as trajetórias de dois componentes não observáveis diretamente, produto potencial e hiato, quanto porque o cálculo do produto é, por definição, mais complexo e menos preciso do que o da inflação. Essa imprecisão aumenta ainda mais em face da crise de energia, cujos efeitos sobre o produto potencial e o hiato são difíceis de quantificar. A projeção central para o crescimento do produto em 2001 é de aproximadamente 2,0%, com a hipótese de taxa de juros constante em 19% ao ano.

Apresenta-se também o leque da inflação levando em conta a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica em 14 de setembro. Como nos dois *Relatórios* anteriores, utilizou-se de forma direta a mediana das expectativas do mercado captadas pela pesquisa do GCI até aquela data. A trajetória de juros esperada pelo mercado estava com inclinação negativa, começando do atual patamar de 19% ao ano e atingindo 18,5% ao final de 2001 e 16% ao final de 2002. Além da hipótese para a taxa de juros, esse leque supõe uma redução mais acentuada da inclinação da curva de juros, medida pela diferença entre o *swap* de juros de 6 meses e a taxa Selic de um dia, ao longo do período de projeção – hipótese equivalente a uma estrutura

Inflação do IPCA com expectativas de juros de mercado 1/

Ano	T	Intervalo de Probabilidade						Projeção Central
		50%						
		30%						
		10%						
2001	3	6,2	6,3	6,5	6,6	6,7	6,9	6,5
2001	4	5,8	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	6,6
2002	1	5,7	6,1	6,5	6,8	7,2	7,6	6,6
2002	2	4,8	5,3	5,8	6,2	6,7	7,2	6,0
2002	3	3,2	3,8	4,4	5,0	5,6	6,2	4,7
2002	4	2,5	3,3	3,9	4,5	5,2	5,9	4,2

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

1/ Grupo de Comunicação Institucional - 21/09/2001

a termo da taxa de juros mais horizontal. As demais hipóteses foram mantidas como descritas no cenário básico.

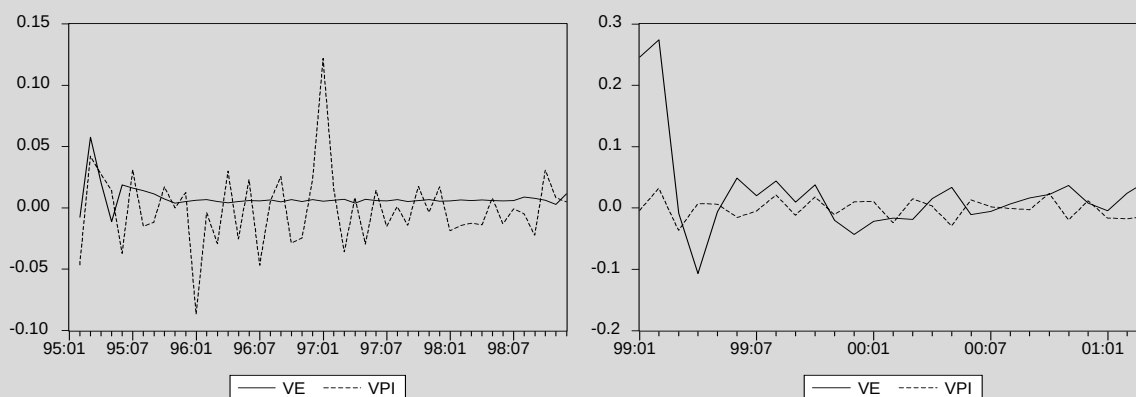
Nota sobre Repasse Cambial

A experiência brasileira e a de outros países que tiveram uma mudança de regime cambial têm mostrado um repasse do câmbio para os preços mais reduzido do que seria esperado. Intuitivamente podemos esperar que as mudanças cambiais afetem diretamente o preço dos importados e conseqüentemente a inflação. Observando diretamente as relações das variações da taxa de câmbio, variações de preços de importados e a inflação trimestral no período de 1995:01-2001:03, podemos chegar a conclusões interessantes sobre o repasse cambial.

Relacionamos as séries de dados em três partes:

- 1) preços dos importados e a taxa de câmbio
- 2) índice de preços de importados e a inflação
- 3) taxa de câmbio e inflação

Gráfico -1 - Variação dos preços dos importados com a variação da taxa de câmbio



Onde VE indica desvio percentual da taxa de câmbio nominal $((e - e_{-1}) / e_{-1})$ expressos detal forma que valores mais altos significam que o real se deprecia e VPI, a variação percentual do índice de preço de importação $((pi - pi_{-1}) / pi_{-1})$.

De acordo com o Gráfico 1, observamos que a variação percentual do índice de preços de importação é maior no período de taxa de câmbio fixo (desvio padrão de 3,1%) e menor no período de taxa de câmbio flutuante (desvio padrão de 1,7%). No período de taxa de câmbio fixo os preços de importação apresentam um desvio padrão de 0.9% e no período de câmbio flexível, o desvio padrão é de 7,5%. Sendo que a correlação entre as duas variáveis para todo o período não varia muito, sendo em torno de 20%, o que parece ser abaixo do esperado.

A correlação entre inflação e variação de índice de preços de importação apresenta o valor em torno de 0,145 nos dois regimes de câmbio. Já a correlação entre inflação e variação da taxa de câmbio

nominal apresenta diferença no tipo de regime cambial: para regime de câmbio fixo a correlação é 0,20 e para regime de câmbio flexível, 0,14. Isso pode ser interpretado como o repasse sendo menor no regime de câmbio flutuante, pois neste caso os movimentos do câmbio podem ser interpretados como temporários.

Gráfico 2 - Variação de índice de preços de importados e a inflação

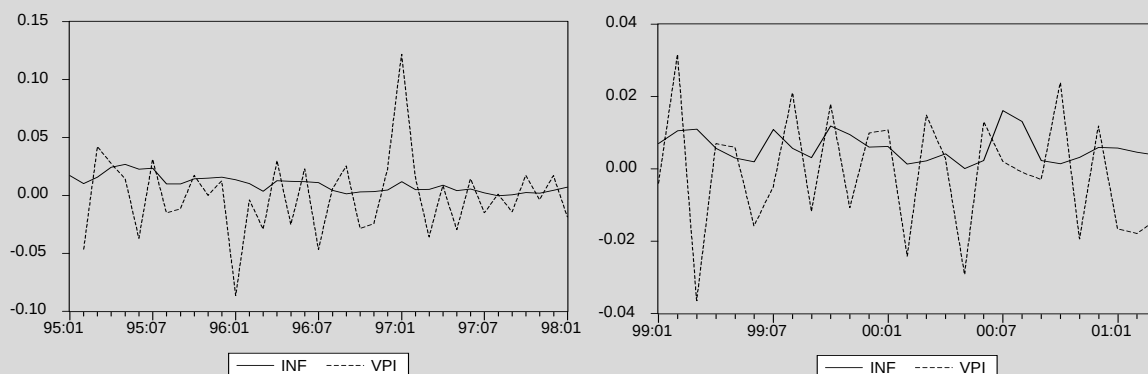
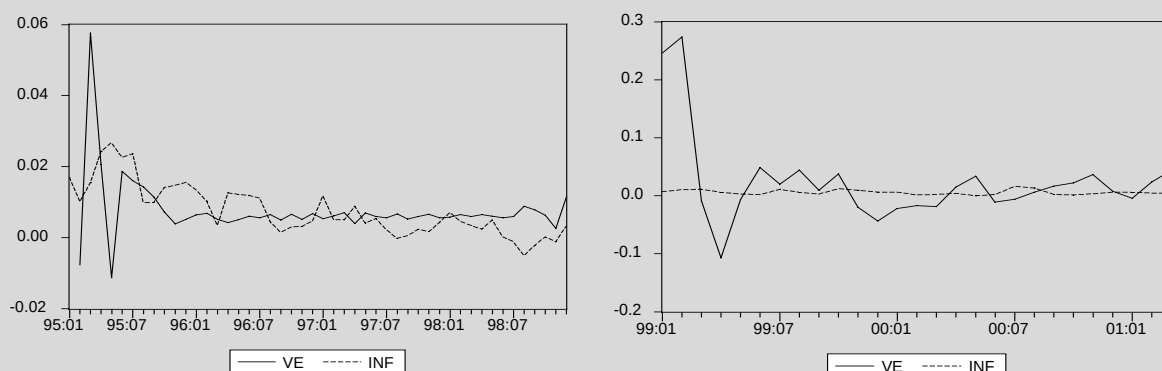


Gráfico 3 - Variação da taxa de câmbio e inflação



A tabela 1 mostra o resultado do repasse anual considerando a variação do câmbio médio nos períodos e a inflação acumulada em cada ano. Pode se observar que, nos últimos anos, o repasse linear tem sido em torno de 5%, com exceção de 2000, que mesmo num período de câmbio flutuante, houve uma flutuação muito baixa do valor da moeda.

Tabela 1 Câmbio e Preços

<i>Variação (%)</i>	<i>98</i>	<i>99</i>	<i>2000</i>	<i>2001a</i>
Câmbio	8,25	52,91	6,54	27,89
Preços	1,65	8,94	5,97	5,06
Câmbio/Inflação	4,98	5,92	1,09	5,52

a – acumulado até agosto

De acordo com Goldfajn and Werlang (2000)¹, as razões para o repasse cambial ter sido tão baixo no episódio da depreciação cambial de Janeiro de 1999 são:

- a fase de recessão em que passava a economia brasileira naquele momento;
- a valorização excessiva da moeda nacional percebida pelos agentes naquele momento;
- a baixa inflação no ano anterior.

Uma especificação de uma equação de Phillips não-linear pelos autores citados acima em uma série de países com estimações baseadas em painéis de dados é seguinte:

$$\pi_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1(e_t - e_{t-1}) + \beta_2 RER_{t-1} + \beta_3 h_{t-1} + \beta_4 \pi_{t-1} + \beta_5 OPE_{t-1} + u_i \quad (1)$$

onde $\beta_1 = \beta_6 + \beta_7 RER_{t-1} + \beta_8 h_{t-1} + \beta_9 \pi_{t-1} + \beta_{10} OPE_{t-1}$

Sendo que:

- $(e_t - e_{t-1})$ é definido como a primeira diferença do câmbio nominal;
- RER mostra o desvio da taxa de câmbio real a uma taxa supostamente de equilíbrio;
- h_{t-1} representa o hiato do produto;
- π representa inflação.
- Ope – significa a abertura da economia.

A intuição para os sinais dos coeficientes na equação do repasse é apontada a seguir:

- Quando há uma supervalorização da moeda, esta tem que ser corrigida por uma mudança relativa nos preços dos produtos *tradables*/não *tradables*, sendo que a depreciação não necessariamente geraria um aumento generalizado nos preços. Por outro lado se a moeda já está desvalorizada então um maior repasse poderia acontecer para que a moeda se apreciasse via inflação. Portanto β_7 deveria ser positivo.
- Já β_8 é positivo, pois na fase ascendente do ciclo de negócios, com as firmas aumentando as suas vendas é mais fácil repassar para os preços a depreciação cambial, sendo que o recíproco ocorre na fase recessiva do ciclo.
- Quando menor a persistência da inflação menor o repasse, portanto países estáveis em termos de inflação tem uma tendência a ter menor grau de repasse, o que traz β_9 positivo também.
- O grau de abertura é positivamente relacionado com o repasse (β_{10} positivo), quando maior a participação dos importados na economia, mais a depreciação cambial é transferida aos preços.

¹ Goldfajn, Ilan & Werlang, S. R. C. “The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study”, Banco Central do Brasil, Working Paper 5, 2000.

A Tabela 2 contém os resultados para a estimação da equação de Phillips não linear para o Brasil. As duas primeiras colunas (1) e (2) apresentam as estimações para uma amostra que vem desde o Plano Real até o primeiro trimestre de 2001. Já a coluna (3) é estimada desde 1980, porém a variável dependente já não é mais a inflação em nível, mas em primeira diferença, dada a não estacionaridade da série. Mesmo assim uma série de dummies de pulso foi utilizada para neutralizar o efeito de várias quebras estruturais devido a planos de estabilização heterodoxos na estimação com amostra mais longa. As colunas (2) e (3) apresentam também um termo forward-looking para a inflação para captar as expectativas inflacionárias. Dentre as várias maneiras de se modelar às expectativas, utilizou-se a hipótese de previsão perfeita. Devido a correlação entre a inflação um período a frente e os resíduos da regressão foram testadas variáveis instrumentos mas os resultados não foram satisfatórios, portanto não estão sendo reportados.

Para a equação como um todo, é interessante observar a robustez do termo do hiato do produto (β_3), que apresenta o sinal esperado, magnitude razoável (entre 0,20 e 0,40) e significância nas três colunas. Mas especificamente com relação ao repasse, o termo cruzado hiato do produto e depreciação cambial apresentou o sinal esperando e significância para as especificações 2 e 3. Já o termo cruzado hiato do câmbio real e depreciação cambial nas três colunas apareceram com o sinal diferente da intuição apresentada acima. A explicação pode ser que durante o período do câmbio fixo do Plano Real, o câmbio estava valorizado e o repasse era muito alto, pois todas as desvalorizações tinham caráter permanente, contaminando assim os resultados.

Tabela 2
Curva de Phillips não linear

Coeficientes	Amostra Curta sem termo antecipativo/1 (1)	Curto com t. antecipativo (2)	Amostra Longa com t. antecipativo/2 (3)
Variáveis Dependentes	inf	inf	d(inf)
constante	-0,03 (-1.29)		0,013 (1.03)
β_3			
hiato RER	0,00 (0.25)	0,03 (1.99)	0,24 (3.13)
hiato Produto	0,28 (2.39)	0,24 (3.12)	0,48 (1.8)
Inflação com 1 lag	0,49 (4.28)	0,24 (1.50)	0,05 (1.51)
Inflação com 1 lead		0,96 (3.48)	0,07 (1.52)
constante repasse	0,24 (2.04)	0,12 (1.85)	0,55 (3.17)
RER*(e-e _{t-1})	-0,56 (-1.26)	-0,12 (-0.55)	-0,01 (-4.63)
hiato*(e-e _{t-1})	-0,01 (-1.99)	0,01 (2.36)	0,02 (2.92)
open*(e-e _{t-1})	0,21 (1.93)	- -	0,02 (-1.5)
R ²	0,860	0,820	0,954

/1 Amostra curta de 1995:1 até 2001:1 sem termo antecipativo para inflação

/2 Amostra de 1980:2 até 2000:4 com termo antecipativo para inflação

/3 t estatísticos nos parênteses

Uma série de testes de robustez das diferentes especificações da curva de Phillips não lineares não apresentou conclusões robustas. A soma dos erros quadrados na especificação 1, sem termo forwading-looking e com amostra curta, para a média dos quatro períodos a frente é bem superior que as outras duas especificações. Porém o resultado não se mantém quando se considera a soma dos erros apenas um período à frente². De qualquer maneira as especificações das colunas 2 e 3, que apresentam o coeficiente do termo cruzado hiato-depreciação com sinal esperado, confirmam em termos empíricos para o Brasil, nas duas amostras, que o repasse cambial diminui com a desaceleração do nível de atividade.

² Maiores detalhes sobre repasse não linear em Muinhos, Marcelo. “*Inflation Targeting in an Open Financially Integrated Emerging Economy: the case of Brazil*”, Banco Central do Brasil, Working Paper 26, 2000.

Cálculo do Risco Soberano a partir do *Spread* dos Bônus Emitidos pelo Brasil

O objetivo deste quadro é apresentar a metodologia de cálculo do risco soberano utilizado no modelo de previsão de inflação pelo Banco Central do Brasil.

Há várias formas de medir o risco soberano. Uma delas é a partir do *spread* de um bônus emitido pela República Federativa do Brasil. O *spread* é definido como o diferencial entre o rendimentos do título brasileiro e o de um título equivalente do tesouro americano, os quais são considerados livres de risco.

Para se calcular o *spread* é necessário empregar títulos do tesouro americano que sejam equivalentes ao título brasileiro. São considerados títulos equivalentes papéis que tenham mesma maturidade que o papel brasileiro ou papéis com mesma duração – número médio de anos que o valor presente dos fluxos de caixa do título permanece descoberto. A duração é bastante utilizada no mercado internacional para se comparar diretamente títulos que possuem vencimentos e taxas de cupons diferentes e por isso foi escolhida como medida mais apropriada para se calcular o *spread*. Contudo, muito raramente se acha o título do tesouro americano com duração igual ou muito próxima a do título brasileiro, problema esse que normalmente é resolvido de duas formas:

utilizando-se o título do tesouro americano com maior liquidez no mercado (*on-the-run*) e duração mais próxima, para que o preço reflita um *yield* equivalente; ou calculando-se o *yield* do título do tesouro americano a partir da interpolação linear de dois títulos *on-the-run* com duração imediatamente menor e maior que a do título brasileiro.

A medida de risco soberano incluída na regra de Paridade Descoberta da Taxa de Juros utilizada no modelo estrutural do Banco Central foi calculada a partir do *spread* do bônus GLOBAL BR04, com duração de aproximadamente 4 anos. Esse título pode, no entanto, ser substituído por outro com duração equivalente à medida que o seu vencimento se aproxima. Assim, o cálculo do *spread* é feito comparando-se o *yield* desse bônus com o de dois títulos americanos *on-the-run* com maturidades de 2 e 5 anos, respectivamente. Faz-se uma interpolação linear entre os *yields* desses dois títulos de modo a encontrar o *yield* do título americano equivalente que tenha a mesma duração do GLOBAL BR04. No terceiro trimestre até o dia 17/09/2001, a média do *spread* desse título ajustado pela duração registrou 725 pontos base.

Anexos

Notas da 60ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20.6.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 19) e 20º andar (no dia 20) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16:05 h dia 19 e 16:17 h dia 20

Horário de término: 19:47 h dia 19 e 21:51 h dia 20

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto – **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico (Depec)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Demais participantes (todos presentes no dia 19)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

João Borges – Assessor 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.

Atividade econômica

Indicadores do nível de atividade, divulgados recentemente, mostraram que mesmo antes do conhecimento da crise energética o ritmo de crescimento da economia já apresentava sinais de desaceleração. Esse comportamento deve ser atribuído ao próprio patamar produtivo, bastante elevado, ao aumento da inadimplência e das taxas de juros, bem como aos efeitos do cenário político interno e da conjuntura econômica internacional desfavoráveis. As expectativas atuais, influenciadas pelas restrições impostas pelo programa de racionamento de energia, reforçam a perspectiva de arrefecimento da expansão econômica nos próximos meses.

No comércio varejista, o faturamento real na Região Metropolitana de São Paulo, divulgado pela Federação do Comércio de São Paulo (FCESP), recuou 3,9% em maio ante o mês anterior, na série dessazonalizada. A variação acumulada no ano atingiu 2,8%, após registrar 8% em março e 4,9% em abril. A queda nas vendas de bens de consumo e o desempenho do comércio automotivo foram os principais responsáveis por esse comportamento. A Pesquisa Mensal do Comércio, do IBGE, com dados até abril e abrangência nacional, também sinaliza o arrefecimento no setor. No primeiro quadrimestre, o setor registrou queda de 0,7%. O número de cheques compensados, outro indicador da atividade varejista, apresentou queda de 6,13% em maio, em relação a mesmo mês do ano anterior.

O Índice das Intenções do Consumidor (IIC), pesquisado pela FCESP, que capta a percepção dos consumidores das conjunturas atual e futura, recuou 19% em junho, ao registrar patamar de 81,7 ante 101,1 em maio. Essa queda mais acentuada do indicador, que já vinha decrescendo desde março, reflete o impacto da crise energética. Com o resultado, o IIC passou da área de otimismo (de 100 a 200) para a de pessimismo (abaixo de 100).

Quanto à inadimplência, o Serviço de Proteção ao Crédito da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) mostrou que a taxa líquida (descontados os cancelamentos dos novos registros no cadastro do SPC) atingiu 8,1% em maio de 2001, ante 6,2% registrada em maio de 2000. Nos primeiros cinco meses do ano, houve acréscimo de 24,1% na taxa líquida média de inadimplência e de 30,9% na relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados.

O saldo das operações de crédito realizadas pelo sistema financeiro cresceu 1,6% em maio. As operações contratadas com recursos livres expandiram-se 3%, em função dos incrementos de 4,6% nas operações com pessoas físicas e de 1,9% nas operações com pessoas jurídicas. No que se refere às novas concessões com recursos livres, desde fevereiro as operações diárias vêm se mantendo em torno de R\$ 2,1 bilhões para pessoas jurídicas e de R\$ 1 bilhão para pessoas físicas. Entretanto, espera-se arrefecimento das operações de crédito no curto prazo, em decorrência das condições menos favoráveis, expressas na elevação do custo para o tomador final e na maior seletividade na

concessão de empréstimos, resultantes de sucessivas elevações na taxa básica de juros e do aumento das incertezas.

No mercado de trabalho, a taxa de desemprego aberto calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) passou de 6,46% em março para 6,51% em abril, embora o emprego formal tenha mantido tendência de elevação, com contratação líquida de 135 mil trabalhadores em abril. Ainda de acordo com a Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE, os custos referentes ao fator trabalho apresentaram queda em março. Os rendimentos médios, deflacionados pelo INPC, tiveram variação negativa de 0,28% em relação a mesmo mês do ano anterior, acumulando perda de 0,49% no ano. Considerando apenas o setor industrial, o Custo Unitário do Trabalho, obtido pela razão entre a folha de pagamento deflacionada pelo IPA–DI e a produção física industrial, ambas divulgadas pela Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, caiu 5,96% nos 12 meses terminados em fevereiro deste ano.

Em relação ao setor industrial, a produção em abril recuou 1,6% em relação a março, na série dessazonalizada, devido às quedas na produção de bens intermediários e de consumo e à estabilidade na produção de bens de capital. Enquanto no primeiro trimestre a produção industrial havia registrado crescimento de 7,1% no acumulado do ano, a inclusão de abril determinou variação de 6,8% na mesma base de comparação. O nível de utilização da capacidade instalada, divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), também sinalizou queda entre março e abril, passando de 81,9% para 81%.

O desempenho positivo registrado na produção doméstica de bens de capital, com destaque para a fabricação de equipamentos para energia elétrica, também se verificou nos demais indicadores de investimentos até abril. A produção de insumos da construção civil e o *quantum* importado de bens de capital cresceram 4,3% e 43,9%, respectivamente, em relação ao primeiro quadrimestre de 2000. Até abril, os desembolsos do sistema BNDES elevaram-se 53%, destacando-se a concentração do crédito ao setor produtor de bens comercializáveis.

A expansão dos investimentos tem pressionado as importações de bens de capital, particularmente de produtos eletro-eletrônicos, contribuindo para o resultado deficitário de US\$ 546 milhões na balança comercial no ano, até maio. As importações cresceram 17,4% no mesmo período, refletindo o ritmo de expansão da produção industrial. As exportações cresceram 12,2% no acumulado do ano até maio, graças à ampliação das quantidades embarcadas, uma vez que os preços da maior parte das mercadorias pouco variaram em relação ao ano passado. Destaque-se que cerca de 32% do acréscimo das vendas nesse período destinaram-se ao mercado norte-americano, particularmente produtos manufaturados como aviões, automóveis, óleos combustíveis, calçados e aparelhos transmissores/receptores.

Nas três primeiras semanas de junho, a balança comercial apresentou superávit de US\$ 110 milhões, com redução da média diária das exportações relativamente a maio, em ritmo menor que a das importações, embora relativamente a junho de 2000, ambas se encontrassem 2% superiores. As

exportações de setores com maior utilização de capacidade, como metalurgia e papel e celulose, apresentaram queda em relação a junho de 2000, compensadas pelas maiores exportações de carnes e soja neste ano. Quanto às importações, os setores com maior redução foram os de matérias-primas para a indústria têxtil (algodão e filamentos e fibras sintéticas e artificiais), em razão da maior produção interna de algodão neste ano, além de aeronaves e peças.

O racionamento de energia elétrica deverá trazer maior impacto nas exportações de produtos semimanufaturados, uma vez que alguns dos principais itens dessa categoria utilizam mais intensivamente esse insumo. As exportações de produtos manufaturados deverão sofrer redução menor em razão da possibilidade de substituição de insumos domésticos por importados.

Quanto às importações, a menor atividade industrial deverá reduzir as importações em todas as categorias de uso. Este movimento poderá ser atenuado no caso das matérias-primas, pela redução da produção doméstica de alguns produtos e conseqüente substituição por importados. No caso de bens de capital, poderá haver aumento das importações de equipamentos alternativos de geração de energia, o que poderá trazer, ainda, reflexos na importação de combustíveis. No entanto, deverá ocorrer também, redução na importação de bens de capitais não relacionados à crise de energia.

Conquanto o racionamento deva trazer redução tanto das exportações quanto das importações, a sensibilidade diferenciada das importações e exportações à redução da atividade industrial permite prever que o saldo comercial em 2001 seja mais favorável que o esperado.

A análise da recente evolução do nível de atividade revela que a economia apresentava sinais de perda de dinamismo nos meses que antecederam à crise de energia elétrica. A partir do conhecimento da crise, fez-se presente a perspectiva de intensificação do processo de arrefecimento do nível atividade, não apenas pela restrição da oferta de energia, mas também pela deterioração das expectativas, captada em pesquisas de opinião tanto de consumidores como de empresários, o que indica redução nos níveis de consumo e de investimento. Entretanto, a intensidade do impacto do racionamento sobre o nível do produto dependerá, entre outros, da capacidade de racionalização das empresas, da auto-geração, da transferência intersetorial da produção e da substituição de fontes de energia. De qualquer modo, espera-se redução no ritmo da atividade econômica. Como conseqüência, devem-se observar impactos nos fluxos de exportações e importações que poderão redundar em melhora no saldo comercial nos próximos meses.

Preços

Em maio, os principais índices de inflação apresentaram redução na variação mensal, comportamento determinado pelos preços dos alimentos, que reverteram as expressivas altas observadas em março e abril. No entanto, a ocorrência de diversos reajustes de preços administrados fez com que a variação mensal dos índices ainda se mantivesse acima do verificado no mesmo mês do ano anterior.

Observa-se, ainda, o repasse da variação cambial recente para os preços, embora até o momento esse efeito tenha se concentrado em nível de atacado e em poucos produtos, como derivados do trigo, cerveja, placas de aço e fios de cobre. O repasse cambial tem-se refletido, também, no aumento dos preços administrados, em particular, no preço da gasolina.

O IPCA subiu 0,41% em maio, acumulando 2,42% no ano e 7,04% em 12 meses. O resultado foi influenciado pela contribuição de 0,28 ponto percentual relativa à variação dos preços dos produtos não alimentícios. O maior impacto individual, 0,07 ponto, decorreu dos reajustes nas tarifas de energia elétrica. No item transporte, destacou-se a influência do reajuste de 21,7% nas tarifas de ônibus urbano em São Paulo, em vigor a partir do dia 24 de maio. O gás de bujão, cujos preços ao consumidor foram totalmente liberados em todo o país, a partir de 04 de maio, apresentou alta de 3,68%, com destaque para Goiânia, onde o aumento chegou a 29,95%. Os preços dos produtos alimentícios, com alta de 0,58%, mostraram significativa desaceleração em relação a abril, quando alcançaram variação de 1,8%. A desaceleração na taxa de crescimento dos preços foi generalizada, tendo em vista a maior oferta de produtos como feijão, batata, tomate, cebola, frutas, aves e ovos.

O IGP-DI apresentou crescimento de 0,44% em maio, ante 1,13% em abril, acumulando variações de 3,24% no ano e de 10,9% em 12 meses. O recuo da taxa mensal decorreu da inversão na tendência dos preços dos alimentos, que levou o IPA agrícola à variação negativa de 0,64%, ante 3,8% em abril, e arrefeceu a expansão do item alimentação dentro do IPC, com alta de 0,33% contra 2,26% em abril. A ocorrência de expressivas variações negativas em um número muito grande de produtos, excluídos na aferição pelo critério de médias aparadas, fez com que o núcleo do IPC subisse 0,52% no mês, ante 0,41% do índice cheio. Os preços industriais no atacado subiram 0,49% em maio, praticamente repetindo o resultado de abril (0,48%), enquanto o INCC acusou aceleração, crescendo 2,11% devido, principalmente, ao impacto do reajuste na mão-de-obra, pelo efeito de dissídio salarial, e pela alta no preço do cimento.

Os preços administrados deverão ser responsáveis por parcela expressiva das variações do IPCA em junho e julho, destacando-se os efeitos da apropriação do reajuste dos ônibus urbanos em São Paulo, serviços de água e esgoto em São Paulo, correção das tarifas de telefone fixo em todo o país e energia elétrica em algumas capitais. Por outro lado, os preços dos alimentos deverão continuar em trajetória de queda, atenuando a alta do índice geral. Finalmente, os efeitos do racionamento sobre o nível geral de preços da economia tendem a ser minorados, haja vista o arrefecimento ora observado e a perspectiva de contenção de gastos de consumo nos próximos meses, o que restringe o repasse de elevação de custos para os preços ou ainda aumentos decorrentes da redução de oferta.

Ambiente externo

Informações mais recentes vêm ratificando a tendência de arrefecimento da economia internacional, especialmente nos Estados Unidos, enquanto o Japão tem dificuldades para superar a tendência

recessiva, dado o enfraquecimento da demanda externa. Na Área do Euro, a recente distensão da política monetária buscou estimular a demanda interna, em contraponto à perda de dinamismo das exportações, mas o cenário de recrudescimento inflacionário não favorece futuras ampliações da oferta de crédito. Na Argentina, o aprofundamento do cenário recessivo vem sendo adiado pelo desempenho positivo das exportações, enquanto a instabilidade nos mercados financeiros arrefeceu a partir da revisão do acordo com o FMI e da operação de troca de títulos soberanos. Foi divulgado novo conjunto de medidas econômicas, em meados de junho, direcionadas à reativação da economia.

Nos Estados Unidos, os indicadores econômicos ainda não sugerem resposta à distensão da política monetária iniciada em janeiro deste ano, apresentando retração no nível de atividade. O crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2001, preliminarmente estimado em 2%, foi revisto para 1,3%, na série dessazonalizada e taxa anualizada, ante expansão de 1% no quarto trimestre de 2000. A produção industrial vem acusando mais efetivamente a desaceleração da economia, registrando a oitava queda mensal consecutiva em maio, ao declinar 0,8%. As taxas de inflação apresentaram elevação na variação anual, efeito não captado pelos núcleos dos índices. Em maio, o índice de preços ao consumidor (IPC) acumulou variação de 3,6% em 12 meses, após elevar-se 3,3% até abril, enquanto o núcleo do índice registrou variação anual de 1,6% em abril e em maio.

O desempenho das economias da Área do Euro mostra perda de dinamismo diante da contração das demandas externa e domésticas. O PIB conjunto cresceu 2,5% no primeiro trimestre, em comparação com igual período de 2000, ante expansão de 2,9% ocorrida no último trimestre do ano anterior. A produção industrial mostrou arrefecimento, com a expansão anual reduzindo-se de 5,5%, em janeiro, para 3%, em março. A trajetória dos preços evidencia aceleração inflacionária. O índice de preços ao consumidor harmonizado registrou variação anual de 3,4% em maio, ante 2,6% em março, com variações mensais em elevação. Os indicadores de confiança empresarial da Alemanha e da França apontam expectativa de desaceleração da atividade econômica, enquanto na Itália o indicador prevê alguma recuperação. Nesse contexto, em junho, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu pela manutenção da taxa de juros mínima de referência em 4,5% ao ano.

Na Argentina, a repactuação do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a recente operação de troca de títulos de dívida e o último conjunto de medidas direcionadas ao estímulo da economia configuraram tentativas de reverter as expectativas quanto aos fundamentos da economia.

Os indicadores macroeconômicos argentinos persistem em evolução pouco favorável, à exceção do desempenho comercial. A produção industrial cresceu 1,2% em abril, mas mantém tendência decrescente no acumulado em 12 meses, iniciada em janeiro de 2001. Após tímida recuperação em março, indicadores de demanda novamente apresentaram retração em abril. O desempenho mais positivo da economia está no setor externo, com o superávit comercial no primeiro quadrimestre do ano alcançando US\$694 milhões, ante US\$269 milhões no mesmo período de 2000. Em contrapartida, o déficit do Tesouro Nacional alcançou US\$ 1,1 bilhão em maio, perfazendo resultado acumulado

de US\$ 5,1 bilhões em 2001, o que exigirá superávit de US\$ 200 milhões em junho para cumprimento da meta do semestre.

No início de junho o governo argentino realizou operação de troca de títulos, cujo montante em termos do valor dos títulos resgatados atingiu US\$ 29,5 bilhões, alongando os prazos de vencimento dos bônus soberanos e diminuindo, em US\$ 16 bilhões, as necessidades de financiamento do setor público até 2005. Em 15 de junho, o governo divulgou novo conjunto de medidas para promover a reativação da economia, composto por mudanças no sistema de cobrança do Imposto sobre Valor Agregado (IVA); redução do imposto de renda para as faixas com remuneração entre US\$ 1.500 e US\$ 4.000, por meio de deduções; isenção de impostos sobre aumentos de salários de até US\$ 150 por meio de vales refeição e transporte, para as faixas salariais abaixo de US\$ 1.500; elevação da alíquota de recolhimento previdenciário, sujeitos à compensação tributária e redução da Tarifa Externa Comum (TEC) incidente sobre bens de consumo.

Adicionalmente, o governo argentino criou um regime transitório para o comércio exterior operacionalizado por meio de fator de convergência. Esse fator será calculado diariamente pelo Banco Central da República Argentina, com base na média simples da diferença entre a paridade do dólar e a cotação do euro no mercado interbancário de Londres, e será utilizado para elevar o custo das importações e bonificar as exportações.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros continuou apresentando oscilações após a reunião de maio último. Houve certo alívio no mercado após a divulgação da troca dos bônus da Argentina, o que contribuiu, de imediato, para a queda dos prêmios embutidos nas taxas de juros futuros no Brasil. A taxa de juros anual dos contratos a termo de DI de um ano caiu de 23,05%, em 23 de maio, para 20,30%, em 8 de junho. Nesse período observou-se, ainda, um menor impacto dos movimentos da taxa de câmbio no mercado de juros. Na semana de 11 a 15 de junho, a curva apresentou aumentos graduais na sua inclinação. O *spread* entre a taxa do DI a termo de 1 ano e a meta para a Taxa Selic passou de 392 pontos-base, em 11 de junho, para 505, em 15 de junho. Em 18 de junho, a curva sofreu um forte aumento na sua inclinação para prazos inferiores a quatro meses e também um grande deslocamento paralelo para cima para prazos superiores, tendo o mencionado *spread* chegado a 635 pontos-base. Esse movimento se deveu essencialmente a incertezas que produziram impacto adverso no mercado secundário de dívida soberana dos países emergentes. O carregamento da carteira de títulos prefixados em mercado apresentou um aumento de prejuízo em relação à véspera da reunião anterior do Copom.

Houve seis ofertas públicas de NBCE liquidadas entre 23 de maio e 19 junho, sendo cinco delas com prazo de 10 meses e apenas uma de 16 meses. A estratégia adotada foi a de rolagem integral do principal atualizado acrescido dos juros finais (três leilões, totalizando R\$ 3,9 bilhões), assim como a de atendimento da demanda adicional por *hedge* cambial (três leilões, totalizando R\$ 6,9 bilhões).

As taxas médias resultantes oscilaram entre 7,36% a.a. e 8,19% a.a., no caso dos leilões para rolagem de dívida cambial, e entre 8,35% a.a. e 9,72% a.a., no caso dos leilões para atender à demanda por hedge. As relações demanda/oferta apresentadas foram, em média, de 3,9 para as colocações de rolagem e de 2,2 para as de demanda por hedge.

Houve quatro ofertas de títulos prefixados liquidadas entre 23 de maio e 19 de junho. As ofertas envolveram títulos de cinco meses de prazo e taxas médias de 20,13% a.a. no primeiro leilão, de 20,57% a.a. no segundo, de 19,97% a.a. no terceiro e 19,34% a.a. no último. O total liquidado alcançou R\$ 4,6 bilhões. A relação demanda/oferta foi de 2,5, em média. A decisão do Tesouro de aumentar o volume de títulos prefixados se deveu à menor volatilidade observada no mercado de juros.

As quatro ofertas de LFT liquidadas no período totalizaram R\$ 13,7 bilhões. Os títulos foram oferecidos com cinco anos de prazo e deságios médios de 0,16% a.a., nos dois primeiros eventos, e de 0,15% a.a. nos demais.

Realizou-se ainda, em duas etapas, as ofertas de NTN-C de quatro e de dez anos. As taxas de rentabilidade foram de 10,50 e 10,60% a.a., respectivamente, alcançando o montante de R\$ 565 milhões, com R\$ 33 milhões sendo liquidados por meio de créditos securitizados de responsabilidade do Tesouro Nacional.

Considerando as liquidações financeiras entre 23 de maio e 19 de junho, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 2,2 bilhões. As operações com títulos do Tesouro Nacional determinaram uma expansão de R\$ 9,2 bilhões, devido basicamente aos resgates líquidos de R\$ 5,1 bilhões de LFT e de R\$ 3,4 bilhões de LTN. Já as operações com títulos do Banco Central geraram uma contração de R\$ 7,0 bilhões.

O prazo médio das emissões se reduziu de 47,3 meses em abril para 43,8 meses em maio. Essa redução está associada à decisão do Tesouro Nacional de voltar a ofertar LTN. O prazo médio do estoque da dívida mobiliária sofreu elevação, de 32,0 meses em abril para 33,6 em maio, devido essencialmente ao aumento de quase 3 meses no prazo médio da dívida vinculada à Taxa Selic.

Dentre os detentores de títulos federais, destacam-se os Fundos de Investimento Financeiro com aproximadamente 46% de participação na dívida prefixada e de 52% na dívida vinculada à Taxa Selic. O restante da dívida, essencialmente títulos vinculados à variação cambial e a índice de preços, concentra-se nas mãos das instituições financeiras. No caso dos FIFs, observa-se uma modificação mais significativa na sua carteira nos últimos meses do que a ocorrida na carteira das instituições financeiras; desde o início de abril, a participação das LTNs se reduziu de 18,6% para 12,6%, em contrapartida ao aumento da participação de títulos cambiais, de 14,6% para 17,7%, e de títulos vinculados à Taxa Selic, de 64,9% para 67,4%. O resgate líquido de LTN em abril e em maio e a significativa desvalorização cambial ocorrida nesse último mês explicam grande parte desse movimento.

Em maio, o volume diário médio de operações definitivas foi de R\$ 5,7 bilhões, contra R\$ 5,2 bilhões no mês anterior. O baixo volume registrado nos últimos três meses pode ser explicado pela não colocação de títulos prefixados em março e pelo reduzido volume ofertado desses papéis nos leilões dos outros dois meses, além da elevada oscilação das taxas de juros.

Assim como no mercado de títulos públicos prefixados, os contratos futuros de juros apresentaram redução de liquidez em maio. No caso do DI-futuro, a média diária de contratos negociados reduziu-se de 194 mil em abril para 163 mil em maio. O contrato futuro de DI de outubro continuou concentrando os negócios. O giro diário do termo de DI manteve-se estável, em 2,0 mil contratos, não tendo ocorrido, novamente, abertura de novos vencimentos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e os seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de maio (0,41%) veio em linha com as expectativas;
2. o preço internacional do petróleo recuou nos últimos dias, mantendo elevada volatilidade nas cotações diárias. Considerando a curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*, a média do ano deve situar-se em cerca de US\$ 26,5 por barril;
3. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica em 2001 foi alterada para 20%, tendo em vista os aumentos já autorizados nas áreas abrangidas pelo IPCA. Também foram reestimados os reajustes de transportes públicos, incorporando o aumento de tarifas de ônibus urbano acima do esperado. Para o conjunto de preços administrados, incluindo combustíveis, energia, transportes públicos e telefonia, o reajuste total esperado é de 13,1%, com contribuição direta de 2,9 pontos percentuais para a inflação no ano;
4. a queda dos preços dos produtos agrícolas em maio, captadas por alguns índices, não foi confirmada pelo IPCA. A variação dos preços de Alimentos e Bebidas acumula no ano alta de 4,71%, enquanto a do IPCA cheio atinge 2,42%. Conseqüentemente, a hipótese para o comportamento dos preços dos alimentos foi alterada, passando a considerar pressão deflacionária em junho e seguindo, a partir de então, a média dos demais preços;
5. a inclusão da estrutura a termo das taxas de juros domésticas nos modelos de previsão de inflação, explicitada no relatório de inflação de junho 2001, requer que se formule hipóteses sobre sua inclinação. Incorporou-se ao exercício de simulação, a hipótese de que a inclinação da curva de juros permaneça positiva, porém em suave declínio ao longo do tempo até o final de 2002;

6. a hipótese para a trajetória da taxa de juros dos *fed funds*, de acordo com as taxas indicadas no mercado futuro, é de redução do nível corrente de 4% para 3,5% ao ano, no terceiro trimestre deste ano e posterior estabilidade;
7. no cenário externo, considera-se que a persistência das incertezas tende a manter estável o prêmio de risco Brasil nos próximos trimestres.

No tocante ao choque de energia elétrica, os resultados ainda preliminares dos esforços de modelagem apontam para uma redução da taxa de crescimento econômico neste ano. Os efeitos líquidos sobre a taxa de inflação, ao contrário, tendem a ser reduzidos, especialmente em comparação com os advindos dos demais choques, como o de preços administrados.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, voltou a elevar-se em maio para 0,60%, por conta da evolução nos preços dos alimentos. Em abril, a maioria dos itens excluídos por se encontrarem na cauda superior da distribuição, pertencia ao grupo de alimentos e apresentava taxas muito altas, o que contribuiu para o núcleo ficar em 0,46%. Em maio, o IPCA captou desaceleração dos preços desses itens, cujo recuo deve completar-se em junho. Com isso, parte desses itens passou a integrar o núcleo, majorando-o. No acumulado de 12 meses, este núcleo registra variação de 5,9%. A análise dos núcleos do IPCA calculados por exclusão conduz à conclusão que, retirando-se a influência dos preços administrados e dos alimentos, a variação acumulada do IPCA nos últimos 12 meses permanece em torno de 3,7%. O núcleo da inflação medida pelo IPC-BR, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, caiu de 0,64% para 0,52% entre abril e maio, acumulando 4,95% em 12 meses.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, elevou-se de 5,00% para 5,50%, e para 2002, de 3,80 para 3,82%.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior, em particular a obtenção de superávit primário de acordo com as metas estabelecidas pela política fiscal.

Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 16,75% ao ano aponta para uma inflação próxima ao teto da meta para 2001. No entanto, para 2002, projeta-se uma inflação abaixo da meta de 3,5%.

Diretrizes de política monetária

A atividade econômica manteve ritmo robusto de crescimento no primeiro trimestre, seguida de aparente moderação no começo, e queda substancial no final, do segundo trimestre. O crescimento vinha sendo liderado pela indústria, onde o aumento da produção de bens de capital sugere elevação

da taxa de investimento da economia. A desaceleração na margem é confirmada pelos indicadores de consumo referentes a abril e maio e pela redução da demanda por crédito.

A redução do consumo de energia elétrica vem sendo bem assimilada pela sociedade, embora as implicações sejam muito diferentes para cada consumidor individual ou setor de atividade. Os efeitos da crise de energia elétrica também são diferentes sobre as variáveis macroeconômicas. Não há dúvida de que a crise afetará negativamente a taxa de crescimento do produto neste ano, mas a intensidade da redução ainda é uma questão em aberto. Por outro lado, começa-se a formar consenso de que o impacto líquido sobre a inflação tende a ser menos expressivo. Outra consequência importante da crise de energia é alterar as expectativas, à medida que contribui para prolongar a instabilidade política doméstica.

Além dessas incertezas no cenário doméstico, o cenário externo permanece como fonte de preocupações. A economia mundial ainda não mostra sinais de recuperação de crescimento. Os Estados Unidos carecem ainda de recuperação do vigor econômico, acompanhados pela Área do Euro, enquanto o Japão permanece estagnado. Os preços do petróleo continuam elevados, apesar da queda recente. Assim, apesar do resultante abrandamento da política monetária nessas economias, o ambiente de aversão ao risco ainda prevalece.

A situação da Argentina apresentou melhora desde a última reunião. O país conseguiu um alongamento importante de parte da dívida pública de curto prazo, abrindo espaço para avanços no plano de reativação econômica e reforma fiscal. O retorno à normalidade econômica ainda depende da confirmação da melhora do quadro fiscal e de sinais consistentes de recuperação do nível de atividade, o que exigirá algum tempo.

A taxa de câmbio merece discussão detalhada. Desde o início do ano, parte da depreciação gradual da taxa de câmbio podia ser atribuída à percepção de piora no balanço de pagamentos e às demais incertezas domésticas e externas. O agravamento das incertezas nesse período repercutiu fortemente sobre o risco Brasil, encarecendo as captações externas. A combinação de incertezas domésticas e retração econômica no exterior reduziu o fluxo esperado de investimentos externos diretos. Ademais, a evolução das contas externas não foi especialmente favorável. Os resultados negativos da balança comercial refletiam o vigor da demanda interna na contramão da desaceleração econômica mundial, o que indicava que as importações tenderiam a se manter, ao passo que as exportações esbarrariam na limitação da demanda externa. Isso elevava a magnitude esperada do déficit em transações correntes, ao mesmo tempo em que pioravam as condições de seu financiamento. Era natural, portanto, que a taxa de câmbio buscasse novo ponto de equilíbrio.

O potencial de repasse da depreciação cambial para os preços foi um dos motivos que justificou a reação da política monetária no período, elevando a taxa de juros para procurar neutralizar estes efeitos. As expectativas gerais de inflação, embora tenham sido revistas para cima, não acompanharam

a velocidade da depreciação cambial, indicando que parte desta não era percebida como permanente e, portanto, não deveria transmitir-se para os preços finais. No entanto, o efeito total do repasse da depreciação aos preços deve incluir também o efeito sobre o reajuste de tarifas e outros preços administrados, em particular o da gasolina. Neste contexto mais amplo, estima-se que a depreciação cambial venha a contribuir com pelo menos 1,5% da inflação esperada neste ano.

Mais recentemente, porém, a dinâmica observada no mercado de câmbio alterou-se. Nas últimas semanas a cotação do dólar registrou um aumento considerável. Isto, apesar de neste intervalo de tempo, as previsões sobre os impactos econômicos da crise de energia terem se tornando menos pessimistas e do registro de alguma melhora na situação externa. As taxas básicas de juros foram reduzidas nos Estados Unidos e na Europa, e a Argentina completou com sucesso a operação de troca de dívida. O processo de formação da taxa de câmbio sugeria um comportamento desvinculado de seus determinantes fundamentais, apresentando dinâmica própria: a taxa sobe porque um número cada vez maior de participantes do mercado acredita que, como subiu no passado, deverá subir no futuro. Logo, quem tem necessidade de adquirir a moeda em algum momento do futuro prefere fazê-lo imediatamente e ao preço vigente, já que acredita que o custo da espera pode ser alto demais. Apesar de este processo de auto-alimentação das expectativas de alta cambial não se sustentar a médio prazo, enquanto perdura pode vir a ter consequências nefastas sobre a economia, distorcendo decisões de consumo e investimento, afetando os balanços das empresas e, principalmente, alterando preços relativos e ameaçando o cumprimento das metas de inflação.

O Copom entendeu que deviam ser adotadas medidas para que a formação dos preços no mercado de câmbio deixasse de apresentar as características de uma bolha especulativa. Essas medidas compreendem uma elevação no custo de carregamento de posições especulativas e a adoção da disposição de irrigar o mercado com recursos adicionais, oriundos de um reforço ao financiamento do balanço de pagamentos, com o objetivo de proporcionar liquidez adequada à formação das cotações e evitar a antecipação de demanda futura por razões defensivas ou precaucionais. Estas ações serão respaldadas pela implementação de importantes medidas de natureza estrutural, nas áreas tributária e bancária.

A taxa de inflação do IPCA acumula 2,42% até maio. Esse valor está acima do previsto em consequência (i) da elevação de preços de alimentos nos primeiros cinco meses, ao contrário do que seria de esperar com a entrada da safra agrícola, (ii) do aumento dos preços administrados que superou as projeções do modelo em 4,2% e (iii) o repasse parcial da depreciação cambial. Além disso, as medidas de núcleo de inflação continuam em patamar elevado e espera-se elevação de preços administrados de 13,1% em média. O Copom avaliou que a perspectiva de uma inflação consideravelmente acima de 4% em 2001 representa risco elevado para o cumprimento da meta. Em contrapartida, observou-se que, na ausência de uma espiral de depreciação cambial, a trajetória de inflação é hoje consistente com a meta de 3,5% para 2002.

Com base no descrito acima, o Copom concluiu que a persistência das pressões já existentes sobre a taxa de inflação e o potencial efeito de um processo instável da depreciação da taxa de câmbio sobre os preços recomendam reforço da política monetária na forma de uma elevação significativa da taxa de juros com o intuito de realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas. Duas propostas foram consideradas: um aumento das taxas de juros no topo das expectativas de mercado ou um aumento maior, com a indicação simultânea de viés de baixa. Optou-se pela segunda alternativa, que embora complexa, indicaria mais claramente uma postura pró-ativa na busca da reversão do quadro em vigor. O viés de baixa foi introduzido no entendimento de que as medidas que seriam anunciadas poderiam contribuir para uma rápida reversão das expectativas inflacionárias.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade elevar a meta da taxa Selic para 18,25% ao ano, com viés de redução.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 17 de julho, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Notas da 61ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18.7.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 17) e 20º andar (no dia 18) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:00 h dia 17 e 17:48 h dia 18

Horário de término: 19:21 h dia 17 e 20:01 h dia 18

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 17)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (Depec)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Demais participantes (todos presentes no dia 17)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (Asimp)

Fábia Aparecida de Carvalho - Grupo de Comunicação Institucional

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.

Atividade econômica

A atividade econômica interna continuou apresentando sinais de desaceleração no final do semestre, ratificando o cenário que prevalecia por ocasião da última reunião. Esse desempenho pode ser associado aos impactos decorrentes da crise energética e da instabilidade no cenário internacional, que promoveram deterioração nas expectativas dos agentes econômicos. No entanto, informações mais recentes relativas ao comportamento do consumidor indicam que a reação inicial excessivamente forte às perspectivas do impacto do racionamento sobre a atividade econômica já foi atenuada, o que proporcionou alguma recuperação nos indicadores gerais do comércio. Não obstante manteve-se o quadro de retração nas vendas de bens de consumo duráveis, especialmente eletroeletrônicos, afetados pela evolução desfavorável nas condições do crédito e pelos efeitos do racionamento de energia.

A atividade do comércio varejista em São Paulo, acompanhada pela Federação do Comércio de São Paulo (FCESP), apresentou crescimento de 0,2% em junho, após declinar 5,2% em maio, na série isenta de influências sazonais, situando-se em patamar 6,6% inferior ao de igual mês de 2000. A partir desse resultado, o crescimento acumulado no ano reduziu-se de 2,8%, até maio, para 0,9% no semestre. O índice de volume das vendas do varejo, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) com abrangência nacional, apresentou queda de 0,96% nos cinco primeiros meses do ano, ante igual período de 2000.

Os indicadores de inadimplência permaneceram em patamar sensivelmente mais elevados que o registrado em 2000, embora as comparações mensais revelem estabilidade ou declínio. No Serviço

de Proteção do Crédito (SPC) da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) a taxa líquida de inadimplência, que desconta os cancelamentos dos novos registros no cadastro do SPC, atingiu 7,6% em junho, registrando média de 8,9% no primeiro semestre de 2001, ante média de 6,8% em igual período do ano anterior. A relação entre o número de cheques devolvidos e compensados atingiu 5% em junho, apresentando média de 4,7% nos primeiros seis meses do ano, enquanto a média no primeiro semestre do ano precedente situara-se em 3,6%.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), mensurado pela FCESP, demonstrou que, em julho, o comportamento dos consumidores ainda refletia a deterioração dos indicadores econômicos, sobretudo externos, e a crise energética, fatores que já haviam exercido influência negativa expressiva no índice de junho. Assim, o IIC alcançou 90,87 em julho, ante 81,70 no mês anterior. Embora mantendo-se ainda na faixa de pessimismo, houve recuperação tanto nas intenções atuais quanto nas futuras.

A produção industrial, conforme a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, apresentou queda pelo terceiro mês consecutivo em maio, com redução de 1,5%, após a retirada das influências sazonais da série. Esse declínio reduziu o crescimento acumulado no ano de 7,1%, registrado no primeiro trimestre, para 6,2% nos cinco primeiros meses do ano. Apesar do resultado, o nível de utilização da capacidade instalada, calculado pela CNI com base em informações de doze estados, manteve-se estável entre abril e maio. A expectativa é de que em junho tenha havido novo declínio da produção da indústria, perspectiva fundamentada nas contrações registradas na produção de autoveículos e de máquinas agrícolas, bem como na expedição de papelão ondulado.

No entanto, os indicadores de crédito, investimento e emprego ainda não refletem de forma significativa os sinais de desaceleração.

O saldo total das operações de crédito, em maio, alcançou R\$347,3 bilhões, com crescimento de 1,8%. Estima-se que esses créditos venham a apresentar diminuição expressiva em junho, como resultado do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais que visa adequar a situação patrimonial dessas instituições, sensibilizando o montante do crédito direcionado. Como consequência, a participação dos créditos contratados com recursos livres no crédito total deverá elevar-se significativamente.

O estoque de crédito das operações contratadas pelo sistema financeiro com recursos livres registrou crescimento de 2,8% em junho, decorrente do incremento de 2,5% no saldo das operações com pessoas jurídicas e de 3,3% no saldo das operações realizadas com pessoas físicas. Em relação aos novos créditos, no mesmo período, as concessões médias diárias contratadas com as empresas cresceram 5,8% e as contratadas pelas famílias, 3,2%. Esse desempenho, após a queda observada no mês anterior, pode ser associado, parcialmente, à substituição de crédito externo por recursos internos, à redução na liquidez do crédito não bancário, que estimula a busca por crédito bancário, e à maior demanda por crédito rotativo pelas pessoas jurídicas e físicas. No que se refere às empresas,

a captação de recursos responde às necessidades de recomposição de fluxo de caixa, tendo em vista o arrefecimento da demanda e a conseqüente formação de estoques, e contribui para a adequação às novas condições de produção determinadas pela crise energética.

O comportamento dos investimentos, avaliado pela absorção de bens de capital e pela produção de insumos para a construção civil, permanece favorável. Embora a produção de bens de capital tenha contraído 2,3% e a de insumos para a construção, 2,7%, em maio, nas séries com ajuste sazonal, acumulam expansão de 19,1% e de 3,6% entre janeiro e maio, comparativamente a igual período do ano anterior. A absorção de bens de capital elevou-se 31,6% nos cinco primeiros meses do ano, apesar da contração de 6,7% em maio. Esse desempenho induziu à elevação da formação bruta de capital fixo como proporção do PIB de 18,6%, nos doze meses terminados em maio de 2000, para 19,4% em igual período de 2001. Destaque-se o crescimento na produção de bens de capital destinados à geração de energia elétrica de 8,2% em maio, ante abril, na série com ajuste sazonal, acumulando expansão de 37,1% nos cinco primeiros meses do ano.

O mercado de trabalho apresentou evolução favorável até maio. Os registros do Ministério do Trabalho e Emprego assinalaram crescimento de 3,1% no número de empregos com carteira assinada ao longo do ano, representando a criação de 465,4 mil postos de trabalho. A taxa de desemprego, calculada pelo IBGE com base em pesquisa domiciliar em seis regiões metropolitanas, elevou-se de 6,5%, em abril, para 6,9%, em maio, resultado do crescimento de 0,4% no número de ocupados, insuficiente para compensar a elevação de 0,8% da PEA. Registre-se que ao longo de 2001 as taxas mensais situaram-se sistematicamente abaixo das registradas em iguais meses de 2000.

A balança comercial voltou a apresentar superávit em junho, US\$ 277 milhões, refletindo, principalmente, o crescimento nas exportações, que acusaram média diária recorde US\$ 252 milhões. Assim, o déficit acumulado no primeiro semestre reduziu-se para US\$ 70 milhões. Nesse período, as importações expandiram-se em ritmo mais acentuado que o das exportações, inviabilizando a repetição do superávit do ano anterior. Destaque-se, no entanto, um arrefecimento do crescimento das exportações e das importações, com tendência mais acentuada nas importações, o que aponta melhora no resultado comercial no médio prazo.

O desempenho da economia mundial tem provocado impactos negativos nas exportações brasileiras por meio de redução da demanda e da queda nos preços internacionais de itens de alimentos e de matérias-primas comercializados pelo Brasil, refletindo-se desfavoravelmente nos termos de troca em abril e em maio na série dessazonalizada, com impactos diretos nas receitas do País. Em oposição a esse efeito, as exportações têm registrado elevados volumes de embarques de alguns itens da pauta, como soja, frango, carnes e açúcar.

Os itens que pressionaram de forma mais intensa as importações nos primeiros seis meses de 2001 foram bens de capital e bens de consumo duráveis, especialmente automóveis. Ambos registraram

decréscimos em junho, comparativamente a maio, e mantém tendência de taxas de crescimento decrescentes quando comparados com as importações registradas em iguais meses de 2000. As importações de bens de capital aumentaram 25,6% no semestre e 3,9% em junho. As compras de matérias-primas e bens intermediários apresentaram comportamento semelhante, com expansão de 9,1% no semestre e contração de 1% em junho. A redução no nível de atividade esperado até o final do ano deve acentuar essa tendência de desaceleração das importações, mantendo a balança comercial em equilíbrio.

Os impactos da redução na oferta de energia elétrica sobre a evolução futura da produção estão associados à capacidade de racionalização e de auto-geração de energia, às transferências inter-setoriais e à substituição do uso de fontes energéticas. Adicionalmente, a expressiva adesão da população ao programa de racionamento e a superação das metas de economia no consumo residencial e comercial sugerem que os efeitos da crise de energia podem ser menores que o inicialmente projetado. Ainda assim, as expectativas sobre a evolução do PIB ao longo de 2001 já incorporaram o menor ritmo de expansão da atividade.

Em síntese, a desaceleração na indústria, em especial no setor de transformação, pode ser explicado, principalmente, pela redução da demanda em resposta à diminuição na confiança do consumidor, associada à elevação das taxas de juros e à redução dos prazos de financiamento, mas também pelas restrições representadas pela menor oferta de energia. Esse desaquecimento, no entanto, não impactou plenamente os investimentos, a demanda por crédito e o nível de emprego.

Preços

Os índices de preços ao consumidor, em junho, foram influenciados, principalmente, pela elevação dos preços administrados, pressões parcialmente atenuadas pela desaceleração na variação mensal dos preços dos alimentos. No atacado, os índices de preços traduziram, basicamente, os efeitos do comportamento do câmbio.

O IGP-DI cresceu 1,46% em junho, como resultado, basicamente, da elevação de 1,96% no IPA, ante elevação de 0,18% registrada em maio. Os preços no atacado, tanto os agrícolas como os industriais, repercutiram, de forma expressiva, a desvalorização cambial. Destaque-se os aumentos acentuados em ferro, aço e derivados, mecânica, material elétrico, matérias plásticas, cereais e grãos e lavouras para exportação.

O IPCA elevou-se 0,52% em junho, refletindo, principalmente, o aumento de 1,53% dos preços administrados, que representou 0,39 ponto de percentagem do índice. Nesse item destacou-se o aumento das tarifas de ônibus urbano no município de São Paulo, responsável por 0,23 ponto percentual da variação, o reajuste na taxa de água e esgoto (0,07 p. p.), no gás de bujão (0,03 p.p.)

e na tarifa do telefone fixo (0,04 p.p). Assinale-se que a elevação do IPCA no mês foi amenizada pela redução dos preços dos produtos farmacêuticos (-0,10 p.p.) e dos alimentos *in natura* (-0,13 p.p).

Nos índices de julho, deverão ser novamente relevantes os impactos das elevações dos preços administrados, principalmente telefone, combustíveis, energia elétrica e, em menor escala, ônibus urbano e interestadual. A esses fatores deve-se acrescentar a influência do aumento do salário mínimo, ocorrido em abril, que deverá refletir-se especialmente no IPCA, em função da defasagem de dois meses na incorporação das informações da Pesquisa Mensal de Emprego de maio. Em relação ao IPA, além da pressão resultante do aumento dos combustíveis, os efeitos da desvalorização cambial tenderão a mostrar-se importantes.

Ambiente Externo

A atividade econômica internacional manteve-se em processo de desaceleração. A economia dos Estados Unidos ainda não apresenta sinais de recuperação, embora as expectativas dos executivos tenham melhorado em junho. As perspectivas de retomada a partir do segundo semestre deste ano estão sendo postergadas para o último trimestre de 2001 e primeiro de 2002. As economias da Área do Euro não têm sido bem sucedidas na manutenção do ritmo de crescimento e também registram desaceleração, enquanto no Japão não são registrados sinais de recuperação. Na América Latina, as economias sofrem o impacto do frágil desempenho das principais economias mundiais e da crescente incerteza que cerca a trajetória da Argentina. Nesse contexto, os países do leste asiático também têm sido fortemente afetados pela redução no nível de demanda mundial, mas encontram-se menos desequilibrados internamente que nos anos 1997 e 1998.

Nos Estados Unidos a demanda permanece em desaceleração, embora em ritmo menos intenso. As vendas no varejo registraram, em junho, a sexta variação mensal positiva nos sete últimos meses, porém a trajetória da variação acumulada em 12 meses permanece declinante, de forma semelhante à das encomendas às fábricas e à do início de construção de residências. Reduziram-se os ritmos de expansão das exportações e, principalmente, das importações, de forma que o déficit comercial apresentou declínio entre outubro de 2000 e abril deste ano.

Nesse contexto, o produto interno bruto no primeiro trimestre cresceu 1,2%, relativamente ao trimestre anterior, série dessazonalizada e variação anualizada. A produção industrial registrou o nono mês consecutivo de contração, apresentando crescimento acumulado em 12 meses de 2,1%, comparativamente à expansão de 5,9% em outubro de 2000. A taxa de inflação permaneceu estável considerando-se as variações anuais dos preços ao consumidor em maio, 3,62%, e ao produtor em junho, 2,53%. Esse quadro estimulou o banco central a reduzir a meta de taxa de juros dos *fed funds* em 0,25 ponto percentual, situando-a em 3,75% ao ano a partir de junho, chamando a atenção para a fragilidade da economia. Os indicadores de expectativas de executivos apresentaram sinais de

melhora para os próximos meses, com elevações dos indicadores da NAPM para os setores manufatureiro e não-manufatureiro e do *Leading Indicators* do *Conference Board*.

A evolução econômica dos países que compõem a Área do Euro permaneceu apontando desaceleração no mês, enquanto a inflação ao consumidor continuou registrando elevação. As vendas ao varejo reduziram sua taxa de expansão anual de 2,1% para 1,5% entre março e abril. Após ligeira recuperação no primeiro trimestre, o saldo da balança comercial foi deficitário em US\$ 2,7 bilhões em abril, com a variação anual de 11,62% das importações superando a das exportações, 7,31%. A produção industrial apresentou variação mensal negativa em março e abril, o que reduziu sua expansão anual de 2,9% para 1,6%, na ordem. A inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado, elevou-se de 2,6% em fevereiro e março para 3,4%, em abril, permanecendo desde junho de 2000 acima da referência de 2% estabelecida pelo BCE. Em sua última reunião, o BCE manteve as taxas básicas de juros em 4,5% ao ano. As expectativas do setor empresarial nos três principais países da região permanecem indicando tendência de desaceleração econômica.

Na Argentina, os fundamentos macroeconômicos permanecem desenhando quadro de retração da atividade econômica. As vendas em supermercados e em *shopping centers*, assim como o Indicador de Atividade de Construção Civil, retraíram-se, em maio, comparativamente a igual período do ano anterior. No setor externo, a balança comercial apresentou superávit de US\$ 1,2 bilhão, no período janeiro-maio, resultado semelhante ao obtido no ano de 2000. Os Indicadores de oferta confirmam o quadro de recessão. O PIB, no primeiro trimestre, declinou 0,2% relativamente ao trimestre anterior e a produção industrial contraiu, em maio, 1,3% na comparação com abril. Os resultados fiscais evidenciam as dificuldades em atender as metas pactuadas em acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Em maio, o déficit global alcançou US\$ 4,9 bilhões, US\$ 39 milhões abaixo da meta estabelecida para o primeiro semestre.

A ausência de sinais de reativação econômica, o quadro fiscal e a crise política contribuíram para o agravamento da percepção de risco em relação a economia argentina, tornando mais elevadas as taxas de juros cobradas nas colocações de Letras do Tesouro (Letes). Nesse contexto, o governo anunciou programa de política fiscal que busca atingir déficit igual a zero, incluindo medidas de redução dos salários do funcionalismo público e aumento na alíquota do Imposto sobre Transações Financeiras. Entretanto, as incertezas quanto ao apoio político a esse programa ainda não promoveram alterações substantivas na trajetória das taxas de juros domésticas e do risco soberano argentino.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A decisão da última reunião do Copom, de elevar em 150 pontos a meta da Taxa Selic e adotar o viés de baixa, conjugada ao anúncio, no dia posterior à reunião, de medidas relacionadas ao mercado de câmbio e ao balanço de pagamentos levaram, num primeiro momento, a uma redução da inclinação

da curva de juros para prazos curtos. O “spread” entre a taxa para três meses e a Taxa Selic baixou de 410 para 190 pontos. Observou-se também um deslocamento paralelo para baixo na curva, de aproximadamente 80 pontos, para prazos superiores. Com o agravamento das incertezas na Argentina, a curva passou a apresentar sucessivos deslocamentos para cima. O último deslocamento considerado, entre 3 e 16 de julho, mostrou um forte aumento da inclinação para prazos inferiores a 90 dias: o “spread” entre o DI futuro de outubro (vencimento mais líquido) e a taxa Selic se elevou de 340 para 660 pontos.

Houve seis ofertas públicas de NBCE liquidadas entre 20 de junho e 17 julho, sendo três delas com prazo de um ano, duas com prazo de dois anos e uma de 5 anos. As taxas médias resultantes oscilaram entre 8,32% ao ano e 13,20% ao ano. As relações demanda/oferta apresentadas foram, em média, de 1,7 para as colocações de rolagem e de 1,5 para as de demanda por “hedge”. Ressalte-se que, na última oferta para rolagem realizada em 12 de julho, a relação demanda/oferta caiu para 1,2.

Houve três ofertas de títulos prefixados, com prazo de cinco meses, liquidadas entre 20 de junho e 17 julho. As taxas médias situaram-se em 22,02% ao ano no primeiro leilão, 20,70% ao ano no segundo e 21,88% ao ano no último. O total liquidado alcançou R\$ 5,6 bilhões e a relação demanda/oferta média foi de 1,7. No início de julho, o Tesouro decidiu interromper as vendas de LTN, diante do aumento da volatilidade observada no mercado de juros.

As quatro ofertas de LFT liquidadas no período totalizaram R\$ 17,8 bilhões. Os títulos foram oferecidos com cinco anos de prazo e deságios médios crescentes, entre 0,14% e 0,29% ao ano. No dia da reunião do Copom, 18 de julho, foi liquidada a oferta de LFT realizada na véspera, tendo sido vendidos integralmente títulos de cinco anos, ao deságio médio de 0,31% ao ano, alcançando um financeiro de R\$ 3,5 bilhões.

O prazo médio de emissão dos títulos públicos federais se reduziu de 43,8 meses em maio para 32,4 meses em junho. Essa redução está associada ao aumento do volume de colocações de NBCE, essencialmente de um ano, e de LTN, de cinco meses, além da redução do prazo das ofertas de NTN-C, de 20 anos, em maio, para sete anos, em média, em junho.

No mesmo período, o prazo médio do estoque da dívida mobiliária cresceu de 33,6 para 35,2 meses. Essa elevação ocorreu devido ao expressivo volume de resgates de LFT, que foi quase que integralmente substituído por colocações, via oferta pública, com prazos de 61 meses e, via emissões diretas (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), com prazos de 41 meses.

Dentre os detentores de títulos federais, destacam-se as carteiras próprias das Instituições Financeiras, que passaram a ter uma participação superior à dos FIFs na dívida total em poder do público em julho. Em meados de julho, a participação das IFs atingiu 41%, contra 38% de participação dos

FIFs. Isso se deveu à ocorrência de resgates líquidos dos FIFs em maio, junho e julho e às colocações diretas de LFT para o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal em junho e julho.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e os seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de junho, medida pelo IPCA, registrou 0,52%, valor pouco acima do esperado para essa variável (0,46%);
2. considerando a curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*, a expectativa para o preço médio do barril no terceiro trimestre de 2001 foi reduzida para US\$25,5 no terceiro e US\$25,0 no quarto trimestre de 2001. A partir de 2002, considera-se a hipótese de que esses preços acompanhem a inflação de mercado;
3. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica em 2001 foi mantida em 20%. Para o conjunto de preços administrados, incluindo combustíveis, energia, transportes públicos, telefonia, IPTU e emprego doméstico, o reajuste total esperado manteve-se praticamente inalterado em 13%, com contribuição direta de 2,9 pontos percentuais para a inflação de 2001;
4. a hipótese para a inclinação da curva de juros doméstica é de 575 pontos no terceiro trimestre de 2001, declinando linearmente até 235 pontos no terceiro trimestre de 2002;
5. a hipótese para a trajetória da taxa de juros dos *fed funds* é de queda na taxa média até o final do ano, com elevação gradativa até o segundo semestre de 2002 e posterior estabilidade;
6. no cenário externo, considera-se que o aumento das incertezas elevará a média do prêmio de risco Brasil no terceiro trimestre de 2001 para os níveis prevalecentes na véspera do Copom, com reduções subsequentes nos trimestre seguintes, estabilizando-se no patamar de 600 pontos.

Em relação aos efeitos líquidos do choque de energia elétrica sobre a taxa de inflação, modelados a partir do impacto sobre a oferta e demanda agregada, foram mantidos os pressupostos anteriores.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, voltou a elevar-se em junho para 0,73%, por conta de aumentos distribuídos por várias categorias de produtos. No acumulado de 12 meses, este núcleo registra variação de 6,22%. O núcleo da inflação medida pelo IPC-BR, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, subiu de 0,52% para 0,56% entre maio e junho, acumulando 4,75% em 12 meses.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, elevou-se de 5,50% para 6,00%, e para 2002, de 3,82% para 4,00%.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior. Deve-se ressaltar que o desempenho fiscal tem possibilitado a geração de superávits primários acima das metas estabelecidas pela política fiscal.

Para a taxa de câmbio, foi considerada a trajetória que indica ligeira apreciação em relação ao nível que prevalecia às vésperas da reunião do Copom.

Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 18,25% ao ano aponta para uma inflação em torno do limite superior da meta para 2001. No entanto, para 2002, projeta-se uma inflação abaixo da meta de 3,5%.

Diretrizes de política monetária

A queda do ritmo de crescimento da demanda acentuou-se ao final do segundo e início do terceiro trimestres, a julgar pelos indicadores de comércio recentemente divulgados. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo declinou 6,2% em junho, ante igual mês do ano anterior e o índice nacional de expectativas do consumidor registrou expressivo decréscimo de 7,1% no segundo trimestre. A desaceleração na atividade econômica reflete o efeito de uma seqüência de choques que atingiram a economia brasileira, como a redução do ritmo de crescimento da economia mundial, a crise na Argentina e o choque de energia elétrica.

O desenrolar desses choques ao longo das últimas semanas merece destaque. A administração do uso de energia elétrica tem sido bem sucedida e as empresas e consumidores vêm demonstrando avanços consideráveis no processo de racionalização do seu uso. Há sinais de que o efeito negativo do racionamento de energia sobre a oferta da economia poderá ser menor do que o esperado. Neste sentido, observa-se que a desaceleração no ritmo de crescimento nos últimos meses não tem sido liderada pela queda da oferta, mas sim pela da demanda, dado o efeito dos diversos choques sobre as expectativas dos consumidores. Na Argentina, não obstante a implementação de um conjunto de medidas com vistas à melhoria nas contas públicas, no perfil da dívida pública e na competitividade da economia, os prêmios de risco observados no mercado financeiro mantêm-se elevados.

O crédito bancário continua em expansão, num ritmo menor que o observado anteriormente, mas ainda significativo. Na medida em que o ritmo de desaceleração do crescimento da demanda por bens e serviços tem sido mais pronunciado, a expansão continuada do crédito poderia estar refletindo

a substituição de outros créditos - entre outros, os créditos externos ou internos, mas não bancários - por crédito bancário no país. Neste caso, o crescimento observado no crédito não indicaria pressões adicionais sobre a inflação.

A depreciação da taxa de câmbio, desde o início do ano, pode ser atribuída aos diversos choques externos e internos e à percepção de piora no balanço de pagamentos. Neste sentido, apesar de não se descartar a possibilidade do processo de formação da taxa de câmbio apresentar uma parcela vinculada a uma dinâmica própria, é crescente a visão de que o comportamento da taxa de câmbio está vinculado a determinantes fundamentais, sendo alguns temporários. Objetivando reforçar o financiamento do balanço de pagamentos, o Banco Central decidiu anunciar que colocaria à venda US\$6,0 bilhões de forma uniforme, até o final do ano, respeitando-se os princípios que norteiam o regime de câmbio flutuante, que têm como base a continuidade da política monetária e cambial em vigor.

O potencial de repasse da depreciação cambial para os preços é um dos motivos que tem justificado a reação da política monetária, através da elevação da taxa de juros, para procurar neutralizar esses efeitos. As expectativas gerais de inflação, embora tenham sido revistas para cima, não acompanharam a velocidade da depreciação cambial, em linha com a expectativa de que uma parcela desta depreciação não será transmitida aos preços finais. De fato, a inflação medida pelo IPCA acumulou 2,96% no primeiro semestre do ano, influenciada principalmente pela evolução dos preços dos alimentos e dos preços administrados, já que os preços livres registraram aumentos menores.

No entanto, o núcleo de inflação, calculado pela metodologia de médias aparadas, tem se elevado nos últimos meses. A análise dos itens incorporados no cálculo do núcleo da inflação do mês de junho aponta para pressão sobre preços distribuída por várias categorias de produtos. Neste sentido, é importante que a política monetária permaneça vigilante de forma a evitar a propagação do realinhamento de preços resultante dos diversos choques e da depreciação cambial, neste e no próximo ano.

O Copom avaliou que as pressões sobre a taxa de inflação, o aumento do núcleo da inflação nos últimos meses e o risco do repasse cambial aos preços, inclusive via preços administrados, recomendam reforço da política monetária na forma de um aumento da taxa de juros para assegurar a convergência da inflação à trajetória de suas metas.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade elevar a meta da taxa Selic para 19,0 % ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 21 de agosto, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11

Notas da 62ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 21 e 22.8.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 21) e 20º andar (no dia 22) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:12 h dia 21 e 18:24 h dia 22

Horário de término: 19:36 h dia 21 e 20:13 h dia 22

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 21)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (Depec)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Demais participantes (todos presentes no dia 21)

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria

Thais Matos de Herédia - Assessor de Imprensa (Asimp)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional

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.

Atividade econômica

Estatísticas recentes sobre o nível de atividade confirmaram a continuidade, nos últimos meses, do processo de desaceleração econômica iniciada ao final do primeiro trimestre. Esse comportamento reflete a evolução do cenário econômico internacional, além dos impactos da crise de energia, e os seus efeitos sobre as taxas de juros e de câmbio.

Tais fatores fizeram-se sentir sobre as expectativas dos agentes econômicos. A deterioração nas expectativas dos empresários e consumidores, ao longo do segundo trimestre, fez com que os indicadores de demanda refletissem mais intensamente essa trajetória de ajuste da economia, exibindo variações negativas tanto nos resultados mensais das séries dessazonalizadas, como nas comparações com o mesmo mês do ano passado.

As informações sobre a atividade varejista em São Paulo, divulgadas pela Federação do Comércio do Estado (FCESP) ilustram esse comportamento. Em julho, com dados ainda preliminares, observou-se queda mensal de 5,5% na série isenta de influências sazonais, o quinto recuo consecutivo, acumulando variação negativa de 1,7% no ano. Na comparação com igual período de 2000, observou-se expansão nos primeiros três meses do ano e, a partir de abril, resultados negativos consecutivos, até julho.

O comportamento geral do comércio varejista reflete, principalmente, o fraco desempenho do segmento de bens duráveis (-2,8%), e do comércio automotivo (-11%) no ano, segundo a FCESP. As vendas das concessionárias, contudo, têm apresentado oscilações acentuadas nos resultados mensais devido a características peculiares, como promoções que vêm sendo efetuadas com o objetivo de diminuir o nível de estoques. No resultado dos últimos meses, destaque-se o comportamento distinto das vendas de supermercados, farmácias e perfumarias, com ligeira recuperação em junho e julho, após a queda verificada em maio. Pesquisa do IBGE, de abrangência nacional, também confirma o menor ritmo de atividade no comércio varejista no ano. Informações disponíveis para o primeiro semestre, indicaram que o volume de vendas no varejo apresentou declínio de 0,9% ante igual período de 2000.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), também pesquisado pela FCESP, recuou novamente em agosto, ao situar-se em 89,9, mantendo-se na faixa de pessimismo (abaixo de 100, em uma escala de 0 a 200). Note-se que entre seus dois componentes houve comportamento diverso, com ligeira recuperação nas intenções atuais, possivelmente pela constatação de que os efeitos do racionamento de energia não foram tão drásticos quanto se previra inicialmente, e nova queda nas intenções futuras, associada às expectativas mais pessimistas, face à queda da renda real e às piores condições do crédito ao consumidor.

Os resultados referentes ao PIB do segundo trimestre, divulgados pelo IBGE, confirmaram a desaceleração do nível de atividade, tendo sido registrado queda de 0,99% (com ajuste sazonal) ante o primeiro trimestre do ano. Embora o recuo do PIB pudesse ser antecipado, dada a presença de fatores desfavoráveis na conjuntura econômica do segundo trimestre, a magnitude da queda mostrou-se maior do que a esperada. Entre outros fatores, os fracos desempenhos da indústria de transformação e das comunicações, foram apontados como principais responsáveis pela frustração das expectativas em relação ao comportamento do PIB no período. Com o resultado, observou-se crescimento de 2,5% no primeiro semestre, comparativamente a 2000, consequência da evolução positiva de todos os setores, na mesma base de comparação.

Em grande parte, o comportamento do PIB refletiu a evolução do setor fabril. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, a produção da indústria apresentou, em junho, queda pelo quarto mês consecutivo, com redução de 1,2%, na série dessazonalizada. Dentre as categorias, observou-se queda mais expressiva na produção de bens de consumo duráveis e de bens intermediários. No semestre, a produção industrial cresceu 4,9% ante igual período do ano anterior, mas em junho o nível produtivo ficou abaixo do observado no mesmo mês de 2000, interrompendo uma sequência de taxas positivas iniciada em agosto de 1999.

O recuo na produção industrial resultou em menor utilização da capacidade instalada, tanto na pesquisa da CNI, referente ao mês de junho, com 80,1% ante 81,1% em maio, considerando dados dessazonalizados, quanto na Sondagem Conjuntural da FGV realizada em julho, que assinalou 81,1% ante 83,9% na pesquisa anterior, realizada em abril. As horas trabalhadas na produção recuaram 1,2% em junho, na série dessazonalizada da CNI, indicando a prioridade dessa alternativa no curto prazo para ajustar a retração na produção em relação ao corte de vagas, como confirmam os dados do mercado de trabalho.

De fato, os indicadores de emprego têm apresentado comportamento mais favorável do que o esperado. Assim, a taxa de desemprego situou-se em 6,38% em junho, ante 6,86% em maio, redução que decorreu da criação de 57 mil postos de trabalho, nas regiões metropolitanas pesquisadas, bem como da queda de 35 mil na População Economicamente Ativa (PEA). Informações do Ministério do Trabalho e do Emprego confirmaram a evolução favorável em junho. Considerando o emprego formal, houve crescimento de 0,15% (séries ajustadas sazonalmente) no mês, principalmente nos setores de serviços e de comércio. No setor fabril, entretanto, pesquisas industriais indicaram tendência de reversão desse comportamento, acusando redução do número de ocupações no setor, em junho.

A perspectiva delineada para a indústria para os próximos meses, de fato não se mostra favorável, segundo o Índice de Confiança do Empresário Industrial, divulgado pela CNI. Com periodicidade trimestral, o indicador mostrou declínio em julho, motivado basicamente pela crise energética e pela

persistência de altas na taxa de câmbio e nas taxas de juros. Há de se considerar, entretanto, que o processo de adaptação das empresas visando contornar as restrições impostas pela crise (instalações de geradores, intensificação das transações no mercado atacadista, entre outros) tende a evoluir favoravelmente em relação à situação observada no início do período de racionamento.

O estoque de crédito das operações contratadas pelo sistema financeiro registrou crescimento de 1,8% em julho. No mesmo período, o saldo das operações realizadas com recursos livres cresceram 2%, resultante da expansão de 2,4% nos créditos direcionados às pessoas jurídicas e de 1,4% às pessoas físicas. Esse crescimento deve ser associado à apropriação de rendimentos de contratações realizadas em períodos anteriores, uma vez que, no que se refere às novas concessões, observou-se queda acentuada, tanto nas médias diárias das operações contratadas pelas empresas bem como pelas famílias, 4,9% e 9,1%, respectivamente. A evolução das novas contratações reflete a contenção da demanda, tanto para consumo como para investimentos, diante da elevação do custo do crédito e maior seletividade por parte das instituições financeiras, associadas ao aumento das incertezas e da inadimplência.

Nas operações de crédito prefixadas com pessoas físicas, a proporção do atraso em relação ao saldo da carteira elevou-se no último trimestre, alcançando 6,5% em julho, nos atrasos de 15 a 90 dias, e 4,9% naqueles acima de 90 dias. No Serviço de Proteção ao Crédito da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) a taxa líquida de inadimplência atingiu 7,3% em julho, registrando média de 8,7% no ano, ante 6,3% em igual período de 2000. A relação entre os cheques devolvidos por insuficiência de fundos e os cheques compensados atingiu 5,1% em julho, mantendo-se, em média, em 5,8% no ano, patamar cerca de 30% superior ao verificado no mesmo período de 2000.

Em relação às transações externas, a balança comercial acusou superávit de US\$ 108 milhões em julho acumulando, no ano, resultado superavitário de US\$ 38 milhões. No entanto, em julho, considerando-se médias diárias, tanto exportações quanto importações recuaram, mantendo a tendência iniciada em maio de redução na taxa de crescimento relativamente a igual período do ano passado.

A queda das exportações em julho deveu-se, principalmente, aos produtos semimanufaturados, liderados por celulose, semimanufaturados de ferro e aço e alumínio em bruto, produtos mais afetados pelo racionamento de energia elétrica. O embarque de soja e farelo de soja foi prejudicado pelas fortes chuvas no principal porto de escoamento, Paranaguá, reduzindo-se o volume frente a julho de 2000, mas já se observa normalização em agosto. Destaque-se a continuidade na expansão dos embarques de carnes de frango, bovina e suína, além de fumo em folhas e milho, produto este que no ano passado enfrentou problemas na safra e não foi exportado.

Quanto às importações, apenas os bens de consumo duráveis apresentaram crescimento em julho, sobretudo pela importação de automóveis de passageiros. O arrefecimento do crescimento industrial

do país refletiu-se na redução das importações de matérias-primas e produtos intermediários, principalmente partes e peças e acessórios de equipamentos de transporte e, em menor grau, nas compras de bens de capital.

Relativamente aos investimentos no país, índice construído tendo-se em conta a absorção de bens de capital e a produção de insumos para a construção civil apresentou arrefecimento ao final do primeiro semestre, embora os indicadores acumulados no ano ainda apresentassem expansão. Com base nesse comportamento, a estimativa da formação bruta de capital fixo como percentual do PIB atingiu 19,3% em junho, ante 18,4% em igual mês de 2000, considerando-se o período de 12 meses. Destaque-se a continuidade no crescimento da produção de bens de capital destinados à geração de energia elétrica, acumulando expansão de 40,1% no primeiro semestre de 2001.

Em síntese, o nível de atividade observado nos últimos meses reflete a reação dos agentes a fatores adversos da conjuntura internacional e à crise de energia elétrica. Vale assinalar os mecanismos de ajuste a tais choques. Primeiramente, a rápida e substancial deterioração das expectativas que atingiram, sobremaneira, os gastos de consumo, principalmente de itens sensíveis ao crédito, que requerem o comprometimento de renda futura. Esse fato, associado à alta dos juros e à perspectiva de recrudescimento da crise argentina refletiram-se, em seguida, na produção industrial e nos fluxos de investimentos. Há de se notar três aspectos positivos nesse quadro. O primeiro, refere-se à evolução dos indicadores de emprego que, embora repercutam os choques adversos, o fazem de modo discreto. O segundo, refere-se ao comportamento dos preços, que não evidencia, como especulado inicialmente, aumentos generalizados decorrentes do choque de oferta. O terceiro, refere-se à recuperação, ainda que incipiente, do saldo comercial.

Preços

Os reajustes de preços administrados, influenciados em parte pela depreciação cambial, foram os principais fatores a determinar o comportamento da inflação em julho. Além disso, influenciaram os preços dos alimentos, que seguiram refletindo efeitos sazonais de entressafra, e o impacto da variação da taxa de câmbio em alguns produtos, como óleo de soja e derivados do trigo.

O IPCA variou 1,33% em julho, acumulando alta de 4,32% no ano e de 7,05% em 12 meses. Os produtos não alimentícios cresceram 1,52% no mês, influenciados principalmente pelos aumentos nos preços da gasolina e do gás de bujão e pelos reajustes nas tarifas de ônibus intermunicipal, de energia elétrica em São Paulo e Curitiba e de telefonia fixa em todo o país. Como resultado desses aumentos, os preços administrados, isoladamente, contribuíram com 0,9 ponto percentual na variação mensal do IPCA.

O IGP-DI registrou variação de 1,62% em julho, ante 1,46% em junho, acumulando 6,43% no ano e 10,78% em 12 meses. A variação de 1,93% do IPA - Índice de Preços por Atacado -, mantendo-se praticamente estável ante 1,96% em junho, foi a principal responsável pelo resultado do IGP-DI. O comportamento do IPA refletiu, notadamente, a desvalorização cambial recente, tendo se destacado, no resultado do mês, as variações dos grupos “Lavouras para Exportação” e “Oleaginosas”, entre os produtos agrícolas, e “Óleos e Gorduras”, “Farinhas e derivados” e “Combustíveis e lubrificantes”, entre os produtos industriais.

Ambiente externo

A perda de ritmo da atividade econômica nos Estados Unidos não apresenta sinais de reversão a curto prazo, contribuindo para a disseminação da desaceleração a outros países. Nesse contexto, a Área do Euro apresenta sinais de desaceleração e as possibilidades de retomada da economia japonesa no curto prazo tendem a ser minimizadas. As economias emergentes são afetadas pelo impacto negativo direto da redução da demanda externa e pela mudança desfavorável na percepção de risco dos investidores internacionais.

Estimativas oficiais do desempenho do PIB dos Estados Unidos apontam expansão de 0,7% no segundo trimestre do ano, relativamente ao primeiro, na série dessazonalizada e variação anualizada, refletindo ajuste nos estoques industriais e redução no ritmo do consumo e das exportações. A demanda interna permanece em trajetória descendente, com vendas no varejo, encomendas às fábricas e crédito ao consumidor decrescendo em julho 0,1%, 2,4% e 0,1%, respectivamente, ante o mês anterior, nas séries dessazonalizadas. Os investimentos tendem a permanecer contraídos, com a produção de bens de capital decrescendo ao longo dos primeiros sete meses do ano e as encomendas de novos equipamentos de telecomunicações e computadores significativamente negativas em junho. As expectativas pouco favoráveis dos empresários e dos consumidores sinalizam, em conjunto com as demais variáveis analisadas, a tendência de postergação da recuperação da economia relativamente às expectativas iniciais.

A produção industrial decresceu em julho, pelo décimo mês consecutivo, reduzindo a expansão acumulada em 12 meses para 1,7%, após ter atingido 5,9% em outubro de 2000. Embora o ajuste dos estoques, expressivamente elevados em 2000, tenha sido parcialmente realizado, as perspectivas de elevação da produção são reduzidas, uma vez que as expectativas de crescimento da demanda são frágeis, refletindo a deterioração do mercado de trabalho, a contração nos lucros das empresas e a desaceleração do ritmo de atividade nos demais países, o que influencia negativamente as exportações. Os índices de preços no atacado e ao consumidor em julho apresentaram variação negativa, que pode ser associada às evoluções do preço internacional da energia e ao preço interno da gasolina, mas também reflete a redução na demanda.

As economias da Área do Euro têm apresentado tendência de redução na taxa de crescimento das vendas no varejo, o que tem contribuído, juntamente com o desempenho das exportações, para a contração na produção industrial. Assim, o produto da indústria decresceu em quatro dos primeiros seis meses do ano, situando-se, em junho, 1,4% acima do registrado em igual período do ano anterior. O desempenho mais frágil dessas economias tem-se refletido na trajetória dos índices de preços, que descrevem movimento descendente, respondendo também aos menores preços do petróleo. Nesse contexto, os indicadores de confiança das três principais economias seguem decrescendo, situando-se em 90 na Alemanha (IFO) e 93 na Itália (ISAE), em junho, e em 99 na França, em julho, após situarem-se, no mês precedente, em 92, 95 e 102, respectivamente.

A economia japonesa permanece sem sinalizar recuperação. Em junho, as encomendas às fábricas contraíram-se 18,7%, relativamente ao mês anterior, série com ajuste sazonal, e o início de construção habitacional decresceu 10,5%, na comparação com igual mês do ano precedente. O comércio exterior apresentou saldo de US\$ 5,3 bilhões em junho, 50% inferior ao registrado no mesmo mês de 2000, com tendência de contração das exportações e de deterioração do saldo, quando consideradas as variáveis acumuladas em 12 meses. A produção industrial decresceu 0,7% em junho, quinta contração no primeiro semestre do ano, situando-se 8,7% abaixo do patamar registro em junho do ano anterior. Em virtude desse quadro, o Banco Central do Japão elevou a liquidez disponível ao sistema financeiro de 5 trilhões de ienes para 6 trilhões de ienes, em reunião em 14 de agosto, bem como elevou o volume de compras de títulos públicos de longo prazo de 400 bilhões de ienes para 600 bilhões de ienes por mês. Assinale-se que o iene tem apresentado tendência de valorização frente à moeda norte-americana à medida que as perspectivas de alongamento da desaceleração nos Estados Unidos tornam-se mais evidentes.

Em resumo, a despeito das ações adotadas visando reverter o quadro de desaceleração do nível de atividade nas economias desenvolvidas, não se observam, até o momento, sinais claros que isso venha a ocorrer até o final do ano.

Na Argentina o congresso aprovou o programa de déficit zero e o governo busca manter a credibilidade em sua capacidade de recuperar a economia. Os indicadores de demanda e de produção não sugerem retomada do nível de atividade, mas o resultado fiscal de junho contribuiu positivamente para o atendimento da meta estabelecida com o Fundo Monetário Internacional em dezembro. Assinale-se o saldo comercial de US\$ 767 milhões em junho, acumulando superávit de US\$ 2 bilhões no primeiro semestre do ano, ante saldo positivo de US\$ 1,2 bilhão em 2000. Esse resultado reflete expansão de 6% das exportações e contração de 19% das importações.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A decisão do Copom, em sua última reunião, de elevar a meta para a Taxa Selic em 75 pontos-base não provocou mudanças significativas na curva de juros. No período posterior, o anúncio do novo acordo do Brasil com o FMI e a divulgação de dados que indicam a desaceleração da atividade econômica constituíram os principais fatores responsáveis pelo deslocamento para baixo da curva de juros. Entre 16 de julho e 20 de agosto, observou-se uma significativa redução da inclinação da curva para prazos inferiores a 90 dias. O “spread” entre a Taxa Selic e o DI futuro de outubro reduziu-se de 660 para 140 pontos-base, revertendo a expectativa de um eventual choque de juros no curto prazo. Para prazos superiores a 180 dias, o deslocamento atingiu cerca de 150 pontos-base.

O Banco Central manteve a estratégia de rolagem integral do principal acrescido dos juros finais para os títulos cambiais. No início de agosto, ofertou títulos de um ano de prazo para girar um vencimento de R\$ 1,1 bilhão. Para o vencimento de R\$ 5,2 bilhões, em 16 de agosto, foram efetuadas três ofertas de NBCE de cinco anos (totalizando 68% daquele volume), e uma última oferta de títulos de um ano, quando a demanda mostrou-se atendida para prazos mais longos. As taxas médias resultantes para as NBCE de um ano foram de 7,62% e 6,38% ao ano. Para as notas de cinco anos, a taxa média de colocação foi de 12% ao ano.

As cinco ofertas de LFT liquidadas entre 19 de julho e 22 de agosto totalizaram R\$ 12,0 bilhões e a relação demanda/oferta média atingiu 1,25. Os títulos foram oferecidos com cinco anos de prazo e apresentaram tendência crescente dos deságios máximos, de 0,34% a 0,42% ao ano.

No início de agosto, o Tesouro decidiu voltar a ofertar LTN, diante da melhora das expectativas decorrente do novo acordo do Brasil com o FMI. Houve três ofertas de títulos prefixados, com prazo de cinco meses. O total liquidado alcançou R\$ 3,2 bilhões e a relação demanda/oferta média foi de 2,2.

Considerando as liquidações financeiras entre 18 de julho e 21 agosto, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 10,5 bilhões, determinado por operações com títulos do Tesouro Nacional. Destacaram-se os resgates líquidos de R\$ 5,7 bilhões de LTN e de R\$ 4,2 bilhões de LFT.

Para um total de 25 dias úteis, o Banco Central atuou em seis oportunidades no mercado aberto, com o objetivo de administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Em cinco intervenções, houve venda de títulos federais, com compromisso de recompra, com taxas máximas de 18,90% ao ano, sendo que o volume médio nas intervenções atingiu R\$ 3,5 bilhões. Houve ainda uma compra de títulos federais, com compromisso de revenda, de R\$ 4,0 bilhões, à taxa mínima de 19,05% ao ano.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e os seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de julho, medida pelo IPCA, registrou 1,33%, valor pouco acima da inflação esperada;
2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para o preço médio do barril foi reduzida para US\$24,9 no terceiro e US\$24,5 no quarto trimestre de 2001. A partir de 2002, considera-se a hipótese de que os preços dos derivados no mercado interno acompanhem a inflação de mercado;
3. a definição de preços administrados foi alterada para incluir um conjunto ampliado de itens com peso de 29,9% no IPCA (anteriormente, a projeção baseava-se num conjunto com peso de 22,6%, que basicamente incluía itens para os quais tinha-se maior facilidade de projeção). Para esse conjunto de preços, o reajuste esperado em 2001 foi mantido relativamente estável em 10% em agosto, ante 10,5% em julho. A variação desses preços de janeiro a julho acumula 6,7%, e outros 3,1% são esperados para o restante do ano. A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 2,9% para a inflação do ano, ante 3,0% previstos em julho;*
4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica em 2001 foi mantida em 20%;
5. projeta-se uma inclinação para a curva de juros doméstica - definida pela diferença entre as taxas *swap* de 180 dias e a Selic de um dia - com média abaixo de 500 pontos-base no terceiro trimestre de 2001, que declina linearmente para uma média pouco acima de 200 pontos-base no segundo trimestre de 2002, e posterior estabilidade;
6. a hipótese para o comportamento da taxa de juros dos *fed funds* foi alterada passando a incorporar uma trajetória que prevê queda na taxa média até o final do ano e ligeira elevação a partir do segundo trimestre de 2002, em linha com as projeções do mercado futuro para a taxa;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco - medido pela diferença entre o rendimento ajustado do Bônus Global emitido pelo Brasil e os títulos do Tesouro dos Estados Unidos, ambos com duração de aproximadamente 4 anos - foi revista passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 600 pontos a partir do segundo trimestre de 2002.

As hipóteses se refletem numa taxa de câmbio estável ao redor dos níveis atuais em 2001 e apreciação gradual em 2002.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, declinou ligeiramente em julho para 0,65%. No acumulado de 12 meses, este núcleo registra variação de 6,3%. O núcleo da inflação calculado por exclusão dos preços administrados e dos alimentos, registrou aumento de 0,49% em julho, com variação acumulada em 12 meses de 4,00% em julho ante 3,78% no mês anterior.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, elevou-se de 6,0% para 6,3%, e para 2002, de 4,0% para 4,5%.

O desempenho fiscal tem superado as metas atualmente em vigor para a política fiscal e, ainda, está em linha com a nova proposta de obtenção de um superávit fiscal equivalente a 3,35% do PIB em 2001 e 3,5% em 2002.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 19,0% ao ano aponta para uma inflação pouco acima de 6% para 2001. No entanto, para 2002, projeta-se uma inflação abaixo da meta de 3,5%.

Diretrizes de política monetária

Estatísticas recentes e outras evidências sobre o nível de atividade confirmaram a continuidade, nos últimos meses, do processo de desaceleração econômica iniciada ao final do primeiro trimestre. Esse comportamento reflete o impacto do cenário econômico internacional e da crise de energia sobre as expectativas e a economia doméstica.

A contribuição dos diversos fatores para a desaceleração da economia é de difícil mensuração. Entretanto, a redução da demanda agregada parece ter sido o principal fator responsável pelo pior desempenho da economia, se comparada com a restrição da oferta agregada decorrente da crise energética. A queda da demanda pode ser explicada pela piora do cenário externo, pelos reflexos da crise energética sobre as expectativas e pela postura recente da política monetária. A percepção de que a desaceleração da economia mundial deverá ser mais longa do que se acreditava no início do ano, em conjunto com os desdobramentos da crise da Argentina, contribuíram para a revisão para baixo das expectativas de crescimento da economia brasileira, com impacto negativo sobre a demanda

agregada. As expectativas foram também influenciadas pela crise energética, que afetou a confiança dos consumidores e empresários. A atuação da política monetária, além do impacto direto do aumento da taxa de juros sobre a demanda, refletiu também nas expectativas de mercado, evidenciado pelo aumento da inclinação da curva de juros desde março. A mudança das expectativas acelerou o impacto da política monetária. Este desaquecimento da demanda pode exercer pressão de baixa sobre a taxa de inflação em 2001 e 2002.

Apesar desse quadro de desaquecimento favorecer uma queda da inflação no futuro próximo, o comportamento da taxa de câmbio continua sendo uma fonte de preocupação. Ainda há riscos de ocorrerem repasses da taxa de câmbio para os preços domésticos decorrentes da depreciação acumulada desde o início do ano. Os riscos de repasse são mais intensos, a medida que se percebe a depreciação como permanente e a demanda se recupere.

No curto prazo, as incertezas que pairam sobre o mercado cambial ainda não se dissiparam. No médio prazo, dada a natureza transitória dos vários choques e a reação da política econômica é razoável supor-se uma melhora do Balanço de Pagamentos. Além disso, com vistas a minorar o impacto da conjuntura internacional desfavorável e de eventuais desdobramentos adversos sobre a economia, o governo brasileiro conta com o novo programa com o FMI que envolve recursos da ordem de US\$ 15 bilhões.

O núcleo de inflação, embora tenha apresentado ligeiro recuo, continua em nível elevado. A análise dos itens incorporados no cálculo do núcleo da inflação do mês de julho aponta para pressão sobre preços distribuída por várias categorias de produtos. Em 2001, a variação do IPCA até julho acumula 4,32%, liderada pela evolução dos preços administrados (6,7% com contribuição para o IPCA de 2,0%). O conjunto de preços livres aumentou 3,3% (com contribuição para o IPCA de 2,4%), sendo que os alimentos subiram 5,1% (com contribuição para o IPCA de 0,9%). As expectativas de inflação podem vir a estabilizar-se. A variação acumulada do IPCA e a projeção da contribuição dos preços administrados para o IPCA no restante do ano (0,92%) indicam que a inflação pode ficar pouco acima de 6% em 2001. Para 2002, as projeções geradas por diversos exercícios de simulação do modelo estrutural do Banco Central, construídas a partir da trajetória de juros constante, indicam uma inflação confortavelmente abaixo da meta.

O Copom avaliou que, se por um lado a desaceleração da atividade econômica exerce pressão baixista sobre a previsão de inflação, ainda a ser confirmada, por outro lado o aumento do núcleo da inflação nos últimos meses e os riscos ainda existentes de pressões para repasses da depreciação recente sobre a taxa de inflação, inclusive via preços administrados, recomendam cautela na administração da política monetária. Nessas circunstâncias, o Copom concluiu que a política monetária encontra-se adequada para assegurar a convergência da inflação às suas metas.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 18 de setembro, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

*Nota explicativa: É importante ressaltar que os preços administrados se caracterizam por não refletir diretamente as condições de oferta e demanda da economia.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao setor externo

Portaria Interministerial MAA/MDIC 218 de 7.5.2001 - alterou a Portaria Interministerial MAA/MDIC 197/2000 sobre a política de retenção do café, a qual passa a ser comprovada pela existência, em poder do Governo Federal, de Certificados de Retenção ou Termos de Anuência de Produtor. Os exportadores não terão mais de apresentar o certificado de registro de retenção, provando que recolheram aos armazéns oficiais 20% do volume exportado. A partir de agora, os recursos serão deslocados para que os próprios produtores façam a retenção.

Resolução Camex 14, de 10.5.2001 (Ex-tarifários) - alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital (BK) e Bens de Informática e Telecomunicações (BIT) que especifica.

Resolução Camex 15, de 10.5.2001 - fixou em 9% a alíquota do Imposto de Exportação de couros e peles, inclusive para os países do Mercosul.

Portaria MDIC 56, de 16.5.2001 (Ex-tarifários) - criou o Comitê de Análise de Ex-tarifários (CAEx), cuja atribuição é analisar os pleitos de redução do Imposto de Importação para Bens de Capital (BK) e Bens de Informática e Telecomunicações (BIT), suas partes, peças e componentes sem produção nacional.

Medida Provisória 2.149, de 29.5.2001 - autorizou a criação de mecanismo de compensação destinado a viabilizar a manutenção de preços constantes para o gás natural, e dá outras providências.

Resolução Camex 13, de 10.5.2001 (Ex-tarifários) - alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os componentes dos Sistemas Integrados que especifica, somente se aplicando este tratamento tarifário quando se tratar da importação da totalidade dos componentes especificados em cada sistema, a serem utilizados em conjunto na atividade produtiva do importador.

Resolução Camex 17, de 6.6.2001 - determinou que os produtos classificados no capítulo 93 (armas e munições) da Nomenclatura Comun do Mercosul (NCM), quando exportados para a América do Sul e América Central, inclusive Caribe, ficam sujeitos à incidência do Imposto de Exportação à alíquota de 150%.

Resolução ANVS-RDC 118, de 11.6.2001 - proibiu, em todo o território nacional, transitoriamente e em caráter de emergência, o ingresso, a comercialização e a exposição ao consumo, de produtos para uso em seres humanos, contendo matéria-prima originária de animais ruminantes das espécies bovina, ovina, caprina, bubalina e de ruminantes silvestres, provenientes do Reino Unido, da República da Irlanda, Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Itália, Liechtenstein, Luxemburgo, Holanda, Portugal e Suíça.

Resolução Camex 18, de 12.6.2001 (Ex-tarifários) - alterou, para zero por cento, na condição de ex-tarifários especiais, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os equipamentos destinados à produção de energia que especifica.

Resolução Camex 20, de 26.6.2001 - autorizou a importação, em regime de admissão temporária, sem cobertura cambial, dos equipamentos destinados à produção de energia especificados, na condição de usados.

Resolução Camex 21, de 26.6.2001 (Ex-tarifários) - autorizou, para 4% as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os componentes dos Sistemas Integrados (SI), somente se aplicando este tratamento tarifário quando se tratar da importação da totalidade dos componentes especificados em cada sistema, a serem utilizados em conjunto na atividade produtiva do importador.

Resolução Camex 22, de 26.6.2001 (Ex-tarifários) - autorizou, para 4% as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os bens de capital e os bens de informática e telecomunicações que especifica.

Resolução Camex 23, de 26.6.2001 (Ex-tarifários) - autorizou, para 4%, até 31.8.2001, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os bens de capital e os bens de informática e telecomunicações relacionadas no Anexo I da Resolução.

Medida Provisória 2.202 de 28.6.2001 - dispõe sobre o ressarcimento das contribuições para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - (PIS/Pasep) e para a Seguridade Social - (Cofins) incidentes sobre insumos utilizados na fabricação de produtos destinados à exportação.

Decreto 3.854, de 29.6.2001 - dispõe sobre a execução do Segundo Protocolo Adicional ao Acordo de Complementação Econômica 39, entre os Governos do Brasil e da Colômbia, do Equador, do Peru e da Venezuela (Comunidade Andina), de 11.4. 2001.

Circular 3.043, de 29.6.2001 - alterou o Regulamento sobre o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos. A partir de 1.7.2001, os instrumentos de pagamentos devem ser registrados no Sisbacen até 15 dias corridos a data de sua emissão ou de seu aval.

Decreto 3.880, de 1.8.2001 - reduziu para zero por cento as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação relativo aos produtos (saís para a produção de medicamentos) descritos nos códigos relacionados no anexo deste decreto.

Resolução Camex 26, de 25.7.2001 - alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os componentes dos Sistemas Integrados (SI), somente se aplicando este tratamento tarifário quando se tratar da importação da totalidade dos componentes especificados em cada sistema, a serem utilizados em conjunto na atividade produtiva do importador.

Resolução Camex 27, de 16.8.2001 - Divulgou a nova Lista de Exceções à Tarifa Externa Comum.

Decreto s/n de 21.8.2001 - criou, no âmbito da Câmara de Comércio Exterior (Camex), o Grupo Interministerial de Propriedade Intelectual, disciplina sua composição e funcionamento, e dá outras providências.

Decreto 3.900, de 29.8.2001 - criou a Comercializadora Brasileira de Energia Emergencial (CBEE) e dá outras providências.

Resolução Camex 28, de 29.8.2001 - excluiu do acréscimo temporário de dois e meio pontos percentuais, de que se trata o Decreto 3.704, de 27.12.2000, as alíquotas do Imposto de Importação dos produtos (saís para a produção de medicamentos) com os códigos indicados no Anexo desta Resolução.

Resolução Camex 30, de 29.8.2001 - alterou, para zero por cento, na condição de ex-tarifário especial, a alíquota *ad valorem* do Imposto de Importação incidente sobre o seguinte produto: 8473.30.49 Bens de Informática e Telecomunicações (BIT), “Ex” 004 - Placas controladoras da unidade de disco rígido, com componentes eletrônicos.

Resolução Camex 31, de 29.8.2001 - alterou, para 4%, até 31.12.2001, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os bens de capital e os bens de informática e telecomunicações relacionados no anexo desta Resolução, objeto de solicitação de renovação de concessão de ex-tarifário, conforme dispõe o art 4º da Resolução Camex 14, de maio de 2001.

Medidas de política fiscal

Medida Provisória 2.155, de 22.6.2001 - estabeleceu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais e autorizou a criação da Empresa Gestora de Ativos (Emgea). O Programa contempla medidas para reestruturação patrimonial do Banco do Brasil, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste e Caixa Econômica Federal. Por sua vez, a Emgea terá por objetivo

adquirir bens e direitos da União e das demais entidades integrantes da administração pública federal.

Medida Provisória 2.211, de 29.8.2001 - modifica as metas e as projeções fiscais para os períodos de 2002 a 2004, que haviam sido divulgadas pela Lei 10.266, de 24.7.2001 (LDO/2002):

- o superávit primário do Governo Central para 2002, inicialmente fixado em R\$26,4 bilhões (2% do PIB), foi alterado para R\$29,2 bilhões (2,24% do PIB);
- para as empresas estatais foi fixado superávit primário de R\$7,5 bilhões (0,57% do PIB), ante R\$5,3 bilhões (0,4% do PIB) previstos inicialmente - Lei 10.266/2001;
- somando-se os dois segmentos, o superávit primário para 2002 se elevou de R\$31,7 bilhões (2,4% do PIB) para R\$36,7 bilhões (2,81% do PIB). Com isto, as projeções apontam para um superávit primário de 3,5% do PIB para o setor público consolidado em 2002.

Lei Complementar 110, de 29.6.2001 - estabeleceu providências para a complementação da correção monetária do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) (16,64% referentes ao Plano Verão, de janeiro de 1989, e 44,8% referentes ao Plano Collor I, de março de 1990). A lei contempla as seguintes providências:

- a) instituição de contribuições sociais devidas pelos empregadores, à alíquota de 10% sobre o montante dos depósitos devidos durante a vigência do contrato de trabalho, em caso de demissão de empregado sem justa causa e, à alíquota de 0,5% sobre a remuneração devida, no mês anterior, a cada trabalhador;
- b) estabelecimento de percentuais de redução de 0%, 10% e 15%, sobre o total do complemento de atualização monetária devido aos trabalhadores, mediante expressa concordância do titular da conta vinculada;
- c) definição da forma e dos prazos para a efetivação dos créditos de atualização monetária nas contas vinculadas;
- d) determinação da participação solidária da união no pagamento do passivo das contas do FGTS;

- e) estabelecimento de prioridade no pagamento da atualização monetária para aposentados, acidentados e portadores de Síndrome da Imunodeficiência Adquirida (AIDS) e câncer.

Medida Provisória 2.202, de 28.6.2001 - adotou procedimentos com vistas ao ressarcimento dos Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - (PIS/Pasep) e para a Seguridade Social - (Cofins) incidentes sobre insumos utilizados na fabricação de produtos destinados à exportação. A medida introduz forma de cálculo do crédito presumido do Imposto sobre Produtos Industrializados, possibilitando determinar, com maior precisão, o montante a ser ressarcido ao produtor exportador, relativamente à incidência das mencionadas contribuições nas fases de produção e comercialização anteriores.

Lei Complementar 111, de 6.7.2001 - regulamentou o Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza, instituído pela Emenda Constitucional 31, de 14.12.2000. Os principais tópicos da lei se referem a :

- a) origem e destinação dos recursos do fundo;
- b) definição dos beneficiários;
- c) contrapartida a ser oferecida pelos beneficiários;
- d) critérios de participação dos entes estatais nos seus respectivos fundos.

Lei 10.266, de 24.7.2001 - estabeleceu as diretrizes para a elaboração do Orçamento da União de 2002 (LDO/2002). Além de ter estabelecido metas de superávits primário e nominal, e da dívida líquida do Governo Central, a lei veio acompanhada de diversos anexos com análise dos riscos fiscais, do déficit do Regime Geral da Previdência Social (RGPS), da situação financeira e atuarial dos amparos assistenciais da Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS) e da situação financeira do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

Decreto 3.878, de 25.7.2001 - reduziu os limites para movimentação, empenho e pagamento do Poder Executivo, na ordem de R\$1 bilhão. A redução dos gastos foram recomendados em razão da situação vigente na economia internacional, exigindo a obtenção

de resultado primário no corrente exercício superior à meta fixa na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2001.

Medida Provisória 2.206, de 10.8.2001 - criou o Programa Nacional de Renda Mínima vinculada à saúde: “Bolsa-alimentação”. O Programa destina-se à promoção das condições de saúde e nutrição de gestantes, nutrizes e crianças de seis meses a seis anos e onze meses de idade mediante a complementação da renda familiar para melhoria da alimentação. Serão beneficiados com o Programa as pessoas mencionadas, em risco nutricional, pertencentes a famílias com renda *per capita* inferior ao salário fixado nacionalmente em ato do Poder Executivo, para cada exercício financeiro. Crianças filhas de mães soropositivas para o vírus da imunodeficiência humana (HIV/AIDS) poderão receber o benefício desde o seu nascimento.

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Resolução 2.839, de 1.6.2001 - uniformizou, temporariamente, o horário de atendimento ao público, bem como restringiu o horário de funcionamento dos Postos de Atendimento Eletrônicos (PAE), com vistas a obter a redução de consumo de energia elétrica por parte das instituições financeiras, de acordo com as metas fixadas nos programas de enfrentamento da crise de energia elétrica, de que trata a Medida Provisória 2.148-1, de 22.5.2001.

Resolução 2.843, de 28.6.2001 - dispôs sobre a negociação de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) e sobre a emissão facultativa de certificado representativo dessas cédulas por parte das instituições financeiras, destacando-se as seguintes medidas:

- a) os certificados de CCB poderão representar cédulas de diferentes valores, prazos e condições de remuneração; de propriedade da própria instituição ou de terceiros;
- b) na hipótese de a instituição financeira coobrigar-se ou assumir riscos relativos aos créditos envolvidos em negociação com

peessoas não integrantes do sistema financeiro nacional, adotar os mesmos procedimentos exigidos para companhias securitizadoras de créditos imobiliários, ou seja, constituição de liquidação duvidosa e manutenção de patrimônio de referência;

c) prazo de 30 dias para registro das Cédulas e Certificados em sistema de registro e de liquidação de ativos autorizados pelo Banco Central.

Resolução 2.844, de 29.6.2001 - estabeleceu que as instituições financeiras, além de observarem o limite máximo de exposição por cliente, 25% do Patrimônio de Referência (PR), observarão o limite de 600% do PR para a soma das Exposições Concentradas (EC). Considera-se EC a exposição por cliente que representa 10% ou mais do PR.

Resolução 2.845, de 29.6.2001 - autorizou a *International Finance Corporation* (IFC) a emitir obrigações representativas dos investimentos previstos no Decreto 41.724, de 25.6.1957, no mercado de valores mobiliários brasileiro, cujos recursos captados deverão ser reinvestidos exclusivamente em empreendimentos privados produtivos no território nacional. A IFC deverá observar, no que couber, a legislação das sociedades anônimas abertas, estando sujeita às normas do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nas suas respectivas áreas de competência.

Resolução 2.850, de 2.7.2001 - determinou, com o objetivo de aprimorar dispositivos da Resolução 2.829, de 30.3.2001, que trata da aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar; a unificação do prazo em 31.12.2001 para adequação aos limites e às condições estabelecidas no regulamento, exceto nos casos dos investimentos incluídos na carteira de ações em mercado do segmento de renda variável; inclusão, na carteira de participações, de ações e debêntures de emissão de sociedades de propósito específico; e isenção dos investimentos incluídos na carteira de participações da vedação à aquisição de ações de companhias que não atendam aos padrões de governança societária nos moldes do Novo Mercado, desde que as sociedades de propósito específico e as empresas emissoras dos ativos integrantes das carteiras dessas

sociedades, dos fundos de investimento em empresas emergentes e dos fundos de investimento em participações não sejam consideradas companhias abertas.

Circular 3.049, de 19.7.2001 - determinou que a custódia de ativos financeiros e modalidades operacionais integrantes das carteiras desses fundos pode ser feita por qualquer instituição do sistema de registros e liquidação financeira, autorizados pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM); redução de 30% para 5% do percentual mínimo necessário para convocação de assembleias gerais pelos condôminos; redução de 100% para 95%, no mínimo, da obrigatoriedade dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento aplicarem em quotas de fundos de investimento. A medida tem o objetivo de flexibilizar as operações dos fundos de investimento financeiro e fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento.

Resolução 2.873, de 26.7.2001 - estendeu às bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e entidades, devidamente autorizadas pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as disposições relativas à manutenção de sistemática que permite prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, adoção de providências que restabeleçam o seu regular funcionamento, bem como obrigatoriamente informar ao Banco Central e à CVM a realização de operações que configurem irregularidades ou que consubstanciem práticas não-equitativas, modalidades de fraude ou manipulação.

Resolução 2.874, de 26.7.2001 - no âmbito do projeto governamental de consolidação do modelo de microcrédito no País, aperfeiçoou as regras com intuito de dinamizar a atuação das sociedades de crédito ao microempreendedor, destacando-se as seguintes medidas:

- a) permissão para que essas sociedades possam ser controladas por Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (Oscip), desde que tais sociedades desenvolvam atividades de crédito compatíveis com o seu objeto social e não confiram ao poder

público qualquer poder de gestão ou de veto na condução de suas atividades;

- b) ampliou as operações de microcrédito, mediante contrato de prestação de serviço, para instituições financeiras, bem como facultou a captação de recursos originários de repasses e empréstimos do sistema financeiro e de entidades nacionais e estrangeiras voltadas para ações de fomento e desenvolvimento;
- c) criou Postos de Atendimento ao Microcrédito (PAM) com o objetivo de favorecer a entrada de novas instituições e ampliar a oferta de crédito no setor, sem a necessidade de aporte de capital realizado e patrimônio líquido da instituição financeira;
- d) inclusão das referidas sociedades no elenco das instituições financeiras sujeitas à prestação de informações ao Sistema de Risco do Banco Central.

Resolução 2.875, de 26.7.2001 - no contexto da regulamentação que define os dias úteis para fins de operações praticadas pelo mercado financeiro e que trata do atendimento ao público nas dependências das instituições financeiras, foram incluídas as medidas que possibilitam a tempestiva atuação do Banco Central quando ocorrerem estados de calamidade pública e grave perturbação da ordem interna.

Resolução 2.876, de 26.7.2001 - dispôs sobre a exigibilidade de aplicação dos recursos de caderneta de poupança rural. As instituições devem aplicar em crédito rural um montante não inferior a 40% do saldo médio dos depósitos de poupança rural captados, observando o seguinte cronograma para enquadramento na exigibilidade:

- de 1.7.2001 até 31.8.2002 deve ser cumprido pelo menos 50% do percentual de exigibilidade;
- de 1.9.2002 até 31.8.2003 - 75%;
- a partir de 1.9.2003 - 100%.

A instituição financeira que incorrer em deficiência de exigibilidade fica sujeita a recolhimento ao Banco Central de multa de 20% sobre a deficiência apurada ou do valor da deficiência apurada, que ficará retido até a data de verificação seguinte ou até que seja comprovada

a recomposição da exigibilidade. Os valores recolhidos ao Banco Central a título de previsão de deficiência ou deficiência apurada serão atualizados com a remuneração básica dos depósitos de poupança.

Resolução 2.878, de 26.7.2001 - com o intuito de melhorar a qualidade dos serviços prestados pelas instituições financeiras aos clientes e ao público em geral, estabeleceu procedimentos a serem observados por essas instituições nos contratos de prestação desses serviços (Código de relações Bancos/Clientes), estando sujeitas, caso haja transgressões às normas apresentadas, a multas, suspensão e até fechamento da instituição financeira.

Circular 3.050, de 2.8.2001 - com vistas a evidenciar as responsabilidades da instituição financeira ou do correntista, bem como dar maior clareza nas estatísticas de ocorrências com cheques, criou novo motivo de devolução de cheques pelo Serviço de Compensação de Cheques e Outros Papéis (SCOOP). O motivo de devolução 20 - Folha do Cheque Cancelada por Solicitação do Correntista - ocorre quando as folhas de cheques em branco forem roubadas, furtadas ou extraviadas, após recebidas pelo correntistas.

Circular 3.054, de 9.8.2001 - reduziu para 0% o fator de ponderação de risco aplicável às parcelas de operações de crédito ou de prestação de garantias realizadas por instituições financeiras, vinculadas a depósitos em espécie que apresentem, cumulativamente, as seguintes características: sejam mantidos na própria instituição credora da operação de crédito ou prestadora da garantia; tenham, por finalidade exclusiva, a constituição de garantia para operações a que se vinculem; e estejam sujeitos a débito, exclusivamente, por ordem da instituição depositária credora da operação de crédito ou prestadora da garantia; estejam imediatamente disponíveis para a instituição credora da operação de crédito ou prestadora da garantia, no caso de inadimplência do devedor ou de necessidade de realização da garantia prestada.

Circular 3.056, de 20.8.2001 - de forma a atender às adaptações inerentes à implantação do Sistema Brasileiro de Pagamentos (SBP), foi definido que a Taxa Referencial (TR) e a Taxa Básica Financeira

(TBF) serão divulgadas até as 16:00 horas do dia útil a que se refere, produzindo efeito a partir da TR e TBF relativas a 27.9.2001.

Medida Provisória 2.160-25, de 23.8.2001 - dispôs sobre a Cédula de Crédito Bancário e, quando da sua reedição em 22.6.2001, MP 2.065-22, em seu art. 22, acresceu à Lei 4.728, de 14.7.1965, dispositivo que ampliou o instituto da alienação fiduciária em garantia para coisa fungível ou de direito. Anteriormente, a alienação fiduciária só abrangia bens móveis infungíveis, tais como veículos, e, mais recentemente, por meio da Lei 9.514, de 20.11.1997, imóveis. Com o uso e disseminação desse instrumento, espera-se um aumento na oferta de crédito e redução do diferencial entre as taxas de juros ativas e passivas das instituições financeiras.

Medida Provisória 2.196-3, de 24.8.2001 - instituiu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras, quando da sua edição em 22.6.2001, MP 2.155, bem como autorizou a criação da Empresa Gestora de Ativos (Emgea), empresa pública federal, vinculada ao Ministério da Fazenda. Esse programa de reestruturação visa a adequar a situação patrimonial de quatro bancos públicos federais – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia –, por meio de um conjunto de medidas que consiste, essencialmente, na permuta com o Tesouro Nacional de ativos de pouca liquidez e baixa remuneração por ativos líquidos e remunerados à taxa de mercado. Adicionalmente, visando a aumentar a transparência fiscal, os subsídios implícitos nas operações concedidas pelos bancos federais contempladas nos programas de desenvolvimento econômico e social, passarão a constar da proposta de lei orçamentária. Em conjunto, a implementação de tais medidas permitirá que essas instituições públicas se enquadrem aos limites de capital e patrimônio líquido mínimos exigidos pelos órgãos fiscalizadores e reguladores da atividade bancária.

Resolução 2.881, de 30.8.2001 - dispôs sobre a exigibilidade de aplicações em crédito rural do percentual de 25% sobre os recursos à vista (MCR 6-2). A verificação do cumprimento da exigibilidade será efetivada anualmente no quinto dia útil do mês de setembro, com base na média diária da exigibilidade e das aplicações do

período de 1º de setembro a 31 de agosto imediatamente anterior. A primeira verificação deverá ocorrer em setembro de 2002.

A instituição financeira que incorrer em deficiência nas aplicações fica sujeita ao recolhimento ao Banco Central do valor da deficiência apurada, que ficará retido sem remuneração até a data da verificação subsequente, ou de multa de 40% sobre o valor da deficiência apurada.

Anteriormente a verificação de cumprimento da exigibilidade era semestral, nos meses de março e setembro, e a multa pela deficiência era de 20% sobre o seu valor.

Medida Provisória 2.212, de 30.8.2001 - institui o Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), que assegura recursos orçamentários a fim de viabilizar financiamentos por parte das instituições financeiras para a aquisição de moradia aos segmentos de menor renda da população, mediante critérios a serem definidos pelo governo federal. Os recursos complementarão, exclusivamente, no ato da contratação, a capacidade financeira do proponente para pagamento do preço de imóvel residencial e o valor necessário a assegurar o equilíbrio econômico-financeiro das operações realizadas pelas instituições financeiras.

Medida Provisória 2.221, de 4.9.2001 - com vistas a diminuir os riscos dos mutuários e dos financiadores imobiliários, foi instituído o patrimônio de afetação. Esse instrumento faculta ao incorporador manter os valores relativos a terrenos e às acessões de cada incorporação imobiliária, bem como bens e direitos a ela vinculados, apartados. Esse patrimônio não se confunde com os demais bens, direitos e obrigações de patrimônio do incorporador e com outros patrimônios de afetação, sendo destinado exclusivamente à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.

Medida Provisória 2.223, de 4.9.2001 - com o objetivo de ampliar os instrumentos de captação de recursos destinados ao financiamento imobiliário e agilizar as operações entre instituições financeiras, securitizadoras de recebíveis imobiliários, em especial construtores

e incorporadores, foram criadas a Letra de Câmbio Imobiliária (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). A primeira será nominativa e lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel. A CCI, ao ser emitida pelo credor imobiliário, poderá ser integral ou fracionária, com ou sem garantia real ou fiduciária, e ter a forma cartular ou escritural. O resgate de sua dívida será provado com a declaração de quitação emitida pelo credor ou, na falta, por outros meios admitidos. Para garantir maior liquidez a esses títulos, quando emitidos com o prazo superior a 36 meses, poderão ser reajustados mensalmente por índice de preços.

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

Ilan Goldfajn
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Tereza Cristina Grossi Togni
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

Ilan Goldfajn
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Tereza Cristina Grossi Togni
Diretor

Membros não-votantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

Gustavo Alberto Bussinger
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Sérgio Goldenstein
Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

José Pedro R. Fachada Martins da Silva
Consultor da Diretoria