



Relatório de Inflação

Setembro 2003

Volume 5 – Número 3

Relatório de Inflação	Brasília	v. 5	nº 3	set	2003	P. 1 - 169
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

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 5, nº 3.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Didoc/Sudoc
SBS – Quadra 3 – Bloco B
Ed.-Sede – 2º subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 Brasília – DF
Telefone: (61) 414-3165
Fax: (61) 414-1359

Tiragem: 800 exemplares

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço: Secre/Surel/Diate
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
Nível de atividade	11
1.1 Vendas no varejo	12
1.2 Produção	15
Produção agropecuária	15
Lavouras	15
Pecuária	17
Produção industrial	18
1.3 Mercado de trabalho	22
Emprego	22
Rendimentos	24
Custo Unitário do Trabalho e produtividade	25
1.4 Produto Interno Bruto	25
1.5 Investimentos	29
1.6 Conclusão	31
Preços	33
2.1 Índices gerais	33
2.2 Índices de preços ao consumidor	34
2.3 Monitorados	35
2.4 Núcleo de inflação	36
2.5 Expectativas de mercado	37
2.6 Conclusão	38
Políticas creditícia, monetária e fiscal	41
3.1 Crédito	41
Operações de crédito com recursos direcionados	43
Operações de crédito com recursos livres	44
Qualidade do crédito	53
3.2 Agregados monetários	54
Títulos públicos federais	55
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	57
Mercado de capitais	58

Aplicações financeiras	59
3.3 Política fiscal	60
Necessidades de financiamento do setor público	60
Dívida mobiliária federal	67
Dívida líquida do setor público	67
3.4 Conclusão	69

Economia internacional **71**

4.1 Atividade econômica	72
4.2 Política monetária e inflação	76
4.3 Política fiscal	78
4.4 Mercados financeiros internacionais	79
4.5 Comércio mundial	83
4.5.1 <i>Commodities</i>	86
4.5.1.1 Petróleo	87
4.6 Conclusão	89

Setor externo **91**

5.1 Comércio de bens	91
5.2 Serviços e renda	96
5.3 Conta financeira	96
5.4 Conclusão	103

Perspectivas para a inflação **109**

6.1 Determinantes da inflação	110
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados	114
6.3 Previsão da inflação	117

Boxes

Estimativa para o Comportamento do PIB em 2003	27
Microcrédito	45
Consórcios no Brasil: Aspectos Gerais e Evolução Recente	49
PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público	63
Investimentos Estrangeiros Diretos	98
Projeções do Balanço de Pagamentos	104
Evolução Recente da Inércia Inflacionária	120
Taxa de Juros, Custo do Crédito e Atividade Econômica	123

Anexo **128**

Medidas de política econômica **153**

Apêndice **163**

Apresentação

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

Este relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo e Perspectivas para a inflação. Com relação ao nível de atividade, são analisados a evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo a políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise 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. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

A austeridade na condução das políticas fiscal e monetária mostrou-se eficaz no controle inflacionário, permitindo que se dissipassem, em grande parte, as dúvidas que permaneciam no Relatório anterior, quanto à velocidade de queda da inflação e ao grau de inércia na dinâmica da inflação. A queda da inflação, em conjunto com a estabilidade da taxa de câmbio e com a convergência das expectativas de inflação para a trajetória de metas, sugere o esgotamento do ciclo de ajuste dos preços relativos por que passou a economia brasileira desde o fim do ano passado e abriu espaço, no terceiro trimestre deste ano, para a flexibilização da política monetária.

O recrudescimento inflacionário e as incertezas inerentes ao processo eleitoral constituíram-se em fatores determinantes do desempenho da economia, no primeiro semestre, em patamar inferior ao esperado inicialmente. Tais fatores afetaram significativamente o consumo e os investimentos. As vendas no varejo registraram forte retração, atingindo não apenas bens de consumo duráveis, mais sensíveis ao crédito, como também bens não duráveis, que respondem principalmente à evolução da renda. Ao mesmo tempo, as inversões produtivas, no primeiro semestre, concentraram-se na agropecuária e em alguns setores específicos da indústria, particularmente nos exportadores. Para 2003, projeta-se crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 0,6%, inferior ao projetado no Relatório de junho. Essa redução decorre, majoritariamente, dos impactos contemporâneos e defasados da contração não antecipada de 1,6% do PIB do segundo trimestre, comparativamente ao trimestre anterior.

Paralelamente, a flexibilização da política monetária, com a redução gradual da taxa básica de juros e das exigibilidades de depósitos compulsórios, e a recuperação de expectativas criam condições para a retomada dos financiamentos, afetando primeiramente as vendas de bens de consumo duráveis e, em uma etapa posterior, os fluxos de investimento. Adicionalmente, as exportações persistem

vigorosas, devendo continuar atuando como elemento de impulso à atividade interna, fortalecidas pela perspectiva de expansão da economia mundial, em especial da economia americana.

Tais condições encontram amparo no desempenho do setor fiscal. Nesse sentido, o resultado registrado até o momento sugere o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para o ano. Adicionalmente, o comportamento esperado da arrecadação nos próximos meses deverá refletir a retomada do ritmo da atividade econômica.

Registre-se, também, a continuidade do processo de melhora do perfil da dívida pública, tanto no que diz respeito à elevação dos prazos de rolagem como no tocante à menor exposição às oscilações da taxa de câmbio. Esses fatores, aliados à estabilidade da taxa de câmbio, ao menor impacto da taxa de juros sobre a dívida, em decorrência da trajetória de queda da taxa Selic e, ainda, às condições favoráveis à retomada do crescimento do produto, sugerem trajetória declinante para a relação dívida/PIB.

A trajetória recente da taxa de câmbio vem refletindo a evolução favorável do saldo em transações correntes, associada, principalmente, ao desempenho da balança comercial. O crescimento expressivo das exportações vem ocorrendo tanto pela diversificação de pauta como pela ampliação de mercados, enquanto as importações têm-se contraído, como resposta ao comportamento do câmbio, à substituição de importações e à desaceleração do nível de atividade.

O processo de ajuste no resultado em transações correntes veio acompanhado de redução nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, reflexo da diminuição da liquidez internacional, fenômeno que atingiu a maioria das economias emergentes. Relativamente ao Brasil, essas ocorrências, associadas à dinâmica interna da economia, caracterizada por alta volatilidade no passado recente, contribuíram para redução ainda mais pronunciada nesses fluxos. Assim, espera-se para os próximos meses, recomposição nos fluxos líquidos de investimentos diretos que, associada à melhora nas taxas de rolagem de créditos ao setor privado, contribuirá para o pleno financiamento do resultado global do balanço de pagamentos, permitindo, inclusive, a recomposição das reservas internacionais.

No que se refere ao cenário externo, os sucessivos desapontamentos quanto à retomada do crescimento da economia mundial impõem um comportamento cauteloso

aos agentes econômicos, retardando o restabelecimento dos níveis de consumo e de investimento. No entanto, os últimos indicadores econômicos, principalmente dos Estados Unidos e do Japão, vêm dando alento às expectativas de recuperação da atividade econômica mundial, muito embora persistam as incertezas quanto à intensidade e à extensão dessa recuperação.

Nesse contexto, as expectativas quanto à evolução dos preços no Brasil evidenciam não apenas a superação das pressões inflacionárias existentes ao término de 2002 e início de 2003, mas também a minimização das incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes naquela conjuntura. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, ao alcance das medidas monetárias, ainda que fatores relacionados à oferta também tenham contribuído para o comportamento dos preços. A perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, resulta, em parte, da consolidação desse quadro. Não se detectam pressões generalizadas sobre os preços, sejam de ordem inercial, por indexação, ou associados à recuperação de margens ou repasses, fatores mencionados com relativa frequência em análises anteriores.

Contudo, há de se considerarem para os resultados dos índices de setembro e, em menor intensidade, para os de outubro, pressões pontuais decorrentes, principalmente, da elevação dos preços de produtos monitorados e de origem agrícola. No primeiro grupo, são esperados os impactos do reajuste remanescente das tarifas de telefonia, se confirmado, e das elevações recentes em algumas capitais da taxa de água e esgoto, das tarifas de energia elétrica e de transporte urbano, com efeitos concentrados em setembro. Em relação aos produtos de alimentação, os preços tendem a mostrar recuperação, após registrarem queda por três meses, em função do início da entressafra, da recuperação dos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional e do esgotamento da sazonalidade favorável para os produtos *in natura*.

O cenário básico, construído a partir das hipóteses de manutenção da taxa Selic em 20% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,90, aponta para uma inflação de 8,9% em 2003 e de 3,9% em 2004. É também apresentado um cenário alternativo, que embute a trajetória de taxa de juros e câmbio esperada pelo mercado. Esse cenário, que supõe queda da taxa de juros ao longo do horizonte de previsão e depreciação do real, aponta para inflações mais elevadas, de 9,2% em 2003 e de 5,8% em 2004.

Nível de atividade

A perda de dinamismo da economia verificada nos primeiros meses deste ano manteve-se no segundo trimestre. Tal comportamento refletiu, ainda, o ambiente macroeconômico adverso do segundo semestre de 2002 e do início de 2003 e os ajustes requeridos para a sua superação. O movimento de retração observado assemelha-se a outros da história recente da economia brasileira, diferenciando-se, entretanto, pela maior intensidade de perda dos rendimentos reais – decorrente, sobretudo, do processo de aceleração inflacionária iniciado no segundo semestre de 2002 – e pelas incertezas associadas ao período de transição política. Tais aspectos foram determinantes no recuo expressivo da demanda interna, em particular dos fluxos de consumo e investimento, registrado neste primeiro semestre, com desdobramentos desfavoráveis sobre a trajetória do PIB e sobre as perspectivas de crescimento no ano.

Vale ressaltar que a perda de dinamismo do setor produtivo não foi generalizada. O desempenho da agricultura proporcionou safra de grãos recorde que, associada a preços de comercialização favoráveis, capitalizaram o setor, influenciando o desempenho das indústrias produtoras de máquinas, equipamentos e insumos agrícolas. Além disso, segmentos industriais ligados à exportação – celulose, metalurgia, mecânica – seguiram apresentando níveis de produção altos e taxas de crescimento elevadas comparativamente aos observados em igual período de 2002.

A despeito da trajetória desfavorável do nível de atividade, foram criadas as condições macroeconômicas necessárias para a recuperação a partir do segundo semestre. Dentre os fatores que concorrem nesse sentido, destacam-se a superação do episódio inflacionário, o declínio das taxas de juros e a recuperação de expectativas – aspectos que tendem a se refletir sobre a demanda interna – associados, ainda, à continuidade dos resultados positivos do comércio exterior.

1.1 Vendas no varejo

O desempenho da atividade varejista no segundo trimestre evidenciou a continuidade do arrefecimento das vendas, em curso desde o início de 2003. Os setores mais afetados foram bens de consumo duráveis e semiduráveis, que apresentam elasticidade renda mais elevada e são mais sensíveis às condições de crédito. Apesar do comportamento desfavorável das vendas do comércio na primeira metade do ano, a queda nas taxas de juros praticadas no comércio neste início de segundo semestre e a previsão de continuidade desse movimento delineiam perspectiva de reação do setor nos próximos meses.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas no varejo recuou 5,4% em junho, em comparação com o patamar registrado no mesmo mês do ano anterior. Incorporado esse resultado, as vendas do comércio varejista encerraram o primeiro semestre apresentando contração de 5,6% em relação ao resultado do primeiro semestre de 2002. Na composição por ramo de atividade, as quedas foram generalizadas. Das cinco atividades abrangidas pelo índice geral, o maior declínio nas vendas ocorreu em móveis e eletrodomésticos, 10,4%, seguindo-se hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 6,6%, e combustíveis e lubrificantes, 4,7%. No grupo automóveis, motocicletas, partes e peças, que não entra no cálculo do índice geral, a queda alcançou 11,7%.

Por Unidade da Federação, observaram-se retrações no volume de vendas no varejo em todos os estados pesquisados, à exceção de Rondônia, ocorrendo com maior ênfase no Acre, 14%; Espírito Santo, 13,3%; e Amazonas, 12,8%.

Apesar da redução de 5,6% verificada no Índice do volume de vendas no primeiro semestre de 2003, a receita nominal de vendas expandiu 15,2%, no período, refletindo aumento médio de 22% nos preços, ante inflação média acumulada de 16,3% entre os primeiros seis meses de 2003 e de 2002, de acordo com a evolução do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Assinale-se, entretanto, que combustíveis e lubrificantes constituiu-se no único segmento cuja receita nominal superou a variação do IPCA médio no período.

Estatísticas da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) confirmaram o

Índice de volume de vendas no varejo – Brasil

Discriminação	Variação percentual					
	2003					
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
Sobre igual mês do ano anterior						
Comércio varejista	-4,3	-1,6	-11,3	-3,7	-6,3	-5,4
Combustíveis e lubrificantes	-4,5	-6,2	-8,0	-6,6	-2,1	-0,7
Hipermercados, supermercados	-5,2	-4,5	-13,2	-1,0	-6,7	-8,3
Tecidos, vestuário e calçados	-1,0	5,8	-5,4	-0,3	-11,3	-4,7
Móveis e eletrodomésticos	-10,9	-2,1	-15,8	-16,2	-10,7	-4,7
Demais artigos de uso pessoal	-0,2	5,1	-9,0	-3,3	-3,0	-2,2
Automóveis, motocicletas	-13,4	4,2	-19,0	-21,3	-11,9	-4,4
Acumulado no ano						
Comércio varejista	-4,3	-3,0	-6,0	-5,4	-5,6	-5,6
Combustíveis e lubrificantes	-4,5	-5,3	-6,3	-6,4	-5,5	-4,7
Hipermercados, supermercados	-5,2	-4,9	-7,9	-6,2	-6,2	-6,6
Tecidos, vestuário e calçados	-1,0	2,3	-0,4	-0,4	-3,1	-3,4
Móveis e eletrodomésticos	-10,9	-6,9	-10,0	-11,6	-11,4	-10,4
Demais artigos de uso pessoal	-0,2	2,4	-1,6	-2,0	-2,2	-2,2
Automóveis, motocicletas	-13,4	-5,3	-10,1	-13,1	-12,9	-11,7

Fonte: IBGE

Índice de volume de vendas no varejo – Brasil

Junho de 2003

Discriminação	Variação % no ano		
	Receita nominal	Volume	Evolução dos preços
Comércio varejista	15,2	-5,6	22,0
Combustíveis e lubrificantes	29,7	-4,7	36,1
Hipermercados, supermercados	16,4	-6,6	24,7
Tecidos, vestuário e calçados	6,5	-3,4	10,2
Móveis e eletrodomésticos	4,7	-10,4	16,8
Demais artigos de uso pessoal	12,7	-2,2	15,2
Automóveis, motocicletas	-6,5	-11,7	5,8

Fonte: IBGE

Vendas físicas do comércio varejista na RMSP

Discriminação	Variação percentual					
	2003					
	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}						
Geral	6,9	-13,6	-2,0	-1,8	-1,0	-4,2
Bens de consumo	7,5	-15,6	-0,4	-3,6	0,9	-3,3
Duráveis	5,3	-9,6	2,4	4,6	6,5	-5,9
Semiduráveis	13,5	-8,7	2,9	-9,0	-2,0	1,2
Não duráveis	7,3	-18,5	-2,5	-9,8	0,5	-2,0
Comércio automotivo	6,0	-6,4	-4,0	1,8	-1,8	-6,1
Concess. de veículos	7,5	-6,6	-3,1	1,7	-2,4	-7,1
Autopeças e acessórios	-2,1	-2,0	-5,2	-2,3	3,6	-1,9
Material de construção	5,7	-3,5	2,2	5,3	-2,1	-6,1
No ano						
Geral	-1,1	-7,2	-9,2	-11,9	-13,0	-13,9
Bens de consumo	-1,4	-8,3	-10,2	-13,2	-14,7	-15,4
Duráveis	-16,6	-19,2	-19,8	-18,8	-17,1	-16,0
Semiduráveis	-22,7	-22,8	-20,9	-23,6	-24,6	-25,8
Não duráveis	12,9	1,2	-1,6	-7,3	-11,1	-13,0
Comércio automotivo	-2,6	-1,7	-5,6	-6,1	-5,0	-6,4
Concess. de veículos	-4,4	-3,0	-7,2	-7,1	-5,8	-7,3
Autopeças e acessórios	6,6	5,2	3,0	-0,6	-0,4	-1,3
Material de construção	-1,6	-2,7	-3,3	-2,8	-2,0	-3,6

Fonte: Fecomercio SP

1/ Dados dessazonalizados.

arrefecimento verificado no indicador nacional. Nesse sentido, as vendas físicas do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) registraram, no primeiro semestre de 2003, recuo de 13% em relação às do mesmo período do ano anterior. Por atividades, as vendas dos bens de consumo mostraram retração de 14,7%, em especial as de bens semiduráveis, 24,6%. Nos segmentos de bens duráveis e de bens não duráveis registraram-se quedas de 17,1% e 11,1%, respectivamente, na mesma base de comparação. As vendas do comércio automotivo diminuíram 5%, como resultado dos recuos em concessionárias de veículos, 5,8%; e em autopeças e acessórios, 0,4%. O segmento de materiais de construção finalizou o primeiro semestre de 2003, registrando queda de 2% nas vendas físicas em relação ao patamar do mesmo período de 2002.

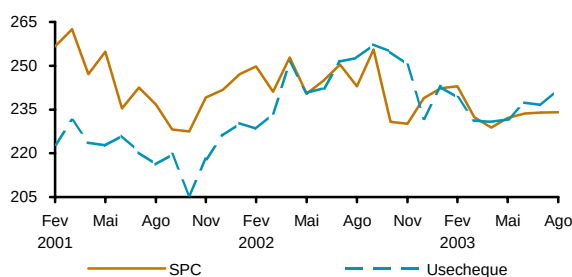
Dados para julho, retirada a influência sazonal, apontam continuidade da tendência de desaceleração verificada no primeiro semestre. O índice geral, apurado pela Fecomercio SP, registrou queda de 4,2% em relação a junho, com as vendas de bens de consumo declinando 3,3% e as relativas ao comércio automotivo, e ao segmento material de construção, 6,1%.

Outros indicadores relacionados ao comércio também confirmaram a retração do consumo em 2003. O número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e ao Usecheque declinaram, respectivamente, 3,7% e 1,5% no primeiro semestre de 2003, ante o assinalado no período correspondente em 2002, segundo a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). No que se refere ao SPC, o resultado semestral refletiu queda de 3,2% verificada no segundo trimestre de 2003, ante o resultado do período anterior e alta de 0,6% no primeiro trimestre, na mesma base de comparação. Destaque-se que a queda no número de consultas para as compras a prazo reflete a deterioração das condições do crédito ao consumidor. Em relação às consultas ao Usecheque, registraram-se reduções nos dois trimestres, de 3,2% e de 1,9%, respectivamente. Dados para julho e agosto, retirada a influência sazonal, apontam alta nos indicadores da ACSP. Consideradas as médias desses meses, em relação às do segundo trimestre, as consultas ao SPC e as dirigidas ao sistema Usecheque aumentaram, respectivamente, 1,1% e 2,6%.

Os indicadores de inadimplência apresentaram pequena elevação em 2003. A relação de cheques devolvidos por insuficiência de fundos sobre o total de cheques compensados apresentou taxa média de 5,4% nos primeiros sete meses do ano ante 5% no mesmo período do

Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: ACSP

Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa						
	2003						
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Ano ^{5/}
SPC (SP) ^{1/}	7,2	7,0	5,2	4,9	5,2	4,0	5,8
Cheques devolvidos ^{2/}	5,9	5,6	5,6	5,1	5,5	...	5,4
Telecheque (RJ) ^{3/}	2,9	2,1	2,4	2,0	2,5	...	2,4
Telecheque (Nacional) ^{3/ 4/}	2,8	2,1	2,3	2,1	2,6	...	2,4

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

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.

5/ Média no ano.

ano anterior. Por outro lado, as estatísticas da ACSP revelaram que a taxa líquida de inadimplência alcançou, em média, 5,8% nos primeiros oito meses do ano, ante 7,2% no mesmo período de 2002. Tal redução pode ser explicada, segundo levantamento da ACSP, pela política de recuperação de crédito e pela disposição dos consumidores de direcionar recursos para quitação de dívidas. Destaque-se que o número de registros cancelados cresceu 20,8% em julho e 3,5% em agosto, ante os meses anteriores.

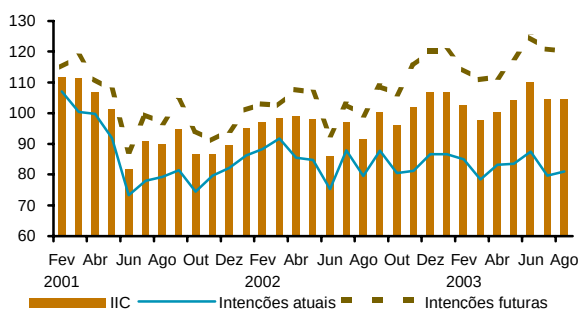
Outro indicador de inadimplência, o Índice Nacional divulgado pela Teledata, que mede a relação entre cheques devolvidos e recebidos, apresentou elevação em julho, passando de 2,1%, no mês anterior, para 2,6%. A média observada nos primeiros sete meses deste ano atingiu 2,4%, comparativamente a 2,3% no mesmo período de 2002.

Os resultados das pesquisas destinadas a avaliar as expectativas dos consumidores apontaram deterioração dos indicadores no início do segundo semestre. O Índice de Intenção do Consumidor (IIC), divulgado pela Fecomercio SP, registrou crescimento mensal de 0,1% em agosto e queda de 4,9% em julho. Por componentes, o índice de intenções futuras tem mostrado trajetória ascendente, com alguma volatilidade, desde junho de 2002, contrariamente ao índice presente, que mostra tendência estável.

O Índice de Intenções Futuras (IIF), que representa a maior parte do índice geral, registrou queda de 0,7% em agosto, em relação ao mês anterior; e o Índice de Intenções Atuais (IIA), crescimento de 1,7%, na mesma base de comparação.

O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, construído a partir de pesquisa de opinião pública realizada de 19 a 23 de junho, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), cresceu 8,4% no segundo trimestre em relação ao resultado do período anterior, evidenciando melhoria das expectativas para o comportamento da inflação e do desemprego nos próximos seis meses. Vale ressaltar que o indicador das expectativas para a inflação, nessa base de comparação, evidenciou significativo otimismo da população quanto à evolução dos preços.

Índice de Intenção do Consumidor (IIC)



Fonte: Fecomercio SP

1.2 Produção

Produção agropecuária

Os indicadores da agropecuária confirmaram a safra recorde de grãos neste ano e sinalizam continuidade da expansão do setor, na próxima safra, persistindo a trajetória ascendente iniciada em 1999. Na pecuária, embora existam indícios de arrefecimento no segundo trimestre, a produção mantém-se em patamar elevado, considerada a série histórica. Em relação aos níveis de produção de 2002, observam-se crescimentos expressivos propiciados principalmente pelos incrementos das exportações.

Lavouras

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), de julho, a safra de grãos deverá alcançar 120,9 milhões de toneladas, representando acréscimo de 24,4% em relação à safra anterior.

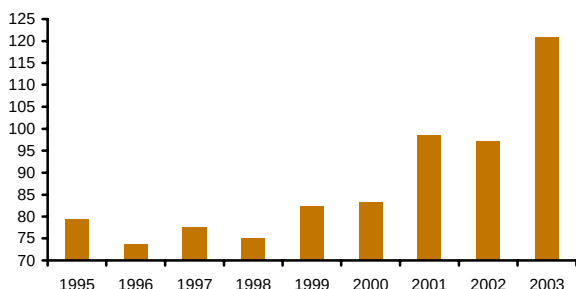
A safra de verão dos principais produtos agrícolas encontra-se praticamente encerrada. As culturas que apresentam segunda e terceira safras, ou ainda as que constituem a safra de inverno, também obtiveram bons resultados, com destaque para o feijão e o milho, segundas safras, e o trigo. Entre os fatores que contribuíram nesse sentido, assinalem-se as condições climáticas favoráveis para o desenvolvimento das culturas e a intensificação do nível tecnológico. Por regiões, a pesquisa do IBGE confirmou o aumento generalizado na produção de grãos, alcançando 34,6% no Nordeste; 32,4% no Sul; 21,3% no Norte; 17,1% no Centro-Oeste; e 12,1% no Sudeste.

No que se refere às principais culturas, a produção de soja, praticamente encerrada, alcançou 51,3 milhões de toneladas, com expansão de 22,1% em relação à safra anterior. Estimam-se para a área plantada e a produtividade média, expansões de 12,4% e 8,6%, nesta ordem. Preços atrativos do produto, influenciados pela variação cambial ocorrida entre os últimos meses de 2001 e 2002, bem como a evolução dos preços internacionais foram determinantes para o desempenho da cultura neste ano.

A produção de milho deverá atingir 46,3 milhões de toneladas, o que representa elevação de 30,4% em relação à safra de 2002. Do total produzido, 34,8 milhões de toneladas referem-se à primeira safra e 11,5 milhões de

Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		
	Produção	Variação (%)	
	2002	2003 ^{1/}	
Produção de grãos	97 174	120 865	24,4
Caroço de algodão	1 407	1 459	3,7
Arroz (em casca)	10 472	10 261	-2,0
Feijão	3 051	3 456	13,3
Milho	35 500	46 277	30,4
Soja	42 027	51 299	22,1
Trigo	2 926	5 283	80,6
Outros	1 791	2 830	58,0
Outras culturas			
Banana	6 504	6 484	-0,3
Batata-inglesa	2 885	2 905	0,7
Cacau (amêndoas)	175	179	2,4
Café (em grão)	2 494	2 055	-17,6
Cana-de-açúcar	363 721	384 295	5,7
Fumo (em folhas)	657	658	0,0
Laranja	18 447	17 236	-6,6
Mandioca	23 131	22 417	-3,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

toneladas à segunda, montantes 18,9% e 84,5% maiores que os obtidos nas correspondentes safras passadas. O desempenho expressivo da cultura neste ano deveu-se à conjunção de fatores como a ocorrência de condições climáticas adequadas, preços favoráveis e maior especialização do setor, elementos que propiciaram tanto o incremento da área plantada, em 10,5%, como da produtividade, em 18%.

A produção de trigo deverá alcançar 5,3 milhões de toneladas, 80,6% superior à relativa a 2002. Esse aumento, associado, em parte, à quebra de safra ocorrida no ano passado refletiu expansões de 18,9% na área plantada e de 51,9% no rendimento médio, beneficiado por condições climáticas favoráveis. Segundo a Organização das Cooperativas do Paraná (Ocepar), metade da demanda interna deverá ser atendida em 2003.

A produção total de feijão, consideradas as três safras do ano, é estimada em 3,5 milhões de toneladas, elevação de 13,3% em relação a 2002. Deverá ser registrado acréscimo de 11,5% na área plantada e de 12% na produtividade média. As boas condições climáticas e os preços favoráveis também contribuíram para os resultados positivos da segunda e terceira safras.

As primeiras perspectivas para a safra 2003/2004 mostram-se promissoras, influenciadas, em parte, pelo Plano Agrícola e Pecuário 2003/2004, do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (Mapa). Os recursos à disposição dos agricultores no ano agrícola 2003/04 deverão totalizar R\$32,6 bilhões, representando acréscimo de 25,8% sobre o concedido na safra anterior. Desse total, R\$16,4 bilhões serão destinados para custeio e comercialização e R\$5,8 bilhões, a investimentos, no âmbito do Programa BNDES, Finame Agrícola Especial, Fundos Constitucionais do Norte, Nordeste e Centro-Oeste e Programa de Geração de Empregos e Renda. Adicionalmente, estão previstas aplicações de R\$5 bilhões, a juros livres, e de R\$5,4 bilhões, por intermédio do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), gerenciado pelo Ministério do Desenvolvimento Agrário (MDA).

Outro aspecto que corrobora as expectativas positivas em relação à próxima safra, refere-se ao desempenho do setor de fertilizantes. A produção desses insumos alcançou, no acumulado do ano, até julho, 4,7 milhões de toneladas, superando em 1,2% a referente ao mesmo período de 2002. A importação do insumo aumentou 29,5%, no período, totalizando 7,2 milhões de toneladas, e

a demanda interna atingiu 9,9 milhões de toneladas, expandindo 6,1%.

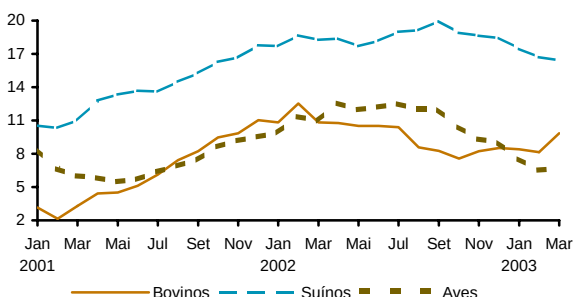
Adicionalmente, registre-se o crescimento de 12%, no ano, até julho, da produção de máquinas agrícolas, indicador de expansão dos investimentos no setor.

Pecuária

Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Variação acumulada em 12 meses (%)



Fonte: IBGE

Repetindo trajetória verificada ao longo de 2002, a produção pecuária seguiu apresentando, no primeiro trimestre de 2003, desempenhos positivos em todos os seus segmentos, segundo o IBGE. Tal comportamento está associado, fundamentalmente, à continuidade da expansão nas vendas externas. Deve-se mencionar que, a despeito da defasagem dos dados da pecuária, há indicadores que mostram diminuição do dinamismo no segundo trimestre, comparativamente ao trimestre anterior.

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, do IBGE, o número de bovinos abatidos atingiu 5,3 milhões no primeiro trimestre de 2003, com crescimento de 16,1% em relação ao assinalado em igual período de 2002. O peso total de carcaças, 1,2 milhão de toneladas, apresentou expansão de 13,4% no período. As exportações de carnes bovinas totalizaram 153,4 mil toneladas, crescimento de 63,2%, considerada a mesma base de comparação.

Com referência ao abate de suínos, a pesquisa indica elevação de 12,2% no trimestre, tendo o peso total das carcaças, 468 mil toneladas, aumentado 10,4% na mesma base de comparação. As exportações totalizaram 109 mil toneladas no primeiro trimestre do ano, o que representa elevação de 39,4% em relação a igual período de 2002.

O índice de abate de animais (exceto aves) da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, variável que indica antecipadamente os resultados do setor, decresceu 1,8% no segundo trimestre, ante o relativo ao período anterior, considerando dados ajustados sazonalmente. No primeiro semestre de 2003, o indicador expandiu 6,1%, em relação a igual período de 2002. Tal comportamento sugere acomodação no ritmo de expansão da produção de carnes bovina e suína, que mantém-se, contudo, em patamar historicamente elevado.

Quanto ao setor avícola, registrou-se o abate de 771,8 milhões de frangos nos primeiros três meses do ano,

o que corresponde a crescimento de 3,3% em relação ao assinalado em igual período de 2002. O peso total de carcaças atingiu 1,5 milhão de toneladas, representando expansão de 1,3% ante o total relativo ao primeiro trimestre de 2002. As exportações alcançaram 484 mil toneladas, correspondendo a expansão de 50% no período.

Dados da PIM indicam que o desempenho do segmento declinou no segundo trimestre de 2003. De acordo com o índice de abate e preparação de aves, houve recuo de 1,2% nesse período em relação ao primeiro trimestre, considerando-se dados dessazonalizados. No primeiro semestre, o indicador registrou declínio de 2,6%.

Produção industrial

Os indicadores industriais seguiram mostrando retração do nível de atividade no segundo trimestre, a exemplo do ocorrido nos primeiros meses do ano, reflexo, das condições desfavoráveis da demanda interna. Apesar desse comportamento, a produção no primeiro semestre ainda manteve-se estável comparativamente à de igual período de 2002.

Alterações recentes observadas no cenário econômico, em especial a queda da inflação, com a conseqüente interrupção do processo de deterioração da renda, e a trajetória declinante das taxas de juros, delineiam perspectivas de recuperação para o setor. Dados preliminares já sinalizam nesse sentido. Ressalte-se, entretanto, que os elevados níveis de estoques, detectados por levantamentos setoriais realizados em junho e julho, tendem a retardar a retomada mais intensa da atividade.

A produção industrial declinou 2,5% no segundo trimestre, comparativamente ao trimestre anterior, a partir de dados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, ajustados sazonalmente. O resultado evidencia o recrudescimento da tendência declinante da atividade fabril observada desde o primeiro trimestre do ano, quando a produção do setor retraiu 1,1%, ante o patamar registrado no último trimestre de 2002. No mesmo sentido, a produção da indústria de transformação contraiu 2,5% no segundo trimestre, ante 2% no período anterior, e a produção da indústria extrativa mineral, que vinha apresentando taxas de crescimento expressivas desde meados de 2002, declinou 1,2%, refletindo a interrupção parcial da extração de petróleo, principalmente em junho, para manutenção de plataformas de exploração. No primeiro semestre, em relação a igual

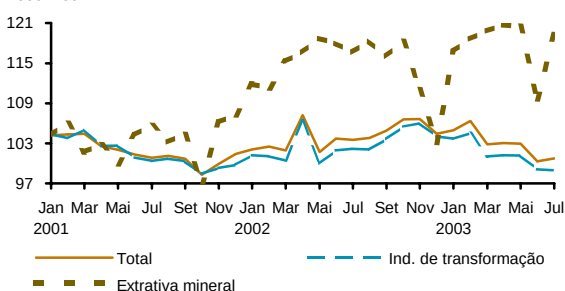
Produção industrial		Variação percentual				
Discriminação	2003					
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	
Indústria geral						
No mês ^{1/}	- 3,3	0,2	- 0,1	- 2,6	0,4	
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	- 1,1	- 1,2	- 2,2	- 2,5	- 2,7	
Mesmo mês do ano anterior	0,7	- 3,8	- 0,4	- 2,1	- 2,5	
Acumulado no ano	2,4	0,8	0,5	0,1	- 0,3	
Acumulado em 12 meses	3,5	2,7	2,7	2,5	1,9	
Indústria de transformação						
No mês ^{1/}	- 3,3	0,2	- 0,1	- 2,0	- 0,1	
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	- 2,0	- 2,2	- 2,8	- 2,5	- 2,5	
Mesmo mês do ano anterior	0,2	- 4,8	- 0,6	- 1,4	- 3,0	
Acumulado no ano	2,1	0,3	0,1	- 0,2	- 0,6	
Acumulado em 12 meses	2,8	1,9	2,1	2,1	1,6	
Extrativa mineral						
No mês ^{1/}	1,0	0,8	- 0,2	- 9,0	8,8	
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	6,8	8,5	6,7	- 1,2	- 2,7	
Mesmo mês do ano anterior	3,8	3,5	1,6	- 7,0	2,3	
Acumulado no ano	4,8	4,5	3,9	2,0	2,1	
Acumulado em 12 meses	9,6	8,8	7,4	5,6	5,0	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção industrial

Dados dessazonalizados
2000=100



Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2003			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Produção industrial	0,2	- 0,1	- 2,6	0,4
Bens de capital	0,6	0,4	- 5,7	0,4
Bens intermediários	- 1,7	- 0,5	- 2,2	1,0
Bens de consumo	1,7	- 0,1	- 0,9	- 1,4
Duráveis	11,2	- 3,3	1,3	0,7
Semi e não duráveis	- 0,4	1,5	- 2,1	- 2,1
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	- 1,2	- 2,2	- 2,5	- 2,7
Bens de capital	- 0,8	- 1,0	- 3,3	- 4,2
Bens intermediários	- 0,8	- 1,7	- 3,3	- 3,0
Bens de consumo	- 2,4	- 4,7	- 2,6	- 2,8
Duráveis	- 9,0	- 13,4	- 5,3	- 3,0
Semi e não duráveis	- 0,6	- 1,9	- 1,6	- 2,4
No ano				
Produção industrial	0,8	0,5	0,1	- 0,3
Bens de capital	- 1,5	- 1,3	- 2,0	- 2,6
Bens intermediários	2,8	2,1	1,3	1,0
Bens de consumo	- 4,6	- 4,2	- 3,8	- 4,2
Duráveis	- 4,2	- 4,9	- 4,5	- 4,8
Semi e não duráveis	- 4,7	- 4,0	- 3,6	- 4,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

período de 2002, a produção industrial cresceu 0,1%, como resultado do crescimento de 2% na produção extrativa mineral e do recuo de 0,2% na produção da indústria de transformação.

A análise da atividade industrial, considerada por gêneros, segue mostrando forte influência das exportações no desempenho do setor. Os ramos de metalurgia, mecânica, papel e papelão, borracha, couros e madeira apresentaram os melhores desempenhos nos primeiros seis meses do ano, comparativamente a igual período de 2002. Por outro lado, setores voltados principalmente ao mercado doméstico, como têxtil, vestuário, farmacêutica, plásticos e material elétrico e de comunicações experimentaram quedas acentuadas no período. Assinale-se que, mesmo entre os setores que apresentam melhores desempenhos em função das vendas externas, nota-se perda de dinamismo ao longo do período, quando se efetuam comparações que mostram resultados no curto prazo. Nesse sentido, a produção da indústria metalúrgica, embora expandisse 6,4% no primeiro semestre, retraiu 1,7% e 3,4% no primeiro e segundo trimestres deste ano, em relação aos resultados de trimestres anteriores, respectivamente. As indústrias de couros, mecânica, madeira, papel e papelão e borracha assinalaram resultados negativos em pelo menos um desses períodos, mantida a mesma base de comparação.

A avaliação dos indicadores por categorias de uso mostrou retração generalizada no segundo trimestre, comparativamente ao primeiro, a partir da análise de dados dessazonalizados. A desaceleração do ritmo de atividade aprofundou-se em bens de capital e em bens intermediários, segmento que ainda havia apresentado taxa de crescimento positiva no primeiro trimestre. Em referência ao acumulado do primeiro semestre, apenas essa categoria de bens, na qual se concentram segmentos exportadores, manteve-se em crescimento, de 1,3%.

O arrefecimento na produção de bens intermediários neste segundo trimestre deveu-se à diminuição da atividade da indústria extrativa e à própria desaceleração do ritmo dos demais segmentos de transformação, que impôs maior cautela na recomposição dos estoques intermediários. No caso dos bens de capital, houve crescimento na produção daqueles para fins industriais, agrícolas e nos equipamentos de transporte nos primeiros seis meses deste ano, em referência ao mesmo período de 2002. A produção de bens industriais seriados cresceu 17,3%, compensando o recuo de 14,8% registrado em bens não seriados, enquanto a fabricação de bens de capital agrícolas aumentou 22,9%; a

Indústria automobilística – Produção e vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2003				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago*
No mês ^{1/}					
Produção de autoveículos	-0,1	4,3	-2,9	3,8	-6,3
Vendas totais	-2,1	3,2	4,3	6,5	-9,2
Mercado interno	-4,7	3,9	3,8	9,4	-9,1
Exportações	2,3	-0,1	5,8	0,7	-14,2
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}					
Produção de autoveículos	-12,3	-16,4	-11,2	-3,6	0,1
Vendas totais	-10,0	-18,3	-11,3	-2,3	6,9
Mercado interno	-13,9	-23,2	-15,4	-4,2	7,9
Exportações	-3,2	-6,1	-3,3	2,6	2,0
No ano					
Produção de autoveículos	4,3	3,9	3,0	2,9	1,8
Vendas totais	3,5	2,9	3,2	4,4	2,1
Mercado interno	-6,6	-6,6	-7,3	-5,7	-7,7
Exportações	47,6	39,5	41,9	40,2	36,8

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

* Preliminar.

Bens de consumo – Produção de segmentos selecionados

Discriminação	Variação % trimestre/trimestre anterior ^{1/}			
	2003			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Não duráveis e semiduráveis				
Indústria farmacêutica	-7,8	-15,3	-10,7	-8,5
Calçados	-6,7	-12,0	-7,2	-3,6
Artigos de vestuário e acessórios	-4,6	-8,5	-4,9	-2,4
Perfumaria, sabões e velas	-6,4	-3,9	0,2	3,0
Produtos alimentares	-0,9	1,5	1,4	1,8
Duráveis				
Mobiliário	-2,1	-11,0	-5,4	-5,0
Receptores de TV e rádio	-1,7	-2,0	10,3	5,7

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

de peças agrícolas, 10,1%; e a de equipamentos de transporte, 1,5%. Por outro lado, a produção de bens destinados à geração e distribuição de energia elétrica e à construção apresentou quedas de 37,7% e 19%, respectivamente.

A produção de bens de consumo durável assinalou queda de 5,3% na comparação entre o segundo e o primeiro trimestres deste ano, após ajuste sazonal. A indústria de mobiliário apresentou recuo de 5,4% e a automobilística, de 11,2%, no período. No acumulado do ano até junho, assinalem-se as reduções de 21,4% na produção de aparelhos receptores de imagem e som e de 9% na fabricação de móveis.

A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis foi prejudicada pela redução da renda real interna, apresentando retração de 1,6% no segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior. As maiores quedas ocorreram nos segmentos farmacêutica, 10,7%; calçados, 7,2%; e artigos de vestuário e acessórios, 4,9%. A produção acumulada nos primeiros seis meses do ano declinou 3,6%.

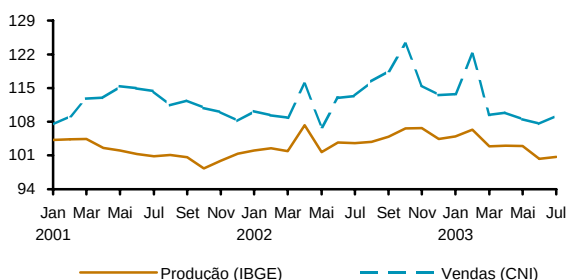
De acordo com a PIM-PF, de julho, a produção industrial cresceu 0,4% no mês, considerados dados com ajuste sazonal. Incorporado esse resultado, a retração acumulada no ano situou-se em 0,3%. A avaliação por gêneros industriais apontou a continuidade do comportamento favorável de setores exportadores e melhor desempenho da indústria extrativa mineral, assim como de alguns segmentos destinados ao mercado interno, em especial perfumaria, têxtil, vestuário, alimentos e bebidas.

Por categoria de uso, as produções de bens de capital, intermediários e duráveis registraram variações positivas no mês, assinalando-se, no que se refere a bens de consumo duráveis, que parte substancial do crescimento esteve associado ao desempenho da indústria automobilística, cuja produção expandiu 3,8% no mês, impulsionada pelo aumento de 9,4% nas vendas internas. Dados preliminares da Anfavea, entretanto, sugerem retração do segmento, em agosto.

A evolução das vendas industriais reais e das horas trabalhadas na produção corrobora as indicações de retração da atividade no segundo trimestre do ano. No acumulado do primeiro semestre, as variações ainda permanecem positivas em 0,8% e 0,5% para vendas e horas, respectivamente. Contudo, as vendas reais reduziram-se em 5,6%, e as horas trabalhadas, em 0,7%, no segundo

Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados
2000=100



Fonte: IBGE e CNI

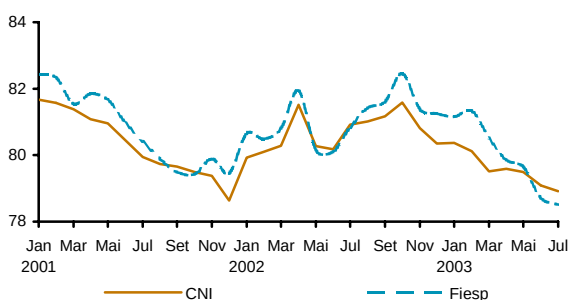
trimestre, em relação aos três meses anteriores, conforme dados da CNI, ajustados sazonalmente. As pesquisas da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) apontaram desempenho semelhante para as vendas reais no estado de São Paulo, com sustentação de taxa positiva, de 0,4%, no acumulado do primeiro semestre, mas variação negativa de 4,1% na comparação entre trimestres. O índice de horas trabalhadas na indústria paulista, porém, mostrou impacto maior que a média nacional, com taxas negativas de 1,2% no trimestre, ante o trimestre anterior, e de 1,3% no primeiro semestre em relação ao mesmo período de 2002.

As vendas industriais reais expandiram 1,7% em julho, em relação ao patamar registrado no mês anterior, de acordo com as pesquisas da CNI e da Fiesp, enquanto as horas trabalhadas na produção cresceram, na ordem, 0,9% e 0,7%, segundo as pesquisas mencionadas, consideradas estatísticas dessazonalizadas. A evolução desses indicadores constitui sinal positivo quanto à recuperação da demanda. Em especial, o aumento das vendas industriais em taxa superior ao crescimento da produção sugere o início do processo de ajuste do nível de estoques.

No que se refere ao número de veículos vendidos, reduziu-se 9,2% em agosto, de acordo com dados preliminares da Anfavea, com as vendas no mercado interno declinando 9,1% e as vendas externas, 14,2%.

Utilização da capacidade instalada

Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: CNI e Fiesp

A utilização da capacidade instalada no segundo trimestre alcançou, em média, 79,6% de acordo com a CNI, e 81%, na pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV). No mesmo período de 2002, a utilização média atingiu 80,9% e 79%, respectivamente. Para o estado de São Paulo, dados da Fiesp indicaram nível médio de utilização de 79,9% no segundo trimestre deste ano, ante 81,3% no mesmo período do ano anterior.

Quando considerados os picos históricos, observa-se que a indústria operou com relativa ociosidade no segundo trimestre. Ainda assim, gêneros como metalurgia, madeira, papel e papelão, borracha, química, têxtil e produtos alimentares apresentaram elevado nível de utilização das instalações.

Em julho, a utilização da capacidade instalada alcançou 79%, situando-se aproximadamente 2 p.p. abaixo da ocupação média assinalada no mês correspondente do ano anterior, de acordo com estatísticas da CNI e da Fiesp. Considerando-se os efeitos sazonais, o nível de utilização

Estoques na indústria de transformação^{1/}

Discriminação	2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II
Indústria de transformação						
Produtos finais	53,3	55,9	51,7	49,7	53,4	56,3
Matérias-primas e intermediários	49,5	48,9	49,0	48,1	49,1	48,5
Grandes empresas						
Produtos finais	55,6	56,9	54,2	51,1	53,9	58,9
Matérias-primas e intermediários	51,8	50,5	51,7	49,3	51,9	52,6
Pequenas e médias empresas						
Produtos finais	52,0	55,3	50,4	48,9	53,2	54,9
Matérias-primas e intermediários	48,3	48,0	47,5	47,4	47,5	46,2

Fonte: CNI

1/ Valores acima de 50 significam estoque acima do planejado.

da capacidade instalada manteve-se, em julho, no patamar do mês anterior.

Os indicadores de estoques, entre outros, merecem atenção por seu impacto na determinação do ritmo de recuperação da atividade industrial. A pesquisa Sondagem Industrial, da CNI, relativa ao segundo trimestre, evidenciou nível de estoques de produtos finais em patamar superior aos níveis planejados, tanto nas grandes empresas como nas de menor porte, registrando expansão no trimestre. No que se refere aos estoques de matérias-primas e intermediários, mantiveram-se em patamar inferior ao planejado, não obstante, nas grandes empresas, permanecessem em nível superior ao desejado.

Os resultados da CNI são ratificados pela Sondagem Conjuntural, realizada pela FGV, segundo a qual 22% das empresas encontravam-se, ao final do trimestre, com estoques involuntários. No caso do segmento de bens de consumo duráveis, o percentual das empresas descontentes com o nível de estoque alcançava 70%.

Embora permaneçam em patamar otimista, as perspectivas dos empresários pesquisados pioraram, de tal modo que o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), medido pela CNI, passou de 57,2, em abril, para 51,9, em julho.

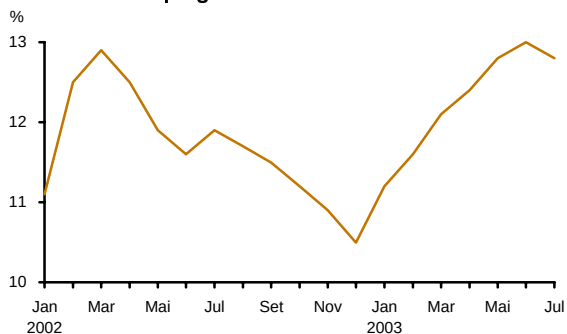
A despeito das dificuldades evidenciadas no primeiro semestre, o resultado da atividade fabril em julho, bem como a evolução recente de indicadores relacionados ao setor, sugerem a inflexão da trajetória descendente do nível de atividade. Contudo, dado os elevados níveis de estoques, deve-se esperar um movimento progressivo de expansão ao longo do segundo semestre de 2003.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A taxa de desemprego apresentou expansão contínua no primeiro semestre, passando de 10,5%, em dezembro de 2002, para 13% em junho, percentual mais elevado da nova série da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. Em julho, a taxa de desemprego registrou ligeira redução, situando-se em 12,8%. Em relação a 2002, as taxas mensais mantiveram-se em patamar inferior até abril, superando as do ano anterior, desde então. Cabe ressaltar o crescimento expressivo da População

Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Ocupação por categoria ocupacional

Discriminação	Em milhões de pessoas				
	2003				
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Total de ocupados	18,2	18,3	18,3	18,3	18,3
Categoria ocupacional					
Com carteira assinada	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1
Sem carteira assinada	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9
Trabalhadores não remunerados, militares e funcionários estatutários	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Por conta própria	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7
Empregadores	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0

Fonte: IBGE

Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2002	2003		
	No ano	I Tri	II Tri	Jul
Total	762,4	140,8	420,1	37,2
Indústria de transformação	161,2	41,1	87,0	-9,8
Comércio	283,3	5,7	55,6	7,7
Serviços	285,8	72,7	88,1	8,2
Construção civil	-29,4	-26,5	5,9	3,5
Serviços ind. de util.pública	5,3	2,0	0,1	-0,3
Outros ^{1/}	56,3	45,8	183,4	27,9

Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública, agropecuária e outras.

Economicamente Ativa (PEA), decorrente do ingresso de inativos – pessoas que não integravam o mercado de trabalho apesar de estarem em idade ativa. Considerando-se os dados de julho deste ano, em relação ao mesmo período de 2002, 367 mil inativos voltaram ao mercado de trabalho.

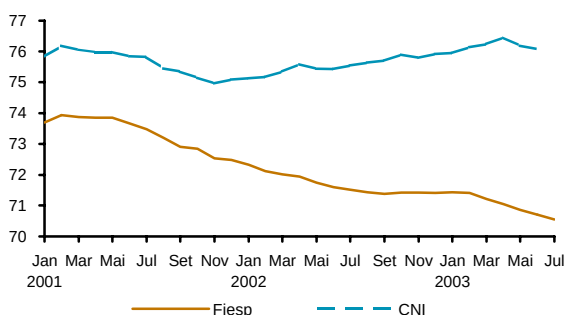
O mercado de trabalho nas seis regiões metropolitanas pesquisadas revelou intensificação da informalidade nos últimos meses. Enquanto o total de empregados com carteira assinada registrou queda de 1,3%, consideradas as médias nos trimestres findos em julho e em abril, o número de ocupações sem carteira assinada experimentou crescimento de 1,3% no mesmo período. Na comparação entre os meses de julho de 2003 e 2002, criaram-se 124 mil novas ocupações com carteira e 215 mil sem carteira assinada. No segmento por conta-própria, tem-se observado crescimento desde março, tanto em relação ao mês imediatamente anterior como em comparação a igual mês de 2002. De março a julho, 183 mil trabalhadores ingressaram nesta categoria e nos doze meses até julho, 329 mil.

O emprego formal apresenta padrão sazonal de contratações que se caracteriza por registrar níveis mais elevados em abril e maio e arrefecimento até agosto. Nesse sentido, utilizando dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), observou-se o total de 154 mil novos postos de trabalho em abril, número mais elevado do ano, mas que ficou aquém do máximo observado nos três anos precedentes. Na seqüência, o saldo reduziu-se paulatinamente até julho, quando foram registradas 37 mil contratações líquidas. O saldo apurado nos sete primeiros meses do ano assinalou 598 mil vagas adicionais, menor número desde 1999. Por setores, considerando-se a sazonalidade do período, a agropecuária foi o maior empregador, 252 mil vagas em 2003, superando resultados de iguais períodos dos últimos dois anos. No setor de serviços, foram criados 169 mil postos, na indústria de transformação, 118 mil, e no comércio, 69 mil. A construção civil experimentou retração de 17 mil postos de trabalho, no período.

Em relação ao emprego industrial, dados divulgados pela CNI, referentes a doze Estados da Federação, apresentaram expansão do nível de ocupação desde janeiro, registrando aumento de 1% no ano. Na série dessazonalizada, entretanto, o movimento mostrou interrupção no final do primeiro semestre, com quedas de 0,4% e 0,1% em maio e junho, respectivamente. Na avaliação por estados, não se observaram alterações significativas de desempenho em relação ao primeiro trimestre, mantendo-se a trajetória de crescimento do nível

Emprego industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



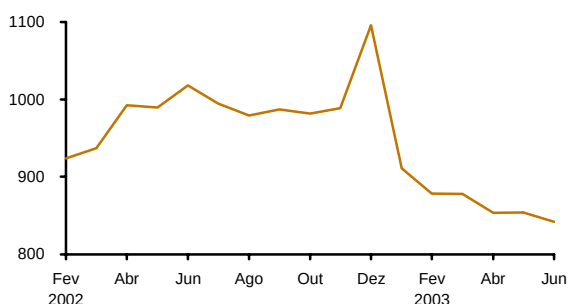
de emprego. As demissões superaram as admissões apenas em São Paulo, Rio de Janeiro e Pernambuco.

No estado de São Paulo, o emprego industrial, após assinalar estabilidade no último trimestre de 2002 e início de 2003, retomou trajetória descendente observada desde o começo de 2001. Nesse sentido, registrou-se contração mensal do nível de emprego do setor à taxa de 0,2% a partir de março, e variação negativa de 1,2% no ano, até junho.

Rendimentos

Rendimento médio real

Em R\$ do último mês divulgado, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

Os rendimentos médios reais dos trabalhadores, de acordo com a PME, apresentaram retração desde janeiro deste ano, registrando perda de 10,9% se considerada a média no primeiro semestre em relação à de igual período de 2002. Por categorias, a maior perda ocorreu para os trabalhadores por conta-própria, cujo rendimento mostrou-se 19,6% inferior ao de igual período de 2002. Para os trabalhadores com e sem carteira assinada as reduções alcançaram 6,6% e 7,7%, respectivamente. Assinale-se que a evolução da renda real dos trabalhadores evidenciou o recrudescimento da inflação no segundo semestre de 2002, devendo refletir, nos próximos meses, o retorno da inflação a taxas mais baixas e mais previsíveis.

Salários médios reais e massa salarial real na indústria de transformação

Discriminação	Variação % acumulada no ano						
	2003						
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
CNI							
Massa salarial real	-5,1	-6,0	-6,6	-6,9	-7,0	-6,7	
Fiesp							
Massa salarial real	-1,0	-2,8	-3,5	-3,9	-3,9	-3,6	-3,4
Salário médio real	0,2	-1,7	-2,4	-2,8	-2,8	-2,5	-2,3

Fonte: CNI e Fiesp

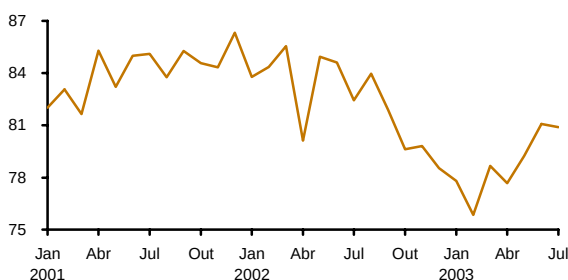
Na indústria de transformação paulista observou-se recuperação dos salários reais dos trabalhadores ao longo de 2003, registrando-se variações mensais positivas desde março, atingindo 0,5% em junho e 0,8% em julho. Essa trajetória contribuiu para a redução das taxas negativas decorrentes de comparações dos salários reais acumulados em 2003 e em 2002. Assim, no ano até julho, a redução atingiu 2,3% para os salários e 3,4% para a massa salarial, acentuada pela retração do nível de emprego. Os dados foram deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe).

Nos estados pesquisados pela CNI, observou-se crescimento generalizado da massa salarial no segundo trimestre, impulsionado, essencialmente, pelo aumento do pessoal ocupado, exceto no Rio de Janeiro e em São Paulo. Nesses estados não houve crescimento da ocupação mas se verificou recomposição real de salários. Deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), a massa salarial total apresentou alta de 1,9% no segundo trimestre sobre o trimestre anterior, embora persista defasagem acumulada no ano, até junho, de 6,7%.

Custo Unitário do Trabalho e produtividade

Custo Unitário do Trabalho

Dados dessazonalizados
1992=100

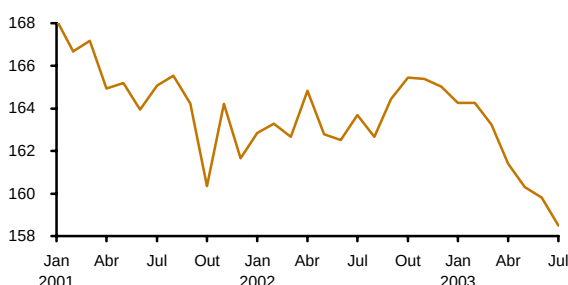


Fonte: IBGE, CNI e Banco Central do Brasil

O Custo Unitário do Trabalho (CUT), entendido como a relação entre a massa salarial real, divulgada pela CNI, e a produção física da indústria de transformação, segundo o IBGE, registrou aumento de 3,9% no trimestre encerrado em julho, comparativamente ao trimestre imediatamente anterior, considerando dados com ajuste sazonal. Em julho, o indicador manteve-se praticamente estável, recuo de 0,2% ante junho, sinalizando a perspectiva de interrupção da trajetória de alta nos indicadores mensais, que se delineia desde fevereiro. Ressalte-se que a tendência observada nesses últimos seis meses está associada, principalmente, à queda acentuada da produção fabril no período, que tem sido acompanhada pela relativa estabilidade do número de empregados na indústria. Apesar dessa trajetória ascendente, em comparação aos sete primeiros meses de 2002 o CUT ainda registra queda de 6%.

Produtividade

Dados dessazonalizados
1992=100



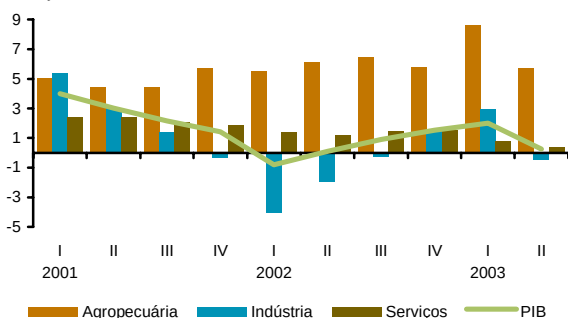
Fonte: IBGE, CNI e elaboração do Banco Central do Brasil

A produtividade da indústria de transformação, medida pela razão entre o índice da produção física do setor, de acordo com a PIM-PF do IBGE, e as horas trabalhadas na produção, divulgadas pela CNI, assinalou queda de 4,9% em julho, persistindo a tendência declinante pelo nono mês seguido, considerando-se dados com ajuste sazonal. Assim como na análise do CUT, essa trajetória está influenciada pela retração acentuada da atividade industrial no período. Acumulado no ano até julho, comparativamente a igual período de 2002, o indicador decresceu 0,9%. Dos dez estados analisados, seis experimentaram diminuição de produtividade no ano, particularizando-se Ceará, Minas Gerais e Pernambuco, com reduções de, respectivamente, 8,5%, 7,1% e 6,2%. Os destaques positivos couberam ao Espírito Santo, 16,7%, e ao Rio de Janeiro, 7,9%.

1.4 Produto Interno Bruto

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

De acordo com o IBGE, o PIB cresceu 0,3% no primeiro semestre de 2003, em relação ao patamar do mesmo período de 2002. Esse resultado refletiu a redução da demanda interna, influenciada pelas condições de crédito adversas e pela perda real de rendimentos, compensada pelo excepcional desempenho do comércio exterior, influenciado, em parte, pelo comportamento favorável da taxa de câmbio. Nesse sentido, o consumo das famílias e a formação bruta do capital fixo (FBCF) registraram quedas de 4,7% e 5,4% respectivamente, enquanto o consumo do governo mostrou crescimento discreto de 0,3%, as

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação percentual					
	2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II
Acumulado no ano	-0,8	0,1	0,9	1,5	2,0	0,3
Acumulado em 4 trimestres	0,3	0,0	0,5	1,5	2,2	1,6
Trimestre/igual trimestre						
do ano anterior	-0,8	1,0	2,5	3,4	2,0	-1,4
Trimestre/trimestre anterior						
com ajuste sazonal	0,8	1,5	0,9	0,0	-0,6	-1,6

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano				
	2002			2003	
	I Sem	III Tri	Ano	I Tri	II Tri
Agropecuária	6,1	6,5	5,8	8,6	5,7
Indústria	-1,9	-0,2	1,5	2,9	-0,5
Extrativa mineral	13,0	12,2	10,4	4,8	1,9
Transformação	-0,8	0,4	1,9	3,7	0,8
Construção civil	-7,4	-5,2	-2,5	-1,7	-6,5
Serviços ind. de utilid. pública	-6,7	-1,7	1,5	5,7	2,2
Serviços	1,2	1,4	1,5	0,8	0,4
Comércio	-1,0	-0,1	0,2	-0,1	-2,7
Transporte	0,6	-0,1	-0,9	-5,1	-2,9
Comunicações	7,4	7,2	7,4	0,1	-0,9
Instituições financeiras	0,3	1,6	2,2	1,6	-0,5
Outros serviços	0,7	0,6	1,0	2,7	2,6
Aluguel de imóveis	1,8	1,9	1,7	1,7	1,6
Administração pública	1,4	1,4	1,3	-0,1	0,6
Dummy financeiro	-1,0	0,8	1,9	2,4	0,4
Valor adicionado a preços básicos	0,6	1,3	1,8	2,1	0,5
Impostos sobre produtos	-3,6	-2,0	-1,0	0,9	-1,7
PIB a preços de mercado	0,1	0,9	1,5	2,0	0,3

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Discriminação	Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal					
	2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	0,8	1,5	0,9	0,0	-0,6	-1,6
Agropecuária	0,2	2,3	0,4	0,7	3,9	-1,2
Indústria	1,6	2,3	1,2	1,5	-2,4	-3,8
Serviços	0,6	0,3	0,7	0,0	-0,3	-0,4

Fonte: IBGE

exportações cresceram 25,3% e as importações reduziram-se em 5,3%.

Setorialmente, os resultados também refletiram os estímulos que afetaram os componentes da demanda. A agropecuária apresentou a maior taxa de crescimento, 5,7% no ano, expansão que reflete, principalmente, as vendas externas de soja e carnes, bem como o contínuo aumento de produtividade do setor. A atividade industrial decresceu 0,5%, na mesma base de comparação, influenciada pelo comportamento negativo da indústria da construção civil, que se constituiu no único segmento do setor secundário a apresentar resultado negativo, de 6,5%. Os demais subsetores apresentaram crescimento, destacando-se o aumento de 2,2% nos serviços industriais de utilidade pública – grupo constituído, basicamente, pela geração de energia elétrica – em função, sobretudo, da fraca base de comparação no início do ano passado, e o crescimento de 1,9% na produção extrativa mineral, influenciado, principalmente, pelo incremento de 1,2% na produção de petróleo, segundo a Agência Nacional de Petróleo (ANP). A indústria de transformação cresceu 0,8%.

O setor de serviços expandiu 0,4% no semestre. O resultado manteve-se positivo devido ao desempenho dos setores outros serviços, aluguéis e administração pública, segmentos cujo padrão de comportamento é influenciado de forma mais intensa pelo crescimento vegetativo. Os demais subsetores refletiram a desaceleração do nível de atividade econômica. Comunicações, seguindo a mesma base de comparação, registrou taxa negativa pela primeira vez desde 1991, início da série. Os segmentos de Transportes e Comércio, notadamente influenciados pelo desempenho de outros setores, experimentaram reduções respectivas de 2,9% e 2,7%.

O PIB contraiu 1,6% no segundo trimestre de 2003, em relação ao patamar assinalado no período anterior, quando considerada a série dessazonalizada. Esse percentual revelou a intensificação da perda de dinamismo da economia, já observada no primeiro trimestre, quando se registrou, na mesma base de comparação, recuo de 0,6%. A queda do nível de atividade econômica atingiu os três setores, mas em especial o setor industrial, onde o declínio alcançou 3,8%. Ressalte-se que, considerados os diferentes segmentos da indústria, o desempenho no período não se mostrou homogêneo. Nesse sentido, indicadores setoriais revelaram retração de 1,1% na atividade extrativa mineral, de 9,1% na construção civil e de 2,6% na indústria de transformação. Nesse segmento, a abertura por gêneros

Estimativa para o Comportamento do PIB em 2003

Quadro 1 – Crescimento acumulado no ano (%)

		2003			
		1° trim	2° trim	3° trim	4° trim
Agropecuária		8,6	5,7	5,6	5,8
Indústria	Extrativa mineral	4,8	1,9	2,9	6,0
	Transformação	3,7	0,8	-0,3	-0,6
	Construção	-1,7	-6,5	-8,4	-8,5
	Siup	5,7	2,2	3,3	3,5
	Total	2,9	-0,5	-1,3	-1,2
Serviços	Comércio	-0,1	-2,7	-1,4	-0,5
	Transporte	-5,1	-2,9	-2,8	-1,9
	Comunicações	0,1	-0,9	1,1	2,0
	Inst. financeiras	1,6	-0,5	0,8	1,5
	Outros serviços	2,7	2,6	2,6	2,6
	Aluguéis	1,7	1,6	1,4	1,6
	Governo	-0,1	0,6	0,9	1,1
	Total	0,8	0,4	0,9	1,3
Valor adicionado a preços básicos		2,1	0,5	0,5	0,7
Impostos sobre produtos		0,9	-1,7	-0,9	-0,2
PIB a preços de mercado		2,0	0,3	0,3	0,6

O PIB, de acordo com dados preliminares do IBGE, contraiu 1,6% no segundo trimestre, comparativamente ao resultado registrado no trimestre anterior, consideradas estatísticas ajustadas sazonalmente. Incorporado esse resultado, inferior às expectativas vigentes no início do trimestre, a variação acumulada do PIB atingiu 0,3% no primeiro semestre, ante 2% no primeiro trimestre. Registraram-se recuos expressivos do consumo, 4,7%, e do investimento, 5,4%, no primeiro semestre, em relação a igual período de 2002. Nesse contexto, a estimativa de crescimento para o PIB em 2003 foi revista para 0,6%.

A estimativa da variação do PIB resulta de crescimentos esperados de 5,8% na agropecuária e de 1,3% nos serviços, e de retração de 1,2% na indústria. Ressalte-se que esses desempenhos consideram cenário de recuperação do nível de atividade nos últimos seis meses do ano, sobretudo no último trimestre.

A expansão estimada da agropecuária é sustentada pelo forte crescimento da safra de grãos, de 24,4%, segundo previsão do IBGE, e pela continuidade do bom desempenho observado na produção pecuária, que tem sido favorecida pela expansão das exportações de carnes e derivados.

A indústria é o setor cuja estimativa experimentou revisão mais intensa. Essa alteração decorreu da sensibilidade de segmentos do setor ao comportamento das taxas de juros e das expectativas internas, em especial a indústria da construção civil e, na indústria de transformação, as categorias de bens de capital e de bens de consumo duráveis. A evolução mais favorável das taxas de juros e das

expectativas nos próximos meses, comparativamente ao primeiro semestre do ano, sustentam a perspectiva de recuperação da atividade nesses segmentos econômicos.

A estimativa para o setor de serviços reflete, em relação às estimativas anteriores, os efeitos da queda do consumo sobre os subsetores comércio e transportes, e as reduções das taxas de crescimentos em comunicações e instituições financeiras. Contrapondo-se, em parte, a esse movimento, destaca-se evolução favorável do emprego formal, indicador do comportamento do subsetor outros serviços.

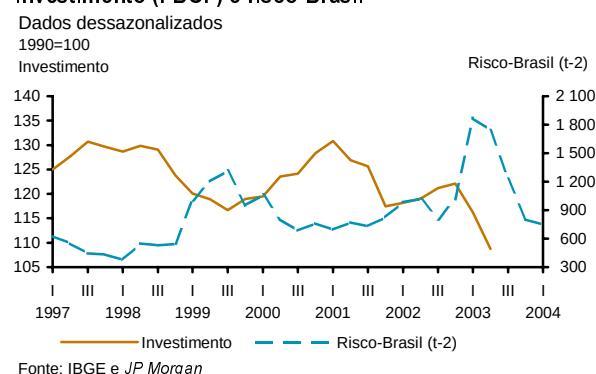
As perspectivas para a evolução do PIB, quando avaliadas pela ótica da demanda, revelam que o comércio exterior, ainda que mostrando arrefecimento quando se tomam períodos mais curtos como base de comparação, deve-se constituir no principal componente de sustentação do crescimento do PIB, com aumento das exportações de cerca de 11% e queda das importações em torno de 5%, no ano. A demanda interna deve exercer contribuição negativa, mesmo se delineando recuperação no segundo semestre. Na média, tanto o consumo das famílias como os gastos com investimentos deverão apresentar retração relativamente aos observados em 2002.

segue mostrando desempenho favorável para os segmentos ligados ao comércio exterior.

Para 2003, estima-se crescimento do PIB em 0,6%. Esse percentual é inferior à estimativa do cenário apresentada no último "Relatório de Inflação", em junho de 2003, de 1,5%, e reflete, basicamente, a continuidade, ao longo do primeiro semestre, de condições conjunturais desfavoráveis e de seus reflexos sobre o nível de demanda interna.

1.5 Investimentos

Investimento (FBCF) e risco-Brasil



Indicadores de investimento

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	2002	2003		
		I Tri	II Tri	Jul
Bens de capital				
Absorção ^{1/}	-7,1	-8,4	-14,4	-14,2
Produção	-1,0	0,5	-2,1	-2,6
Importação	-18,1	-28,4	-30,4	-33,6
Exportação	-5,9	-15,4	2,6	3,7
Insumos da construção civil	-2,7	-1,9	-6,6	-7,3
Financiamentos do BNDES	48,4	-9,4	-31,7	-18,9

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

1/ Produção + importação - exportação.

Os fluxos de investimentos mostraram redução expressiva no primeiro semestre do ano, evolução associada às incertezas inerentes ao processo de sucessão presidencial. A evolução do risco-Brasil, traduzida na trajetória do índice *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), espelhou os temores dos investidores durante o processo de transição política, tendo alcançado níveis observados apenas em períodos críticos da história econômica recente. O mesmo indicador, contudo, evidencia que a turbulência causada por esse processo está totalmente superada, atingindo, atualmente, patamar inferior ao observado antes do período eleitoral. A trajetória recente do risco-Brasil, indicando que o ambiente econômico está restaurado, e a sua inequívoca correlação com os fluxos de investimentos sinalizam a reversão da trajetória deste componente. Deve-se ressaltar, entretanto, que o processo de recuperação da atividade econômica, ainda incipiente, e os elevados níveis de ociosidade da capacidade produtiva, em grande parte dos setores industriais, tendem a retardar a retomada dos investimentos.

Segundo as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, reduziram-se 5,4%, no primeiro semestre de 2003 ante igual período de 2002. Indicadores da formação bruta de capital fixo, com periodicidade mensal, antecipavam esse resultado, ao mostrar redução, em 2003, até junho, da atividade de construção em 6,6%, das importações de máquinas e equipamentos em 30,4% e da produção de bens de capital em 2,1%. As exportações de máquinas e equipamentos aumentaram 2,6% nos seis primeiros meses de 2003. Como resultado, a absorção de máquinas e equipamentos recuou 14,4% no primeiro semestre.

Incorporados os resultados de julho, a atividade de construção civil reduziu-se 7,3%, as importações de máquinas

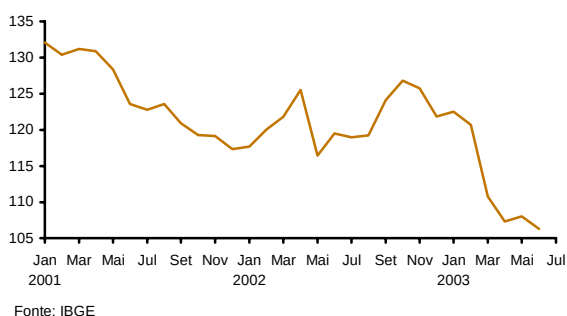
Produção de bens de capital

Dados dessazonalizados
Média móvel trimestral



Produção de insumos para a construção civil

Dados dessazonalizados
1992=100



Produção de bens de capital

Variação percentual

Discriminação	2003			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}				
Bens de capital	-0,8	-1,0	-3,3	-4,2
Industriais	-2,6	-6,5	-8,8	-9,1
Seriados	-1,4	-5,7	-8,9	-9,5
Não seriados	-8,7	-10,6	-8,9	-7,8
Agrícolas	6,5	16,4	21,6	20,1
Peças agrícolas	0,4	4,8	6,3	6,3
Construção	-1,4	0,4	-5,0	-8,5
Energia elétrica	-3,7	-14,9	-14,4	-14,6
Transportes	-11,0	-14,4	-12,3	-4,9
Misto	-0,4	0,2	-5,0	-6,8
No ano				
Bens de capital	-1,5	-1,3	-2,0	-2,6
Industriais	13,1	11,3	10,4	8,8
Seriados	20,0	18,1	17,3	15,4
Não seriados	-11,4	-13,4	-14,8	-15,5
Agrícolas	13,5	20,0	22,9	23,4
Peças agrícolas	6,4	7,0	10,1	8,8
Construção	-18,1	-16,8	-19,0	-22,1
Energia elétrica	-37,2	-38,1	-37,7	-35,1
Transportes	4,0	2,6	1,5	-0,2
Misto	-1,6	-2,4	-5,4	-6,9

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

e equipamentos, 33,6%, a produção de bens de capital, 2,6%, enquanto as exportações de máquinas e equipamentos expandiram-se em 3,7%, no acumulado do ano.

Análise mais detalhada dos dados da produção de bens de capital evidencia que a redução da atividade nos primeiros sete meses do ano não ocorreu de forma generalizada. Nesse sentido, a produção do segmento de máquinas e tratores para o setor agrícola expandiu 23,4%, a de peças agrícolas, 8,8%, e a de bens industriais seriados, 15,4%, destacando-se a produção de motores a diesel, destinados tanto para exportação como para o setor agrícola.

De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq), os indicadores de comportamento da indústria de bens de capital mecânicos foram negativos nos primeiros sete meses de 2003, comparativamente a igual período de 2002, conforme evidenciado pelas quedas de 1,1 p.p. na utilização da capacidade instalada e de 16,8, para 16,2, no número médio de semanas para o atendimento de pedidos em carteira. Além disso, o faturamento do setor, deflacionado pelo Índice de Preços por Atacado – Oferta Global (IPA-OG)/Produtos Industriais, máquinas e equipamentos industriais, apresentou queda de 14,2% até julho. As exportações de máquinas e equipamentos cresceram 31,8% na mesma base de comparação, enquanto as importações decresceram 13,4%.

Dados divulgados pela Anfavea corroboram o comportamento das atividades ligadas ao setor agropecuário. A produção de máquinas agrícolas cresceu 13,4% nos primeiros oito meses de 2003, ante igual período de 2002. Na mesma base de comparação, a produção de caminhões elevou-se 8,6%.

De acordo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os desembolsos do Sistema BNDES – BNDES, Finame e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R\$14,2 bilhões nos primeiros sete meses de 2003, valor 12% inferior ao concedido em igual período de 2002. Por setores de atividade, apresentaram queda nominal os financiamentos concedidos à indústria de transformação, 39%, e à indústria extrativa, 28,6%. Os desembolsos destinados ao comércio e serviços e à agropecuária, por sua vez, cresceram 23,6% e 6,2%, respectivamente.

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo básico para os financiamentos tomados junto ao Sistema BNDES, manteve-se praticamente estável ao longo de 2002.

Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2003				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago*
Mês ^{1/}					
Máquinas agrícolas	6,1	3,4	5,9	-4,9	11,4
Ônibus	-8,8	6,6	2,6	10,6	-9,7
Caminhões	2,1	-9,7	2,4	3,6	1,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}					
Máquinas agrícolas	-0,1	3,4	9,9	9,2	10,7
Ônibus	-13,2	-16,8	-15,6	2,6	7,3
Caminhões	-2,1	-13,7	-14,6	-11,1	-1,0
No ano					
Máquinas agrícolas	8,3	10,2	12,7	11,8	13,4
Ônibus	-3,8	-2,0	0,1	4,1	5,2
Caminhões	10,6	8,2	7,8	7,5	8,6

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

* Preliminar.

Desembolsos do Sistema BNDES^{1/}

Discriminação	Acumulado no ano (em R\$ milhões)			
	2002	2003		
		I Tri	II Tri	Jul
Total	37 419	5 495	11 000	14 173
Indústria de transformação	17 178	2 500	4 578	5 172
Comércio e serviços	15 482	2 397	4 779	6 664
Agropecuária	4 509	560	1 582	2 266
Indústria extrativa	250	38	62	70

Fonte: BNDES

1/ Compreende o BNDES, Finame e BNDESpar.

A TJLP passou de 10% a.a., no primeiro trimestre de 2002, para 9,5% a.a., no período subsequente, retornando a 10% a.a. no terceiro e quarto trimestres de 2002. No primeiro trimestre de 2003 a taxa foi elevada para 11% a.a., passando para 12% a.a. a partir de abril de 2003. Tal percentual foi mantido para o período que se encerra no final de setembro.

1.6 Conclusão

O recrudescimento inflacionário e as incertezas inerentes ao processo eleitoral constituíram-se em fatores determinantes do desempenho da economia no primeiro semestre, em patamar inferior ao esperado inicialmente. Tais fatores afetaram significativamente o consumo e os investimentos, tanto pela deterioração da massa salarial como em função da elevação das taxas de juros. As vendas no varejo registraram forte retração, atingindo não apenas bens de consumo duráveis, sensíveis principalmente ao crédito, mas também bens não duráveis, que respondem principalmente à evolução da renda. Ao mesmo tempo, as inversões produtivas, no primeiro semestre, restringiram-se à agropecuária e a alguns setores específicos da indústria, particularmente aos exportadores.

Considerando-se que esses fatores de inibição do crescimento da economia foram superados, as perspectivas para o segundo semestre delineiam-se bem mais favoráveis. O retorno da inflação a variações reduzidas proporcionará a expansão gradual da renda do trabalho, sobretudo à medida em que os níveis de atividade e de emprego se recuperem. Concorre, ainda, nesse sentido a concentração de dissídios de categorias importantes, nos próximos meses, e os efeitos sazonais associados a empregos temporários e ao pagamento de recursos extras, como o 13º salário. A queda da taxa de desemprego aberto, em julho, ainda que discreta, e o aumento dos salários reais da indústria de transformação paulista apresentam-se como sinais do início da recomposição da renda.

Paralelamente, a flexibilização da política monetária, com a redução gradual da taxa básica de juros e das exigibilidades de depósitos compulsórios, e a recuperação de expectativas criam condições para a retomada dos financiamentos, afetando primeiramente as vendas de bens de consumo duráveis e numa segunda etapa, os fluxos de investimento. Adicionalmente, as exportações persistem vigorosas, devendo permanecer atuando como elemento de impulso à atividade interna.

Nesse contexto, estatísticas referentes a julho e a agosto mostram sinais, ainda que incipientes, de reação da atividade econômica, mas crescimento mais intenso deverá ser observado a partir de setembro, em resposta ao gradualismo da recuperação dos rendimentos e à acomodação do nível de estoques de produtos finais.

Preços

A inflação manteve tendência declinante no trimestre terminado em agosto, evidenciando a superação dos impactos decorrentes das incertezas inerentes ao processo de transição política, em especial a expressiva depreciação do real registrada no segundo semestre de 2002. Esse comportamento recente dos índices de preços, bem como a evolução das expectativas referentes à inflação para o último quadrimestre de 2003 e para 2004, revelam a eficácia das medidas de política monetária e fiscal adotadas para a superação da crise.

De fato, embora fatores favoráveis, vinculados à oferta, estivessem presentes nos últimos meses – com influência sobre os preços de combustíveis e dos produtos agrícolas – a análise das variações dos índices mostra que a desaceleração dos preços abrange todos os grupos considerados. Não se trata, portanto, de comportamento transitório vinculado à contribuição de um segmento específico influenciado por choques positivos, mas sim do resultado da dissipação de pressões inflacionárias que se fizeram sentir no quadro conjuntural recente, em especial, os efeitos secundários do choque cambial e as expectativas desfavoráveis para evolução dos preços.

O comportamento dos núcleos de inflação, declinantes desde o segundo trimestre, independentemente do critério adotado para o seu cálculo, corrobora essa avaliação. As variações dos núcleos em agosto, quando anualizadas, situam-se em patamar comparável ao assinalado em 2000, ano em que a inflação manteve-se particularmente reduzida.

Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal							
	2003							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	2,2	1,6	1,7	0,4	-0,7	-0,7	-0,2	0,6
IPA	2,2	1,7	1,9	0,1	-1,7	-1,2	-0,6	0,7
IPC	2,3	1,4	1,1	1,1	0,7	-0,2	0,3	0,1
INCC	1,5	1,4	1,4	0,9	2,8	1,1	1,0	1,4

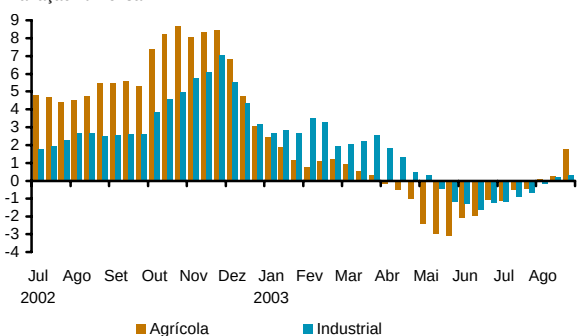
Fonte: FGV

2.1 Índices gerais

Os índices gerais de preços continuaram apresentando taxas negativas em junho e julho, registrando pequena recuperação em agosto. O Índice Geral de Preços

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

Variação % mensal

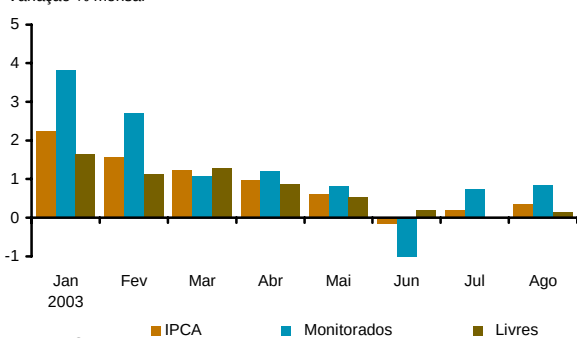


– Disponibilidade Interna (IGP-DI) teve queda de 0,28% nesses três meses, resultado associado tanto à evolução dos preços no segmento atacadista como ao consumidor. No atacado, enquanto os preços dos produtos industriais recuaram 1,6%, os preços agrícolas apresentaram elevação de 0,29%, no trimestre de junho a agosto. No segundo grupo, a continuidade da comercialização da nova safra e a apreciação da taxa de câmbio observada nos últimos meses concorreram para o recuo dos preços em junho e julho, quando assinalaram taxas de -1,04% e -0,42%, respectivamente. Por produto, os principais destaques constituíram-se nas quedas dos preços do milho, do feijão, da cana-de-açúcar e do trigo. Após registrarem altas expressivas nos primeiros meses do ano, os preços dos produtos industriais no atacado também refletiram a evolução recente da taxa de câmbio e recuaram 1,21% em junho e 0,66% em julho, tendo apresentado pequena recuperação, de 0,29%, em agosto. Nesse segmento, as maiores reduções de preços ocorreram em combustíveis e lubrificantes, 5,2%; matérias plásticas, 11,3%; e óleos e gorduras, 4,7%.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Evolução do IPCA

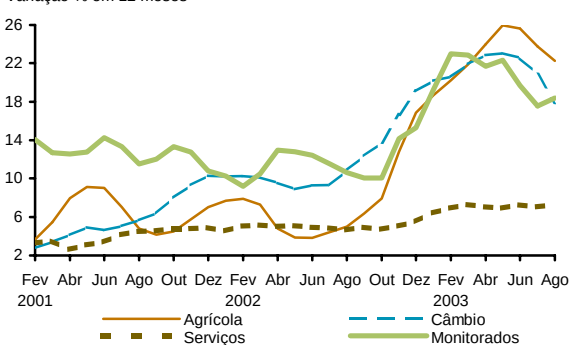
Variação % mensal



As variações mensais do IPCA seguiram, em junho e julho, a tendência declinante observada desde o início do ano, refletindo o arrefecimento dos preços livres e dos preços monitorados. Essa trajetória culminou com a queda de 0,15% em junho, única deflação registrada nesse mês desde o início da série, e com a menor taxa para o mês de julho desde 1998, ano em que a inflação total atingiu apenas 1,65%. Em agosto, o índice apresentou ligeira recuperação, de 0,34%, determinada, principalmente, pelos aumentos dos preços monitorados.

IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



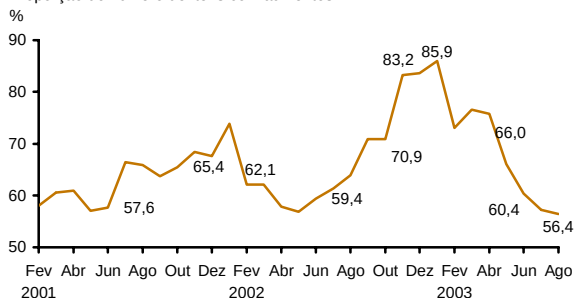
No trimestre encerrado em agosto, o IPCA acumulou variação de 0,39%, ante 2,84% no trimestre anterior. O recuo da inflação no período está associado à contração das variações dos preços dos alimentos, grupo com a maior participação na composição do índice, que passou de 3,33%, no trimestre anterior, para -1,28%; e à redução, de 3,13% para 0,55%, na variação dos preços monitorados.

A continuidade do período da safra agrícola e a apreciação da taxa de câmbio, de 17,2% no ano, até agosto, proporcionaram quedas nos preços dos alimentos industrializados, em especial de açúcares e derivados, óleos e gorduras e panificados. As condições climáticas mais

adequadas às culturas de produtos *in natura* determinaram expressiva redução de seus preços em junho, julho e agosto, acumulando queda de 16,5% nesses três meses. Os preços dos semi-elaborados também repercutiram pressões baixistas, principalmente em julho, devido, fundamentalmente, à boa safra do feijão e à redução do preço do frango. Esse movimento inverteu-se em agosto, reflexo do início da entressafra, com impactos iniciais nos preços dos derivados bovinos.

Itens do IPCA^{1/}

Proporção do número de itens com aumentos



Fonte: IBGE

1/ O IPCA é composto por 512 itens.

Os preços monitorados, que haviam registrado crescimento de 10% nos cinco primeiros meses do ano, mostraram desaceleração no período de junho a agosto, apresentando variação de 0,55% no trimestre. Esse comportamento deveu-se, principalmente, ao declínio dos preços dos combustíveis, que atenuou os impactos dos aumentos das tarifas de energia elétrica, em São Paulo e em Belém; e de telefone fixo, em todo o território nacional.

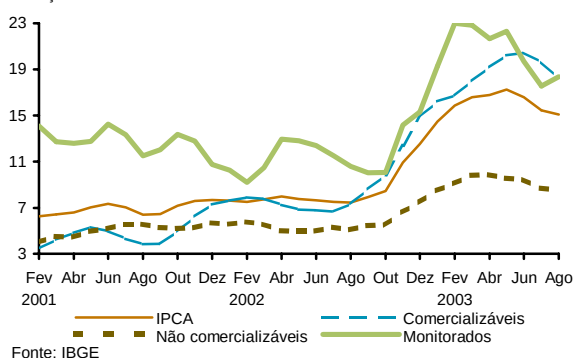
Embora as principais contribuições para o arrefecimento da inflação tenham advindo dos grupos alimentação e monitorados, deve-se ressaltar o desempenho favorável dos preços dos demais produtos, em especial artigos de limpeza, enlatados e conservas, aparelhos eletroeletrônicos e móveis e utensílios.

Outro indicador que evidencia a superação do episódio inflacionário e o retorno aos padrões observados antes do início da crise durante o período de transição é a proporção do número de itens, que apresentou variação positiva no IPCA em agosto, inferior à média observada em 2002, ano em que se registrou a menor inflação após a flexibilização do câmbio.

Com o resultado de agosto, o IPCA assinalou variação de 7,22% no ano, decorrente das elevações, no mesmo período, de 10,58% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 5,91% nos preços livres. Em doze meses, tais variações atingiram 15,07%, 18,38% e 13,79%, respectivamente.

IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

2.3 Monitorados

Enquanto a variação dos preços livres atingiu 0,32% de junho a agosto, a relativa aos preços monitorados alcançou 0,55%, o que corresponde a 0,16 p.p. da taxa de 0,39% do IPCA. Assinale-se a contribuição de 0,49 p.p. para o IPCA do trimestre, decorrente da evolução dos preços de energia elétrica e telefone fixo. As tarifas de energia elétrica

aumentaram em três regiões: São Paulo, 10,3% em julho; Belém, 26,38%; e Brasília, 21,5%, ambas em agosto. Além disso, houve aumento no encargo de capacidade emergencial, distribuído em junho e julho. No trimestre, o item energia elétrica residencial apresentou variação de 4,2%.

O reajuste de telefonia autorizado pela Anatel, em julho, originalmente baseado na evolução do IGP-DI, foi restringido, por decisão judicial ainda não definitiva, à variação com base no IPCA. Dessa forma, o item Telefone fixo, no IPCA, aumentou 10,52%, como resultado das variações de 14,34% nos subitens assinatura, pulsos e ligações de longa distância nacional e de 6,04% nas ligações de longa distância internacional.

Os preços dos combustíveis continuaram em queda, ainda refletindo as reduções nos preços de refinaria cobrados pela Petrobrás em maio. Adicionalmente, a queda observada no preço do álcool combustível e a maior participação do álcool anidro na mistura da gasolina contribuíram para a redução de 7,2% no preço desse derivado, no trimestre junho a agosto. No mesmo período, os preços do álcool combustível e do óleo diesel experimentaram quedas de 21,58% e 3,6%, respectivamente. A contribuição dos preços desses três produtos alcançou -0,59 p.p. no IPCA do trimestre. Ressalve-se, entretanto, que essa tendência deve se reverter nos próximos meses, em virtude da elevação dos preços do álcool, como decorrência do início da entressafra da cana-de-açúcar.

Os preços monitorados devem apresentar evolução menos favorável nos próximos meses. São esperados reajustes nos seguintes itens: taxa de água e esgoto, em São Paulo, Belém e Curitiba; energia elétrica, em Goiânia, Rio de Janeiro e Porto Alegre; e ônibus urbano, em Belém. Adicionalmente, a decisão final em relação ao índice a ser utilizado para o reajuste da telefonia fixa poderá provocar impacto adicional sobre a inflação nos próximos meses.

Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal							
	2003							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	2,3	1,6	1,2	1,0	0,6	-0,2	0,2	0,3
Exclusão	1,4	1,0	1,1	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4
Médias aparadas								
Com suavização	1,3	0,9	1,2	1,1	1,0	0,9	0,7	0,6
Sem suavização	1,7	1,0	1,0	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4
IPC-Br	2,3	1,4	1,1	1,1	0,7	-0,2	0,3	0,1
Núcleo IPC-Br	1,3	0,9	1,1	1,2	1,1	0,7	0,5	0,5

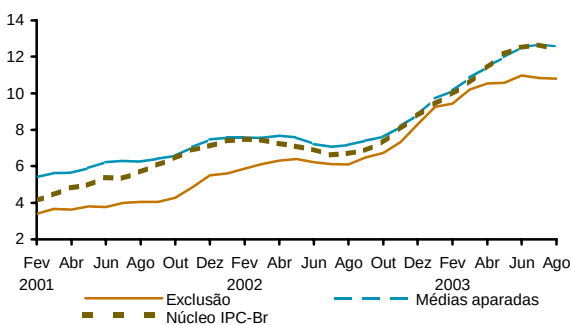
Fonte: Bacen e FGV

2.4 Núcleo de inflação

O núcleo do IPCA calculado com a exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados variou 0,52%, em junho, e 0,37% em julho e em agosto, mantendo trajetória de queda em relação às taxas apuradas no trimestre anterior. Essa medida, contudo, tem se situado acima do índice cheio, o que reflete queda mais acentuada dos preços nos grupos alimentação no domicílio e monitorados em relação aos demais grupos do IPCA. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 10,8%, em agosto.

Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



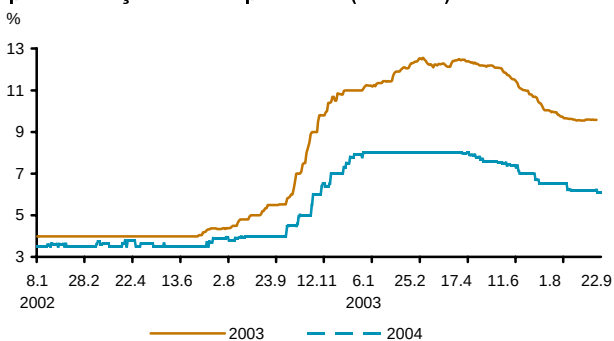
Fonte: Bacen e FGV

O núcleo calculado por médias aparadas registrou variação de 0,87% em junho, 0,65% em julho e 0,58% em agosto. Essa medida de núcleo apresentou expressivo recuo em relação aos resultados dos dois últimos trimestres, em grande parte devido à menor variação dos itens suavizados, o que reflete o esgotamento dos efeitos do choque cambial de 2002. O critério utilizado por esse núcleo exclui os itens cuja variação mensal se situe acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição, além de suavizar, ao longo de doze meses, a variação daqueles itens que têm as variações concentradas em poucos períodos do ano. Nos últimos doze meses, o núcleo por médias aparadas acumulou alta de 12,59%. Sem o procedimento de suavização de itens específicos, o núcleo de inflação por médias aparadas registrou variações de 0,39% em junho, 0,4% em julho e 0,35% em agosto, acumulando, nos últimos doze meses crescimento de 11,47%.

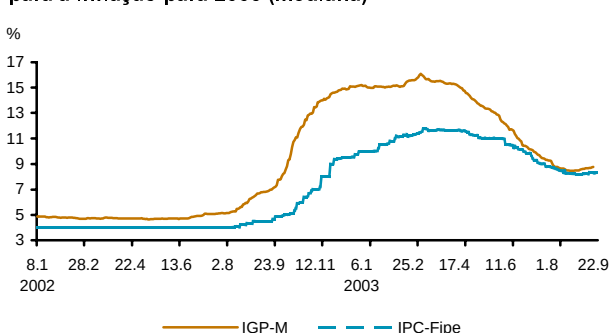
O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), calculado pela FGV utilizando-se o método das médias aparadas, também se encontra em patamar inferior ao registrado no trimestre anterior, apresentando variações de 0,74% em junho, 0,53% em julho e 0,45% em agosto. Nos últimos doze meses, acumulou alta de 12,43%.

2.5 Expectativas de mercado

Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IPCA (mediana)



Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação para 2003 (mediana)



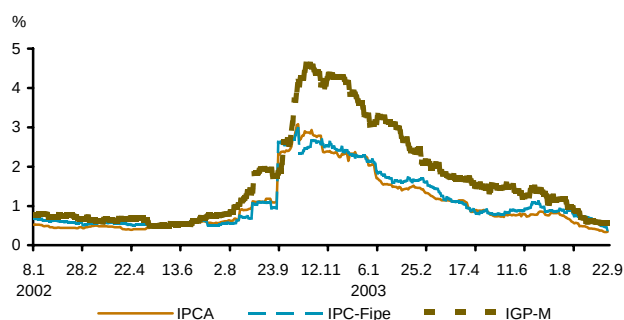
A Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil realiza pesquisa diária envolvendo amostra de aproximadamente setenta consultorias e instituições financeiras, em média, objetivando detectar as expectativas do mercado quanto à evolução das principais variáveis econômicas.

A mediana das expectativas de inflação para 2003, medida pelo IPCA, diminuiu de 11,53%, em 23 de junho de 2003, para 9,6%, em 22 de setembro de 2003. Para 2004, as expectativas passaram de 7,3% para 6,1%, entre as duas datas consideradas.

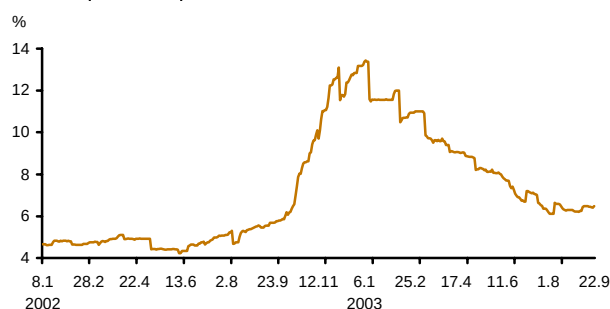
Quanto às medianas dos cinco melhores previsores (*Top five*) de curto prazo, diminuíram de 11,71% para 9,65%, relativamente a 2003, e de 7% para 6%, para 2004.

No que se refere à evolução do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), a mediana das expectativas para 2003 passou de 11,64%, em 23 de junho de 2003, para 8,84%, em 22 de setembro de 2003. Para 2004, diminuiu de

Desvio-padrão das expectativas de mercado para a inflação para 2003



Evolução diária das expectativas de mercado para o IPCA acumulado nos próximos 12 meses (mediana)



7,5% para 6,45%. As expectativas quanto ao IPC-Fipe para 2003 recuaram de 10,29%, em 23 de junho de 2003, para 8,32%, em 22 de setembro de 2003. Para 2004, passaram de 7% para 6,05%, consideradas as mesmas datas.

No que se refere às expectativas das medianas dos *Top five* de curto prazo, no caso do IGP-M, diminuíram de 11,03% para 8,84%, relativamente a 2003, mantendo-se em 6% para 2004.

Os desvios-padrão dos índices de preços esperados para 2003, que em 23 de junho de 2003 registraram 0,74% para o IPCA, 1,22% para o IGP-M e 0,88% para o IPC-Fipe, reduziram-se para 0,35%, 0,56% e 0,40%, respectivamente, em 22 de setembro de 2003. Para 2004, os desvios-padrão também recuaram nas mesmas datas, como segue: IPCA, de 1,06% para 0,62%; IGP-M, de 1,71% para 0,89%; e IPC-Fipe, de 1,29% para 0,52%.

Considerando a mediana das expectativas para a inflação acumulada nos próximos doze meses, de acordo com a variação do IPCA, registrou-se redução de 7,34%, em 23 de junho de 2003, para 6,48%, em 22 de setembro de 2003.

2.6 Conclusão

O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam não apenas a superação das pressões inflacionárias existentes ao término de 2002 e início de 2003, mas a dissipação de incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes naquela conjuntura. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, ao alcance das medidas monetárias, ainda que também estivessem presentes fatores relacionados à oferta, favoráveis ao comportamento de preços. A perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, resulta, em parte, da consolidação desse quadro. Não se antecipam pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial, por indexação, recuperação de margens ou repasses, fatores até recentemente mencionados com frequência.

Contudo, há de se considerar para os resultados dos índices de setembro e, em menor intensidade, para os de outubro, pressões pontuais decorrentes, principalmente, da elevação dos preços de produtos monitorados e de origem agrícola. No primeiro grupo, são esperados os impactos do reajuste remanescente das tarifas de telefonia, se

confirmado, das elevações recentes em algumas capitais, da taxa de água e esgoto, das tarifas de energia elétrica e de transporte urbano, com efeitos concentrados em setembro. Em relação aos produtos de alimentação, os preços tendem a mostrar recuperação, após registrarem queda por três meses, em função do início da entressafra, da recuperação dos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional e do esgotamento da sazonalidade favorável para os produtos *in natura*.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

A trajetória do crédito, no trimestre de junho a agosto, refletiu as condições adversas prevalentes no cenário econômico interno, traduzidas, principalmente, na redução do ritmo da atividade econômica e na contração da massa real de salários. Nesse contexto, apesar do processo de flexibilização da política monetária, a demanda por crédito bancário continua retraída, indicando que os agentes econômicos vêm postergando as decisões de consumo e de investimento, na expectativa de contraírem novos financiamentos em condições mais favoráveis.

Deve-se assinalar, no entanto, a queda das taxas de juros ativas e dos *spreads* bancários nas operações concedidas com recursos livres, a partir de junho. Esse movimento é explicado pelas reduções na meta para a taxa Selic, determinadas pelo Copom ao longo do trimestre, associado ao recuo da taxa de juros no mercado futuro, bem como pela diminuição na alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista. Nesse sentido, prevalece a perspectiva de que a consolidação dessa tendência venha a contribuir para dinamizar o mercado de crédito nos próximos meses.

Nesse contexto, o estoque das operações de crédito do sistema financeiro atingiu R\$385 bilhões em agosto, com expansão de 1,5% no trimestre, passando a representar 25% do PIB, ante 24,5%, em maio. No âmbito do sistema financeiro público, o crédito total alcançou R\$156 bilhões, com crescimento de 3,7% no período, que refletiu, principalmente, o aumento das operações com o setor rural e com empresas de energia. Os créditos concedidos pelo sistema financeiro privado, saldo de R\$229 bilhões, apresentaram estabilidade no trimestre.

A moderada expansão das operações de crédito do sistema financeiro foi sustentada pela evolução positiva dos

Evolução do crédito

Discriminação					R\$ bilhões	
	2003				Variação	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	379,3	381,2	382,8	385,0	1,5	8,8
Recursos livres	214,8	214,7	212,9	214,2	-0,3	2,9
Pessoa jurídica	132,8	132,2	130,2	130,5	-1,7	-1,2
Cambiais	51,2	49,7	49,2	49,2	-3,8	-19,0
Pessoa física	82,0	82,5	82,7	83,7	2,1	9,8
Direcionados	142,5	144,8	146,5	147,4	3,5	17,9
Habitação	22,2	22,3	22,4	22,6	1,7	5,5
Rural	37,1	38,4	38,4	39,3	5,8	42,1
BNDES	81,7	82,0	83,2	83,1	1,8	11,1
Outros	1,5	2,0	2,5	2,5	68,8	102,3
Leasing	8,2	8,2	8,3	8,3	0,6	-19,8
Setor público	13,8	13,5	15,1	15,1	9,2	45,7

Participação %:

Total/PIB	24,5	24,8	25,0	25,0
Rec. livres/PIB	13,8	14,0	13,9	13,9
Rec. direc./PIB	9,2	9,4	9,6	9,6

financiamentos concedidos com recursos direcionados, associada ao crescimento das operações canalizadas para a atividade agropecuária e daquelas realizadas pelo sistema BNDES. Em contraposição, os empréstimos contratados com recursos livres apresentaram redução no trimestre, influenciada, sobretudo, pelos efeitos de liquidações nas modalidades referenciadas em moeda estrangeira.

O volume total de crédito destinado ao setor privado somou R\$369,9 bilhões em agosto, apresentando incremento de 1,2% no trimestre. O reduzido crescimento refletiu a menor demanda de recursos por parte do setor produtivo, sinalizando que as empresas vêm restringindo seu endividamento de prazo mais longo em face do arrefecimento da atividade econômica.

No que se refere às atividades empresariais, o volume de crédito destinado ao segmento de serviços alcançou R\$65,3 bilhões, com queda de 0,5% no trimestre, sobressaindo as liquidações efetuadas pelo segmento de telecomunicações. Os empréstimos direcionados ao comércio, saldo de R\$39,7 bilhões, mostraram decréscimo de 0,5%, desempenho compatível com a queda no volume de vendas do comércio varejista, sobretudo, nos ramos de supermercados, alimentos e bebidas.

Relativamente ao setor industrial, o saldo dos empréstimos atingiu R\$112,5 bilhões, com acréscimo de 0,3% em relação a maio. Essa variação esteve concentrada nas operações com empresas de geração de energia e agroindústria.

A dívida bancária do setor público apresentou saldo de R\$15,1 bilhões, registrando expansão trimestral de 9,2%. Esse desempenho resultou, basicamente, da aquisição pelo BNDES de créditos de concessionárias do setor elétrico com os estados, além do desembolso de recursos para empresas estatais ao amparo de programa de expansão de energia elétrica. O estoque de débitos do governo federal atingiu R\$4,9 bilhões em agosto, elevação de 11,6%, enquanto os créditos para os estados e municípios somaram R\$10,2 bilhões, revelando crescimento de 8,1%, no período.

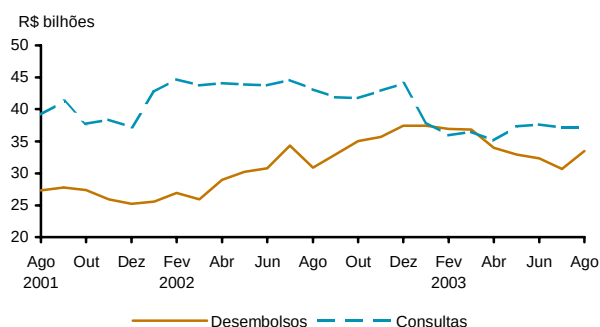
A carteira de arrendamento mercantil totalizou R\$8,3 bilhões em agosto, aumento de 0,6% no trimestre, com destaque para as operações com veículos, relativas a pessoas físicas. Considerando-se as novas concessões, houve crescimento de 42,6% no valor e de 25,1% no número de contratos ao longo do trimestre, com ênfase para o *leasing* de produtos de informática para o setor de serviços.

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados somaram R\$147,4 bilhões em agosto, registrando aumento de 3,5% no trimestre. O resultado refletiu a expansão de 1,8% nos financiamentos concedidos pelo Sistema BNDES, saldo de R\$83,1 bilhões, associada ao desempenho favorável do setor agropecuário, cujos empréstimos cresceram 5,8% nos últimos três meses.

BNDES: desembolsos e consultas

Acumulado em 12 meses



O volume acumulado de desembolsos realizados pelo BNDES alcançou R\$17 bilhões nos oito primeiros meses do ano, com retração de 18,9% em comparação ao registrado no mesmo período do ano anterior. Os recursos concedidos à indústria declinaram de R\$10,1 bilhões, em 2002, para R\$6,9 bilhões, neste ano, assinalando-se que essa retração esteve condicionada pela queda de 54% nos desembolsos para a Embraer. Abstraindo-se o segmento aeronáutico, observou-se manutenção dos níveis de financiamento para os projetos da indústria, com destaque para as contratações realizadas pelos ramos automotivo e de metalurgia.

As concessões de recursos para o setor de comércio e serviços atingiram R\$7,4 bilhões, significando recuo de 11% em relação ao ano antecedente, evidenciando a contração nos financiamentos para os segmentos eletricidade e gás.

Em relação à atividade agropecuária, o fluxo de desembolsos do BNDES alcançou R\$2,6 bilhões, representando aumento de 6,1% no ano, influenciado pela maior oferta de recursos destinados a investimentos em modernização, recuperação de solos, cooperativas e em cadeias produtivas, sobressaindo o Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras (Moderfrota). Esse programa, com orçamento previsto de R\$2 bilhões, é o principal beneficiado entre uma série de ações do banco de fomento que visam estimular a modernização do setor na safra 2003/2004.

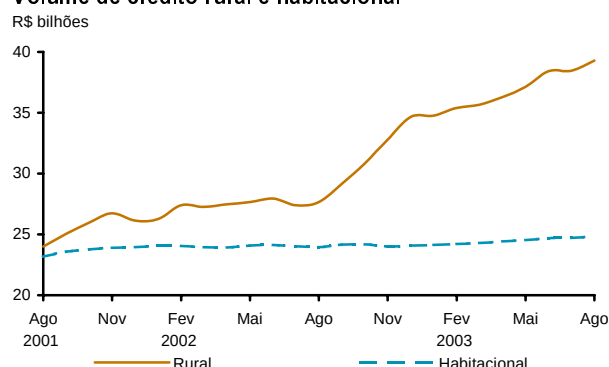
Os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas, que representaram 35% do total desembolsado, cresceram 25%, somando R\$5,9 bilhões.

O número de consultas efetuadas no BNDES, indicador de futuros investimentos de médio e longo prazos do setor produtivo, correspondeu a R\$21,2 bilhões de janeiro a agosto, revelando queda anual de 29,2%. O

comportamento refletiu a contração de 47,3% nas solicitações do setor de comércio e serviços, cujo volume alcançou R\$10 bilhões, mantendo-se a retração no segmento de eletricidade e gás.

As solicitações realizadas pela indústria recuaram 4,7%, alcançando R\$7,8 bilhões, com ênfase para a redução no ramo de transporte. Em relação à agropecuária, a demanda por recursos expandiu 20,4%, totalizando R\$3,4 bilhões.

Volume de crédito rural e habitacional



Com respeito aos financiamentos contratados com o setor rural, registrou-se crescimento de 5,8% no trimestre, com o saldo atingindo R\$39,3 bilhões. Destacou-se o aporte de recursos para investimentos e para a comercialização da safra 2002/2003, principalmente, sob a forma de capital de giro para a agroindústria. Em decorrência, a participação dessas atividades no direcionamento do crédito agrícola passou de 52,8% e 7,9%, respectivamente, em maio, para 53% e 8,5%, em agosto. Em consequência, a participação dos financiamentos para custeio contraiu de 39,3% para 38,5%, evolução explicada, em parte, pela menor demanda existente no período de entressafra.

A liberação de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) manteve-se como o principal fator expansionista do crédito para habitação. Assim, as operações para esse segmento, que incluem recursos livres e direcionados, atingiram R\$24,8 bilhões em agosto, crescendo 1,3% no trimestre. Os desembolsos para o setor habitacional alcançaram R\$547 milhões no trimestre encerrado em julho, superando em 38,3% o volume de igual período de 2002, registrando-se que estes recursos destinaram-se, prioritariamente, à demanda da população de menor renda. Do total, 53,9% foram destinados à aquisição e o restante, à construção de imóveis. Relativamente aos encargos financeiros, os novos negócios contratados com taxas de juros definidas pelas normas do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) atingiram R\$441 milhões, enquanto os financiamentos concedidos a taxas de juros de mercado totalizaram R\$106 milhões.

Operações de crédito com recursos livres

A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres diminuiu 5,1 p.p. nos últimos três meses, atingindo 52,7% a.a. em agosto. As reduções na meta para a taxa Selic e na alíquota de recolhimento compulsório sobre

Microcrédito

O microcrédito é a modalidade de financiamento destinada a pequenos empreendimentos, que se caracterizam pelo reduzido contingente de mão-de-obra e capital envolvido. Observa-se, entretanto, que o desenvolvimento desse tipo de crédito no país ainda é incipiente, devido, principalmente, ao custo dos empréstimos cobrado pelo sistema financeiro. As taxas dessas operações refletem, em parte, os riscos associados à irregularidade do fluxo de caixa e à inexistência de garantias por parte dos pequenos empreendedores.

Dados disponíveis indicavam, ao final de 2001, a existência de 121 instituições em operação no mercado de microcrédito no país, com carteira ativa de R\$138,8 milhões e 159 mil clientes. Para efeitos de comparação, estima-se que a demanda potencial por essas operações situa-se em 6 milhões de clientes e R\$11 bilhões em recursos, o que corresponderia a aproximadamente 1% do PIB.

Atualmente, existem no Brasil duas categorias de instituições voltadas para o atendimento da clientela de microempreendimentos, que possuem *funding* formado, principalmente, por repasses de fundos e programas de organismos públicos e internacionais, e são diferenciadas de acordo com o seu caráter lucrativo ou não. As organizações não-governamentais (ONG), sindicatos e órgãos estatais constituem as entidades que não atuam com finalidade de lucro, destacando-se, nesse sentido, o programa denominado “Banco do Povo”, efetuado com recursos dos governos estaduais, o qual alcançou R\$24,5 milhões e 17,1 mil beneficiados em 2001. Por outro lado, as Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCM), as cooperativas de crédito e as demais instituições financeiras atuam

com fins de lucro, destacando-se, nesse último segmento, a atuação dos bancos oficiais.

A experiência que tem apresentado os melhores resultados no âmbito do sistema financeiro é o programa Crediamigo, mantido pelo Banco do Nordeste do Brasil (BNB). Tal ação contempla a oferta de crédito para aquisição de mercadorias, inclusive equipamentos, mediante a exigência de negócio próprio já estabelecido e o aval solidário, ou seja, garantia oferecida por grupo de pessoas que trabalham por conta própria. Os financiamentos concedidos pelo programa Crediamigo atingiram saldo de R\$75 milhões em agosto, sendo que, nos primeiros oito meses deste ano, foram desembolsados R\$231 milhões, valor equivalente a 80% do volume liberado em 2002. Em 2003, foram registrados 274 mil novos contratos até agosto, que representam 76% dos contratos registrados no ano anterior, com média de R\$840.

Deve-se ressaltar que as medidas adotadas pelo governo nos últimos anos, visando ampliar as operações de microcrédito, foram direcionadas para a criação de novas instituições nesse mercado. Nesse sentido, destaca-se a implementação das SCM em agosto de 1999, entidades que apresentam limite de crédito de até R\$10 mil por cliente e que estão autorizadas a operar com repasses e empréstimos de entidades nacionais e estrangeiras. Atualmente, estão em funcionamento 44 instituições, cuja carteira de empréstimos somou R\$16 milhões em julho.

Em 1999, foi facultada às instituições financeiras a contratação de correspondentes bancários no país, estruturas montadas em pontos comerciais, inclusive lotéricas e lojas dos correios, com o objetivo de aumentar a capilaridade da rede de serviços das instituições financeiras. Esses estabelecimentos podem funcionar, inclusive, em áreas geográficas que possuam pontos de atendimento bancário, ressaltando-se que o número de correspondentes, responsável por mais de 66 milhões de pagamentos e recebimentos, atingiu 23,9 mil em 2002. Esse número representa aumento de 70% desde a sua implantação, superando em 40% o total de agências bancárias.

Recentemente, o governo adotou medidas adicionais, visando, principalmente, à redução dos encargos financeiros e ao aumento do nível de

“bancarização”, que devem contribuir para o acesso da população de baixa renda ao crédito, assim como viabilizar micro e pequenos empreendimentos não alcançados pelos programas tradicionais. Essas iniciativas concorrem, também, para a formalização e regularização de atividades econômicas e laborais desenvolvidas por esse segmento da sociedade.

Dessa maneira, a partir de julho de 2003, instituiu-se a obrigatoriedade de aplicação de no mínimo 2% dos recursos à vista mantidos pelo sistema bancário em operações de microcrédito, com taxas de juros efetivas de, no máximo, 2% a.m. Essa modalidade está limitada a R\$500 para pessoas físicas e R\$1 mil para empresas, e contempla exigências cadastrais simplificadas, características compatíveis com clientes de baixa renda, que, muitas vezes, atuam na economia informal. Estima-se que a oferta desses recursos deva corresponder a aproximadamente R\$1,1 bilhão, com base nos dados de agosto de 2003, assinalando-se que o Banco do Brasil foi autorizado a criar subsidiária na área de microcrédito, com meta de atingir 1 milhão de clientes em 2004, mediante oferta de R\$366 milhões.

Outra ação importante foi permitir que o sistema bancário mantenha contas especiais de depósitos à vista a partir de junho de 2003, sendo vedada a cobrança de remuneração pela abertura ou manutenção e dispensada a comprovação de renda por parte do cliente. Dados relativos à Caixa Econômica Federal revelam que foram abertas 562 mil contas até início de setembro, superando a meta estabelecida para 2003. Posteriormente, a referida medida foi estendida para as contas de depósitos de poupança.

No âmbito do sistema cooperativista, autorizou-se, em junho de 2003, a livre admissão de associados nessas instituições, que, normalmente, cobram menores encargos financeiros nas operações ativas com os participantes. Adicionalmente, em julho de 2003, foi ampliada a contratação de correspondentes bancários a sociedades de crédito imobiliário, bancos de investimento e associações de poupança e empréstimo, bem como permitida, entre outros serviços, a recepção e encaminhamento de propostas para emissão de cartões de crédito.

Além de facilitar a contratação de recursos para capital de giro dos pequenos negócios, o governo federal tem adotado iniciativas para ampliar a aquisição de máquinas e equipamentos, com reflexos positivos sobre os investimentos desse segmento. Destaca-se, nesse sentido, a autorização para o Banco do Brasil criar subsidiária com o objetivo de administrar grupos de consórcio de bens, inclusive para pessoas físicas de baixa renda e microempresários, com início de operação previsto para 2004. Com relação à atuação do BNDES no segmento de microcrédito, registre-se que os repasses efetuados a instituições não lucrativas e SCM, com vistas à concessão de financiamentos da produção, atingiram o saldo de R\$88 milhões em dezembro de 2002.

Assinale-se que, não obstante o reduzido volume de empréstimos envolvido nas operações destinadas aos microempreendedores, comparativamente ao total de crédito concedido pelo sistema financeiro nacional, deve-se considerar, entretanto, os amplos propósitos sociais e econômicos da política de microfinanças, ora em implementação pelo governo federal.

Consórcios no Brasil: Aspectos Gerais e Evolução Recente

O mecanismo de consórcio, considerado um sistema cooperativizado de autofinanciamento, com formação de poupança vinculada à aquisição futura de um bem, surgiu no início da década dos sessenta no Brasil, como alternativa ao então inexistente sistema de financiamento à aquisição de bens duráveis.

A partir de 1991, as atividades de administração, fiscalização e regulação dos consórcios foram transferidas para o Banco Central do Brasil (Bacen), que promoveu o saneamento do setor, bem como, posteriormente, a partir de 1997, a sua desregulamentação, concedendo-lhe maior autonomia. A manutenção no Bacen daquelas atividades não típicas de bancos centrais deverá, entre vários outros aspectos, ser decidida pelo Congresso Nacional, quando da regulação do sistema financeiro nacional, através de leis complementares, conforme determina a Emenda Constitucional 40, de 29.5.2003.

O papel do sistema de consórcios na ampliação/manutenção do consumo interno é significativo. Não só permite a aquisição de bens a um menor custo, ao não incorporar despesas com juros, e possibilita uma maior estabilidade da demanda desses bens, como propicia a incorporação de novos compradores, com menor disponibilidade de comprometimento de renda, e que poderiam ser aliados do mercado face às condições de financiamento vigentes.

Vários fatores afetaram, ou permanecem afetando, a evolução das atividades dos consórcios, como a evolução e o nível de renda dos participantes, as modificações nas regulamentações (prazos máximos, vedação à formação de grupos, proibição

de lances, etc.) e a disponibilidade efetiva de crédito, bem como de suas condições. Relacionada de certa forma a esse último aspecto, observa-se a existência de uma correlação positiva, a partir de 1999, ainda que não estatisticamente significativa, entre as cotas mensais subscritas de consórcios de automóveis e a evolução da taxa Selic real *ex-post* (IPCA).

O setor de consórcios tem atualmente mais de 3 milhões de participantes ativos, concentrados nos segmentos de motos, especialmente, e de automóveis (ver Quadro 1). Em termos da evolução por segmentos, merecem destaque os seguintes aspectos: a) acentuada e contínua ampliação dos participantes em consórcios de motos; b) idem, mais recentemente, para o segmento de imóveis, boa parte em decorrência da atuação da administradora pertencente à Caixa Econômica Federal (Caixa Consórcios S.A.– Imóveis); c) a acentuada redução dos participantes de consórcios de produtos eletroeletrônicos ("outros bens móveis") a partir do Plano Real – a causa inicial dessa queda deve-se às restrições ao setor, introduzidas ao final de 1994, com as reduções posteriores decorrendo aparentemente, obtida a estabilidade dos preços, da consolidação do sistema de crédito direto ao consumo. Vale destacar, também, que, excluído o segmento de “outros bens móveis”, o número de participantes de consórcios apresenta contínua expansão desde 1993.

Quadro 1 – Consórcios: número de participantes ativos (mil), ao final de período

	Automóveis ^{1/}	Motos ^{1/}	Bens de capital ^{2/}	Imóveis	Outros bens móveis ^{3/}	Total
1993	690,9	188,4	59,8	n.d.	1.741,1	2.680,2
1994	1.047,8	233,6	70,5	n.d.	2.104,4	3.456,3
1995	1.075,7	352,9	78,2	n.d.	1.199,6	2.706,4
1996	1.320,6	501,8	83,2	34,5	524,9	2.465,0
1997	1.373,9	751,3	102,8	42,7	656,1	2.926,8
1998	1.144,8	908,6	110,9	52,0	427,3	2.643,6
1999	1.184,3	1.059,7	109,7	61,9	257,2	2.672,8
2000	1.040,7	1.250,3	114,3	76,2	336,1	2.817,6
2001	955,3	1.399,7	119,6	95,4	324,6	2.894,6
2002	885,6	1.630,4	118,3	123,9	257,6	3.015,8
2003 (Jul)	876,6	1.683,8	117,1	146,3	190,8	3.014,6

Fonte: A partir de dados divulgados em www.bcb.gov.br/mPag.asp?perfil=1&cod=1008&codP=92&idioma=P

1/ Incluindo bens nacionais, estrangeiros e usados.

2/ Tratores, equip. rodoviários, máq. e equip. agrícolas, embarcações, aeronaves, veículos transporte de carga, veículos transporte coletivo passageiros; inclui bens nacionais e estrangeiros.

3/ Corresponde basicamente a produtos eletroeletrônicos e eletrodomésticos. Os consórcios de passagens aéreas, pouco expressivos, foram também aqui incluídos.

Quadro 2 – Importância relativa dos consórcios de automóveis e de motos – participação de cotas contempladas nas vendas internas mensais e semestrais desses bens (%)

	Automóveis	Motos
1993/Dez	16,0	97,9
1995/Dez	29,8	65,2
1997/Dez	41,4	77,7
1999/Dez	33,1	82,6
2001/Dez	14,9	58,7
2002/Dez	13,2	61,1
2003/ semestre até janeiro ^{1/}	13,3	51,9
2003/ semestre até julho ^{1/}	15,5	51,9

Fonte: Idem Quadro 1

1/ Média do período.

Quadro 3 – Participantes ativos de consórcios de administradoras ligadas^{1/} ao fabricante nacional – Posição em julho de 2003

	Participantes ativos (mil)	Parcela no total de participantes de consórcios (%)
Motos	991,9	63,5
Bens de capital	60,9	52,2
Automóveis	269,0	33,1

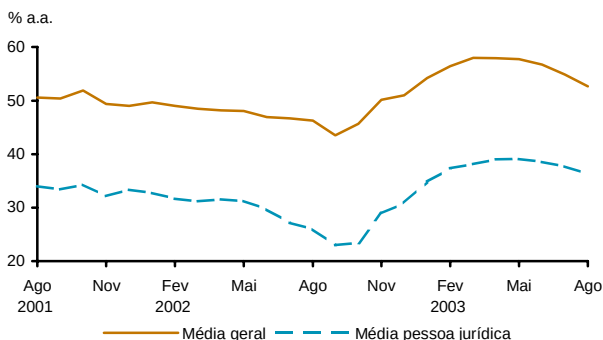
Fonte: Idem Quadro 1

1/ Administradoras e empresas são consideradas ligadas quando, em geral, uma participa, direta ou indiretamente, com no mínimo 10% do capital da outra.

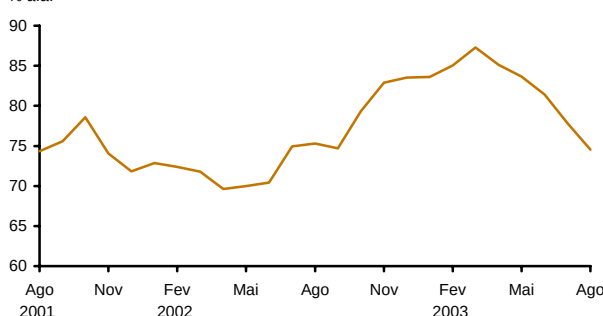
Quanto à importância dos consórcios para as vendas internas de determinados bens, o Quadro 2 apresenta sua significativa participação em automóveis (incluindo ainda camionetas e utilitários) e, especialmente, motos, diante das vendas totais reportadas pela Anfavea e pela Associação Brasileira dos Fabricantes de Motocicletas, Ciclomotores, Motonetas e Bicicletas (Abraciclo). Constata-se ainda que a participação estimada dos consórcios de automóveis nas vendas internas totais vem mostrando crescimento recentemente, tendo atingido, em média, 15,5% no semestre encerrado em julho de 2003, comparativamente à de 13,3% referente ao período imediatamente anterior. Os consórcios de motos, por sua vez, apresentaram participação estável, em torno de 52%, considerados os mesmos períodos.

Em decorrência da importância dos consórcios para a colocação da produção no mercado interno, os fabricantes nacionais dedicam especial atenção ao segmento, por meio da formação e atuação de administradoras de consórcios a eles vinculadas. Considerados os segmentos de automóveis e de motos, bem como o de bens de capital, e levando-se em conta os participantes ativos envolvidos, observa-se elevada participação dos consórcios de administradoras ligadas a fabricantes. Tal posição era inclusive majoritária em julho de 2003, considerados os participantes ativos, para motos e bens de capital, atingindo cerca de um terço para automóveis (Quadro 3).

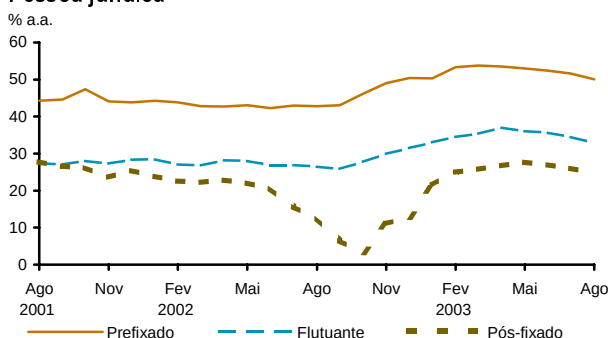
Taxas das operações de crédito com recursos livres



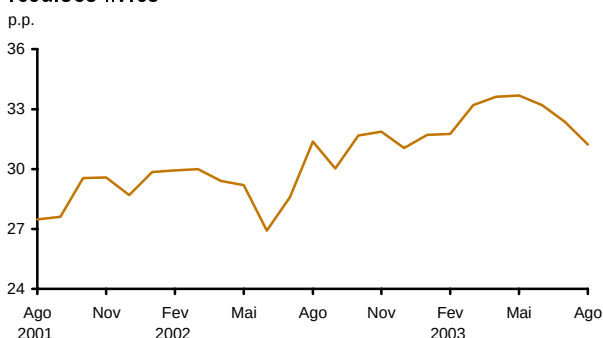
Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física



Taxas das operações de crédito – Pessoa jurídica



Spread médio das operações de crédito com recursos livres



depósitos à vista constituíram os principais determinantes do comportamento das taxas ativas no trimestre. Adicionalmente, a trajetória de queda observada recentemente nos índices de inflação aumentou as expectativas de redução da taxa básica, com reflexos sobre as taxas de juros no mercado futuro e sobre os cenários de curto prazo utilizados pelas instituições financeiras em suas decisões sobre o custo de suas operações ativas.

A taxa média dos empréstimos direcionados às pessoas físicas, pactuados predominantemente a juros prefixados, apresentou redução de 9,2 p.p. no trimestre, atingindo, em agosto, 74,5% a.a. As reduções absolutas mais acentuadas aconteceram nas carteiras de cheque especial, cuja taxa média diminuiu 13,7 p.p., atingindo 163,9% a.a., e de crédito pessoal, com queda de 10,6 p.p., para 87,5% a.a. A taxa média praticada na carteira de aquisição de veículos, que já havia apresentado redução de 5,8 p.p. no trimestre anterior, voltou a declinar, atingindo 41,4% a.a., com redução de 6 p.p. no trimestre.

A taxa média de juros dos empréstimos pactuados com pessoas jurídicas apresentou redução de 2,8 p.p., atingindo 36,3% a.a. Esse resultado refletiu as retrações de 2,9 p.p. e de 3,2 p.p. observadas, respectivamente, nas operações com juros prefixados e flutuantes, influenciadas pela queda do custo de captação interna, assim como o decréscimo de 2,6 p.p. nas operações de crédito pós-fixadas referenciadas na taxa de câmbio.

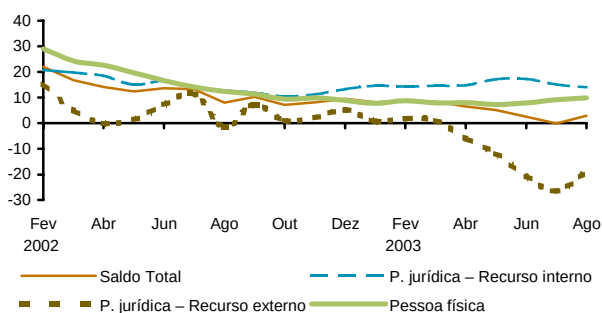
O *spread* bancário das operações de crédito com recursos livres alcançou 31,3 p.p. em agosto, 2,4 p.p. inferior ao registrado em maio. Esse resultado evidenciou a melhora na percepção de risco pelo mercado, associada à flexibilização da política monetária e ao comportamento estável dos índices de inadimplência das carteiras de crédito.

O volume das operações de crédito com recursos livres ainda não respondeu à redução nas taxas de juros implementada pelas instituições financeiras, tendo registrado queda de 0,3% no trimestre, situando-se em R\$214,2 bilhões. Conseqüentemente, sua participação em relação ao crédito total do sistema financeiro declinou de 56,6%, em maio, para 55,6%, em agosto.

O saldo das operações destinadas a pessoas jurídicas alcançou R\$130,5 bilhões, com retração de 1,7% no trimestre. Esse resultado foi determinado pelo recuo de 3,8% nas modalidades financiadas com captações externas, que totalizaram R\$49,2 bilhões. Esse movimento decorreu

Evolução do volume de crédito com recursos livres

Variação percentual em 12 meses



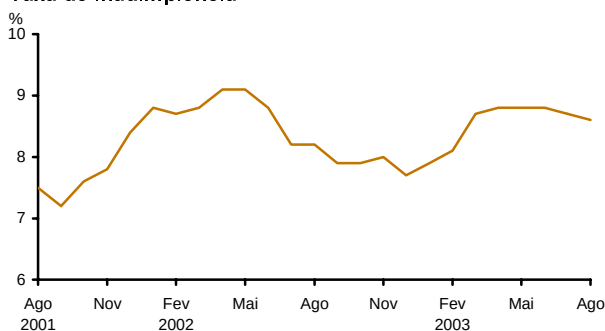
das liquidações de empréstimos com repasses externos e financiamento a importações e menor demanda por novas operações no período, confirmada pelo declínio de 12% nas novas concessões.

O volume das carteiras lastreadas em captações domésticas recuou 0,4% no trimestre, alcançando R\$81,2 bilhões, com destaque para a queda de 9% em *vendedor*, refletindo a desaceleração da atividade econômica e o nível indesejado dos estoques nas empresas.

No que se refere ao crédito para pessoas físicas, o saldo totalizou R\$83,7 bilhões, mostrando aumento de 2,1% no trimestre, ressaltando-se os crescimentos em crédito pessoal, aquisição de veículos e cartão de crédito. Nas novas contratações, assinala-se o aumento de 11,2% na média trimestral de aquisição de veículos, refletindo o esforço de vendas das montadoras e a queda das taxas de juros.

Qualidade do crédito

Taxa de inadimplência^{1/}



1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 15 dias.

Com respeito à qualidade das carteiras de crédito com recursos livres, a taxa de inadimplência manteve-se em 8,6% nos últimos três meses. Nas operações com pessoas jurídicas, a inadimplência permaneceu inalterada em 4,5%, enquanto no segmento de pessoas físicas foi verificada redução de 0,6 p.p., alcançando, em agosto, 14,8%.

Considerando-se a distribuição do crédito total do sistema financeiro, por níveis de risco, 86,5% estavam concentrados em risco normal (níveis AA a C), em agosto, revelando queda de 0,1 p.p. em relação ao registrado em maio. A participação do crédito compreendido no nível de risco 1 (D a G) atingiu 9,2%, apresentando estabilidade. Os créditos classificados no nível de risco 2 (H), que exige provisionamento integral, registrou participação de 4,3%, com variação positiva de 0,2 p.p. no período, concentrada em contratos do BNDES com os setores de transporte e energia.

As provisões efetuadas pelo sistema financeiro cresceram 6,2% no trimestre, atingindo R\$31,5 bilhões. A participação relativa sobre o total de crédito alcançou 8,2%, ante 7,8% em maio, refletindo, principalmente, o aumento do risco H. Em agosto, o sistema financeiro público constituiu provisões de R\$14,9 bilhões, equivalentes a 9,6% do total de créditos concedidos, ante 9% em maio. A participação relativa das provisões do sistema financeiro

privado, R\$16,6 bilhões, situou-se em 7,3%, ante 7% ao final do trimestre anterior.

3.2 Agregados monetários

A média dos saldos diários dos meios de pagamento, em seu conceito restrito (M1), alcançou R\$85,8 bilhões ao final de agosto, crescimento de 1,4% nos últimos doze meses. Na análise de seus componentes, o saldo do papel-moeda em poder do público elevou-se 10,8% e o de depósitos à vista decresceu 4%, refletindo a expansão atípica ocorrida no mesmo período do ano anterior. A velocidade renda do papel-moeda em poder do público apresentou queda a partir de junho. No trimestre junho-agosto, a velocidade renda dos depósitos à vista apresentou tendência de estabilidade, evidenciando as retrações no nível da atividade econômica e no ritmo das operações de crédito.

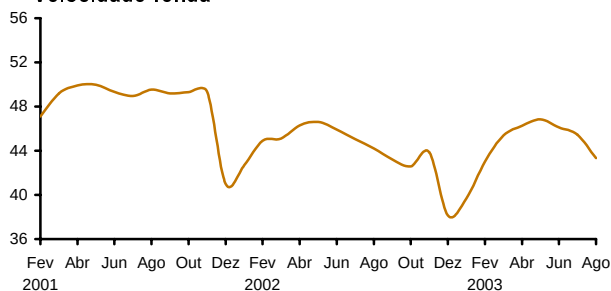
Com relação aos dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, observa-se continuidade na tendência de queda do M1, retornando ao patamar de maio do ano anterior, período em que iniciou-se o processo de elevação atípica do agregado, associado, fundamentalmente, aos desembolsos provenientes das liberações extraordinárias do FGTS, à migração de recursos dos fundos de renda fixa e ao volume de recursos movimentado para custeio do processo eleitoral.

Em sintonia com a demanda por depósitos à vista, os saldos médios diários da base monetária apresentaram estabilidade no último trimestre, atingindo R\$64,5 bilhões ao final de agosto, com elevação de 14,6% em doze meses.

Objetivando aumentar a liquidez, o Banco Central alterou a exigibilidade do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista. Nesse sentido, por meio da Circular 3.199, de 8.8.2003, a alíquota incidente sobre a média aritmética dos valores sujeitos a recolhimento (VSR) foi reduzida de 60% para 45%. Essa medida resultou na liberação de recursos para as instituições financeiras estimada em R\$8 bilhões.

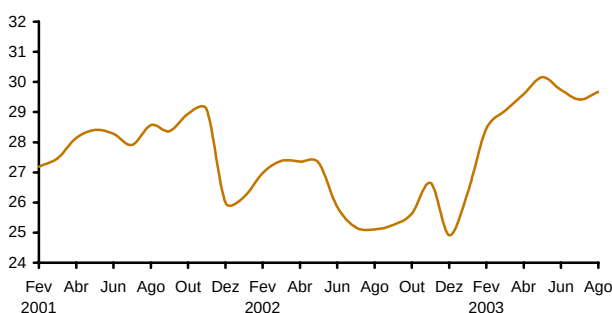
Os meios de pagamento ampliados apresentaram crescimento no trimestre junho-agosto, em decorrência, sobretudo, do fluxo cambial, além da liberação de recursos do FGTS. O conceito M2, que equivale ao M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, registrou elevação de 0,4% no trimestre, refletindo a queda de 0,4% no saldo dos títulos privados e

Papel-moeda em poder do público – Velocidade-renda^{1/}



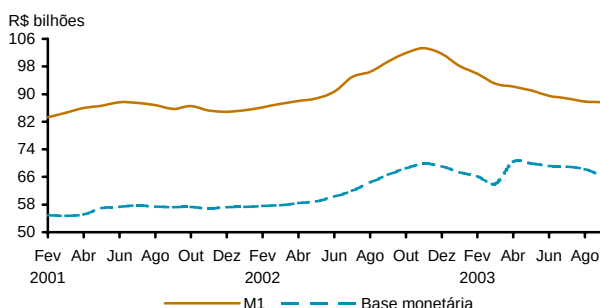
1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário.

Depósitos à vista – Velocidade-renda^{1/}



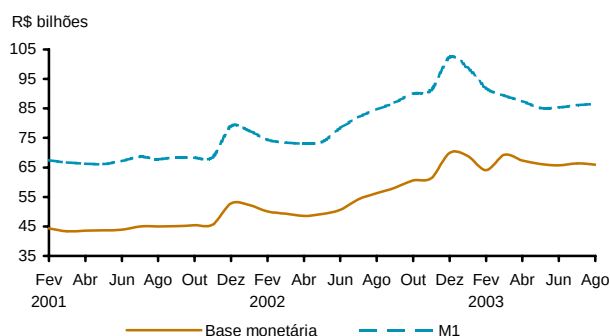
1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário.

M1 e Base monetária a preço de agosto de 2003, dessazonalizado^{1/}

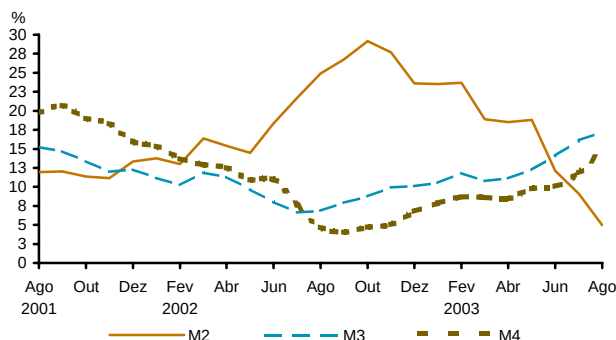


1/ Índice de preço: IPCA

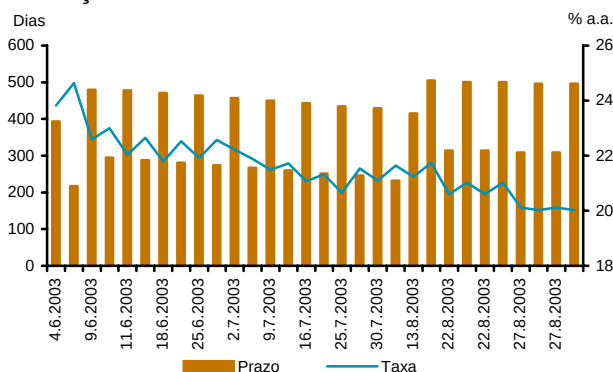
Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



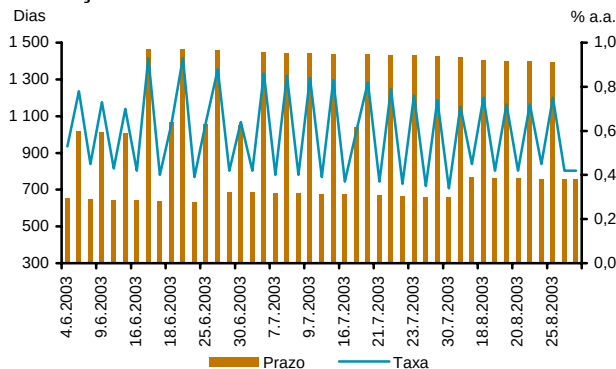
Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses



Colocações de LTN – Prazos x taxas



Colocações de LFT – Prazos e taxas



a evolução de 0,7% na caderneta de poupança. O M3, que engloba o M2 mais as cotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, elevou-se 5,7% no trimestre, em virtude da expressiva captação dos fundos de investimento no período junho-agosto, R\$14,6 bilhões. No ano, as cotas de fundos acumularam R\$40,4 bilhões de captação líquida. No conceito M4, que agrega o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, o saldo atingiu R\$879,2 bilhões ao final de agosto, com crescimento de 4,7% em relação ao patamar de maio de 2003.

Títulos públicos federais

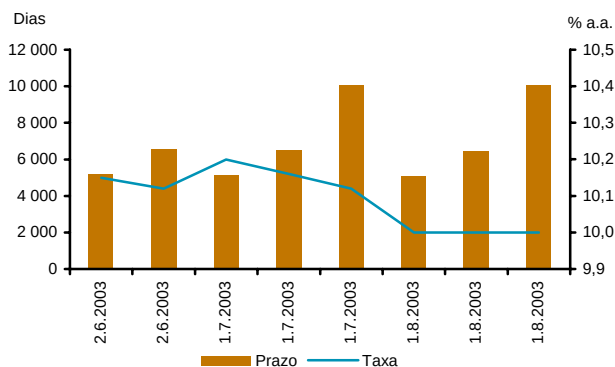
Ao longo do trimestre, a convergência das expectativas de mercado para a meta de inflação definida pelo Banco Central permitiu a continuidade do processo de alongamento nos prazos dos títulos públicos, iniciado no trimestre anterior. A flexibilização da política monetária, com reiteradas reduções na meta para a taxa Selic e com a liberação de recolhimentos compulsórios, contribuiu para a reversão da curva de juros futuros, com reflexos sobre as taxas pactuadas nos leilões primários do Tesouro Nacional.

De fato, nos leilões de Letras do Tesouro Nacional (LTN), as taxas médias de colocação apresentaram-se inferiores à meta para a taxa Selic vigente à época dos eventos, sendo que ao final de agosto foram colocadas LTN à taxa de 20% a.a., quando a meta para a taxa Selic estava fixada em 22% a.a.

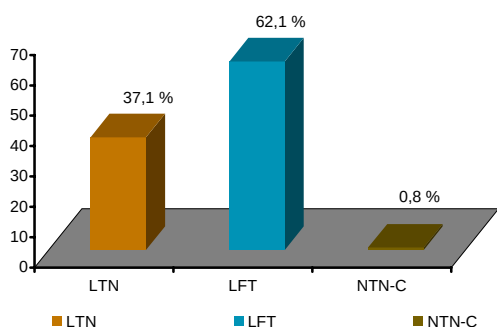
Da mesma forma, os deságios pactuados para as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) continuaram apresentando tendência de queda, não obstante significativo alongamento dos prazos dos títulos emitidos. O deságio ocorrido nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C) também foi reduzido, evidenciando a expectativa de queda nas taxas de juros reais de longo prazo.

No trimestre, as colocações de títulos alcançaram R\$89,3 bilhões e os resgates R\$86,2 bilhões, o que representou colocação líquida de R\$3,1 bilhões. Desse total, R\$13,6 bilhões constituíram operações de troca de títulos, principalmente de LFT, visando diluir a concentração de vencimentos e prorrogar os prazos de resgate.

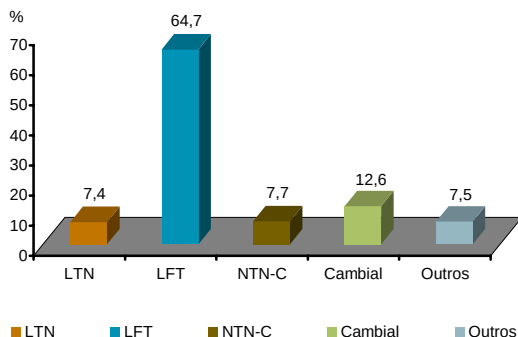
Colocações de NTN-C – Prazos x taxas



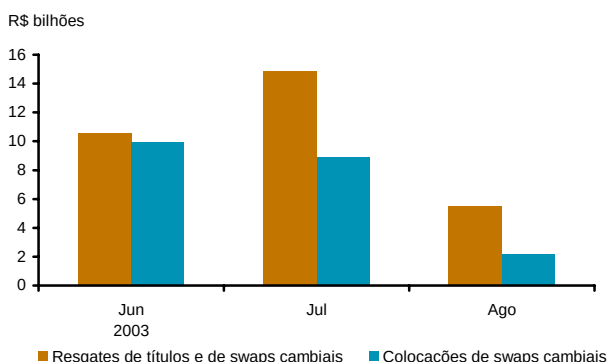
Emissões de títulos públicos federais entre junho e agosto de 2003 – Participação %



Composição da dívida mobiliária federal – Agosto 2003



Titulos e swaps cambiais



Desconsiderando-se os leilões de troca, registrou-se, a exemplo do observado no trimestre anterior, ampliação da participação relativa dos títulos prefixados no total emitido no período. As LTN representaram 37,1% dos títulos leiloados, com aumento de 15 p.p. em comparação às colocações de LTN no último trimestre. As emissões de LFT representaram 62,1% do total arrecadado nos leilões do Tesouro Nacional e as NTN-C, títulos indexados ao IGP-M, apenas 0,8%.

Deve ser destacada a colocação de títulos com novos vencimentos. Em especial, a emissão de LFT com vencimento em junho de 2007, maior prazo negociado desde setembro de 2001, e a emissão de LTN com vencimento em outubro de 2004 e em janeiro de 2005 – maior prazo desde março de 2002, quando foram colocados títulos com 660 dias. As NTN-C foram leiloadas com vencimentos até 2031.

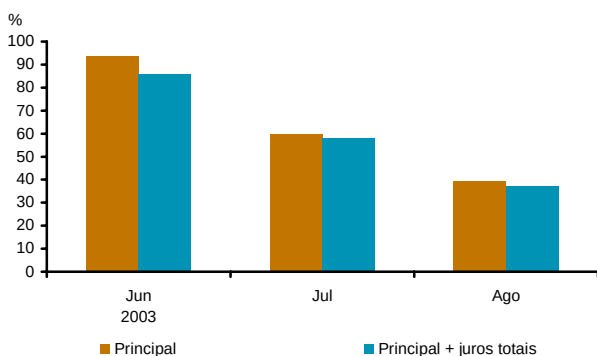
As mudanças nas condições de emissão de títulos se refletiram sobre a composição da dívida mobiliária federal, com a participação relativa dos títulos prefixados em relação ao total da dívida elevando-a de 3,3%, em maio, para 7,4%, em agosto. A participação dos títulos atrelados à taxa Selic, basicamente LFT, após apresentar tendência crescente no início do ano, voltou a declinar, passando de 67,2% para 65,5%, enquanto a parcela da dívida atrelada à taxa de câmbio foi reduzida de 14,4% para 12,6% do total.

Seguindo a estratégia definida em maio passado, a fim de reduzir a exposição cambial do setor público, o Banco Central não rolou integralmente os *swaps* e títulos cambiais que venceram no trimestre encerrado em agosto. Foram colocados *swaps* no valor de US\$7,2 bilhões. Ao mesmo tempo, considerando-se apenas o principal, foram resgatados US\$10,6 bilhões de *swaps* e títulos corrigidos pela variação do dólar, o que representou taxa de rolagem de 67,9% das dívidas que venceram neste trimestre. Ao se contabilizar o principal acrescido dos juros intermediários e finais, a taxa de rolagem atingiu 61,2% do valor dos vencimentos.

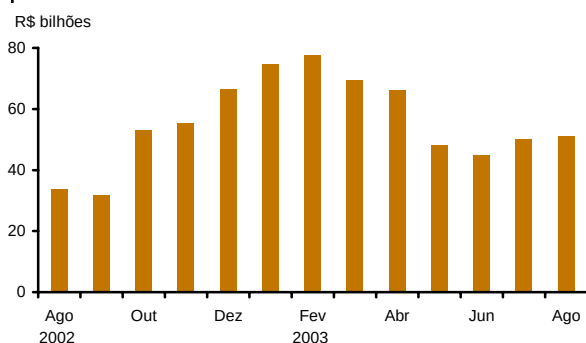
No que se refere ao controle da liquidez diária, o Banco Central atuou mediante operações compromissadas de dez dias úteis, realizadas às quartas-feiras, e operações diárias de nivelamento da liquidez com prazo de, principalmente, dois dias úteis.

Registrou-se, no trimestre, reversão da tendência de queda na posição líquida de financiamento. Esse movimento refletiu a arbitragem realizada pelo sistema

Giro de títulos e swaps cambiais



Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

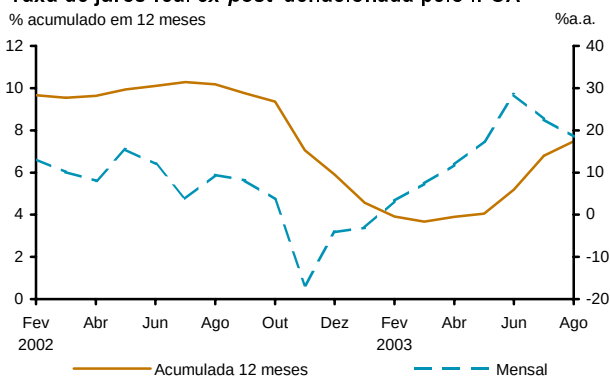


bancário em momentos de redução da meta para a taxa Selic, bem como, mais recentemente, a liberação de recursos para o sistema bancário determinada pela redução na alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista. A posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais registrou R\$57,6 bilhões em 29 de agosto, com média de R\$51,1 bilhões no mês.

Ao final de agosto, o Tesouro Nacional deu início à realização de operações especiais por ocasião das ofertas públicas de LFT e LTN. Nessas operações, um percentual da quantidade de títulos vendida no leilão é oferecido exclusivamente às instituições *dealers* do Banco Central e do Tesouro Nacional, ao preço médio verificado no leilão. O percentual disponível para a operação especial é definido no próprio edital da oferta pública. Tais operações visam estimular as instituições credenciadas a operar com o governo a desempenharem mais ativamente o papel de *market makers*, provendo o mercado secundário de maior liquidez, aumentando a competitividade no mercado de títulos públicos e reduzindo o custo de financiamento da dívida pública.

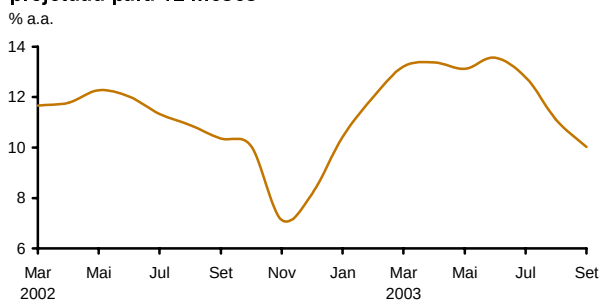
Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Taxa de juros real ex-post deflacionada pelo IPCA



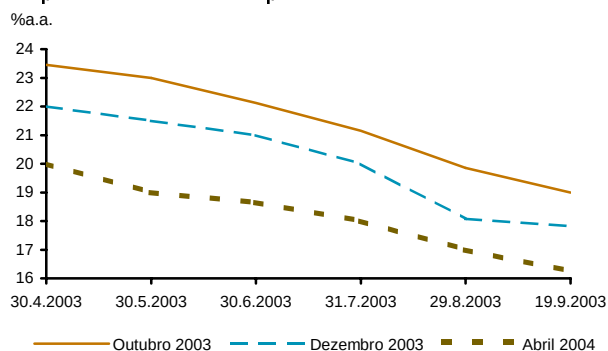
A taxa Selic deflacionada pelo IPCA, acumulada em doze meses, atingiu 7,5% a.a. em agosto, 3,5 p.p. acima da relativa a maio. O aumento da taxa real de juros registrado no trimestre esteve associado à elevação da taxa Selic acumulada em doze meses e à redução da taxa de inflação, registradas no trimestre. No que se refere à taxa Selic, não obstante a redução de 4,5 p.p. promovida pelo Copom no trimestre finalizado em agosto, a taxa acumulada em doze meses passou de 22%, em maio, para 23,7%, em agosto, evidenciando o patamar mais elevado da taxa Selic no trimestre junho-agosto de 2003, relativamente ao assinalado no período correspondente do ano anterior. Relativamente ao IPCA acumulado em doze meses, registrou 17,2% em maio, ante 15,1% em agosto, constituindo-se em fator adicional para o crescimento da taxa real de juros no trimestre.

Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA projetada para 12 meses

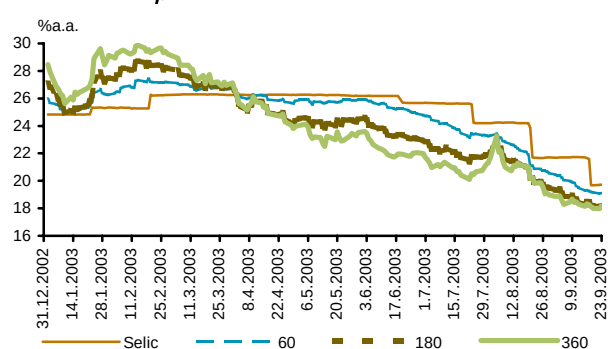


Por outro lado, a taxa de juros real projetada para os próximos doze meses, considerando-se as estimativas do mercado para a taxa Selic e o IPCA, apuradas pela Gerin, registrou trajetória decrescente em julho e agosto. Nesse sentido, a estimativa, em 19 de setembro, para a taxa real de juros em setembro atingiu 10%, ante 13,5% em junho.

Expectativa de mercado para taxa Selic – Mediana

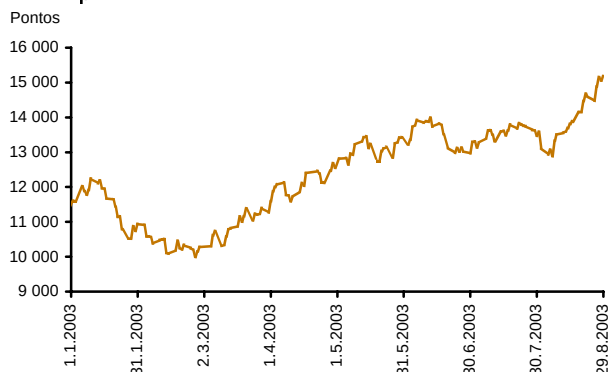


Selic x Swap DlxPré

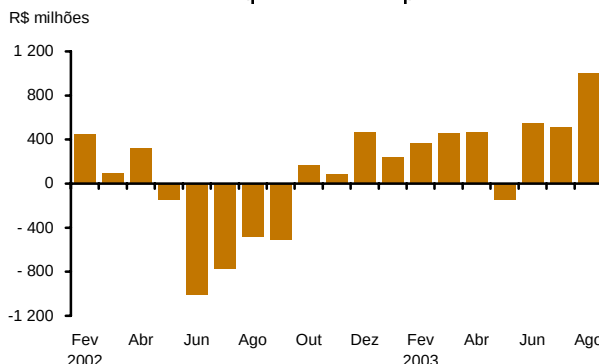


Fontes: BM&F e BC

Ibovespa



Investimento externo líquido na Bovespa



De fato, a taxa de juros dos contratos de *swap* DI x pré, para o prazo de um ano, manteve a tendência de queda registrada desde março, atingindo, em 23 de setembro, 18,2% a.a., 5,3 p.p. abaixo do valor registrado em maio. Ao longo do período, a trajetória alterou-se apenas no final de julho, quando o mercado vislumbrou dificuldades de aprovação da reforma da previdência, que acabaram sendo superadas com a votação da proposta na Câmara dos Deputados. Esse fato, associado à queda na meta para a taxa Selic em intensidade superior à prevista pelo mercado, influenciou positivamente as expectativas dos agentes econômicos, com reflexos sobre as taxas de juros no mercado futuro e sobre o desempenho da bolsa de valores.

Mercado de capitais

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentou valorização de 13% de junho a agosto, refletindo a conjuntura favorável observada no mercado financeiro, sobretudo no último mês do trimestre, quando o Ibovespa ultrapassou a barreira de 15.000 pontos, fechando o mês em 15.174 pontos, com rentabilidade acumulada no ano de 34,7%.

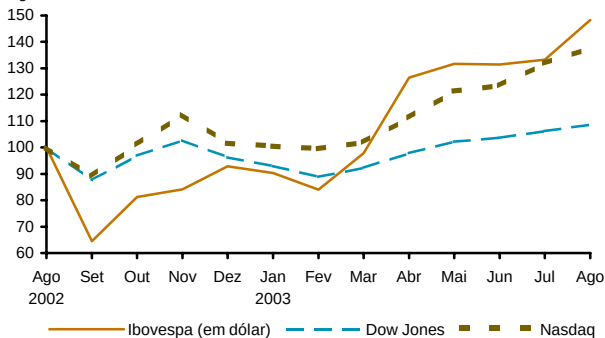
Em linha com a tendência de redução nas taxas de juros domésticas, a percepção do risco Brasil, definida pelo Embi+, manteve-se, durante a maior parte do período, entre 700 e 800 pontos, terminando agosto em 703 pontos. Esse cenário, aliado às perspectivas de valorização do mercado acionário brasileiro, contribuiu para o fluxo líquido de R\$2,1 bilhões por parte dos investidores estrangeiros, no trimestre, acumulando R\$3,4 bilhões no ano. O volume médio diário negociado na Bovespa atingiu R\$828 milhões em agosto, o maior valor desde junho de 2000.

A rentabilidade da Bovespa avaliada em dólar confirma a atratividade para os investidores estrangeiros, tendo o Índice Bovespa (Ibovespa) atingido 13% no trimestre e 60,4% no ano. Por sua vez, os índices *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) e *Nasdaq Composite* registraram, respectivamente, 6,4% e 13,4% no trimestre e 12,9% e 35,6% no ano.

A melhora nas expectativas dos investidores, entretanto, ainda não estimulou captações de recursos no mercado de capitais por parte das empresas. Dessa forma, refletindo as incertezas, bem como a redução do ritmo de crescimento da economia no primeiro trimestre do ano, verificou-se decréscimo de 40% nas emissões registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O total

Bolsas de valores

Agosto 2002 = 100

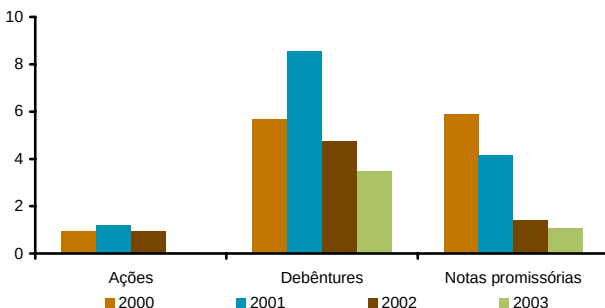


acumulado de emissões de ações, debêntures e notas promissórias atingiu R\$4,7 bilhões no trimestre, ante R\$7,1 bilhões no mesmo período de 2002.

Evidenciando as limitações ainda presentes no mercado de capitais no Brasil como fonte de financiamento às empresas, vale ressaltar a redução significativa do número de companhias autorizadas a emitir ações em bolsa nos últimos anos. Em agosto, apenas 380 companhias detinham a prerrogativa de operar no mercado primário de ações, representando decréscimo de 28% em relação às empresas listadas na Bovespa ao final de 1998.

Emissão primária no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até agosto

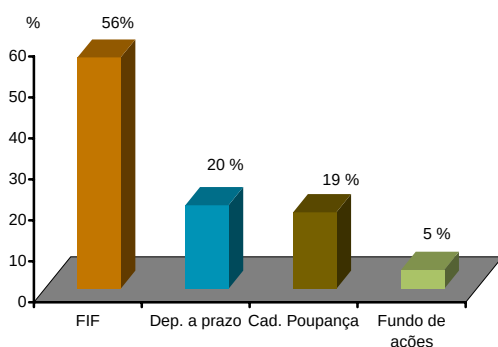


Fonte: CVM

Aplicações financeiras

O saldo total dos recursos aplicados em caderneta de poupança, fundos de investimentos financeiros (FIF), fundos de ações e depósitos a prazo (CDB) totalizou R\$714,6 bilhões em agosto, apresentando crescimentos de 5,4% em relação ao patamar de maio e de 15%, no ano. Dentre as diversas aplicações, destacou-se a expressiva captação de recursos pelos FIF, migrados de depósitos a prazo e da caderneta de poupança, assim como do ingresso líquido de recursos externos.

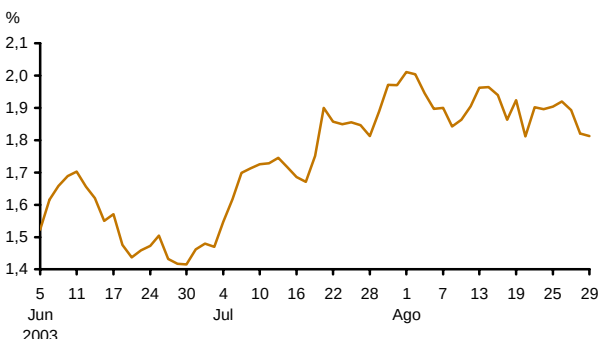
Composição da Poupança Financeira – agosto 2003



O patrimônio líquido dos FIF registrou R\$414,3 bilhões em agosto, com captações líquidas de R\$14,6 bilhões no trimestre junho-agosto e de R\$40,4 bilhões no ano. Assinale-se, entretanto, que esse movimento ainda não superou as perdas ocorridas em 2002, quando os resgates líquidos totalizaram R\$60,9 bilhões. Nos últimos doze meses, a captação líquida acumulou R\$32,2 bilhões.

Rentabilidade dos FIF

Acumulada em 21 dias úteis

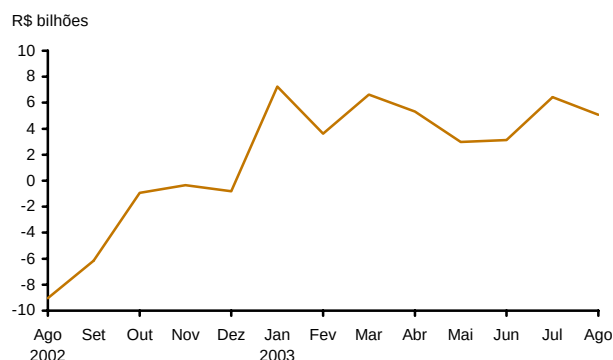


Essa melhora na captação dos fundos está associada, principalmente, ao aumento na rentabilidade, diante da trajetória de queda na taxa básica de juros, acarretando elevação no valor das cotas. Destaque-se, ainda, a migração de recursos dos fundos DI para os fundos de renda fixa. A diminuição dos prêmios pagos pelas LFT nos últimos meses reforça a tendência favorável a esse movimento.

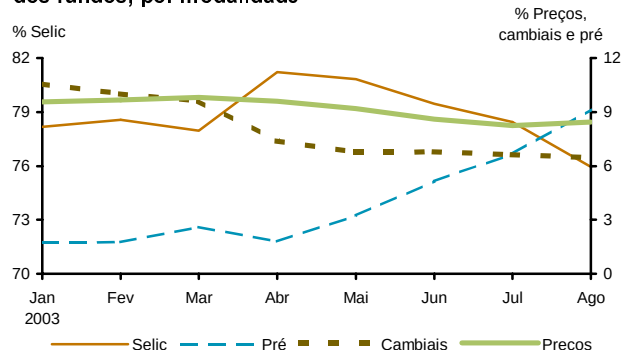
O patrimônio líquido dos fundos de ações, que compreende fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM) e fundos mútuos de privatização (FMP), apresentou elevação de 4,4% no trimestre e de 6,4% no ano, totalizando saldo de R\$34,3 bilhões em agosto.

Não obstante a performance observada nos últimos meses no mercado secundário de ações, a captação líquida

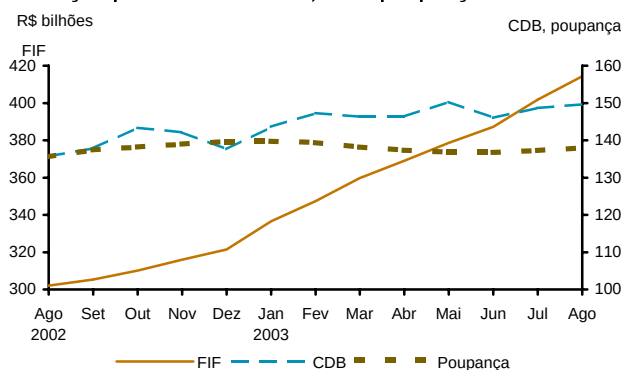
FIF – Captação líquida



Composição dos títulos públicos na carteira dos fundos, por modalidade

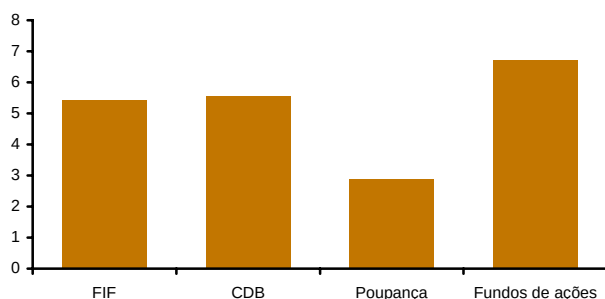


Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança



Rentabilidade das aplicações financeiras

% acumulado de junho a agosto/2003



dessa modalidade de fundos registrou valores negativos no período, em torno de R\$300 milhões, sinalizando que o atual patamar de rentabilidade dos fundos DI e de renda fixa continua mantendo esta modalidade mais atrativa, tendo em vista a relação risco-retorno. Contudo, a trajetória de queda na taxa básica de juros tende a promover, gradualmente, movimento de migração de recursos a favor de aplicações em renda variável.

Os saldos das cadernetas de poupança e dos depósitos a prazo atingiram R\$137,9 bilhões e R\$149,6 bilhões, respectivamente, no final de agosto, tendo registrado, no trimestre, resgates líquidos de R\$2,7 bilhões e de R\$8,7 bilhões. Esse movimento esteve associado à continuidade da migração de recursos dessas aplicações para os fundos de investimento.

Entre as aplicações financeiras, os fundos de ações apresentaram a maior rentabilidade no trimestre, 6,7%, seguindo-se os proporcionados pelos CDB, 5,6%, FIF, 5,4%, e caderneta de poupança, 2,9%. Em termos reais, a rentabilidade média das aplicações financeiras tradicionais apresentou-se favorável aos investidores, após período de retornos reais negativos observados entre o final de 2002 e o primeiro trimestre deste ano.

3.3 Política fiscal

Necessidades de financiamento do setor público

O setor público não financeiro registrou superávit primário de R\$4,3 bilhões em julho, reflexo de superávits de R\$3,3 bilhões do governo central (governo federal, INSS e Banco Central) e de R\$1 bilhão das empresas estatais, e de déficit de R\$16 milhões registrado no âmbito dos governos regionais.

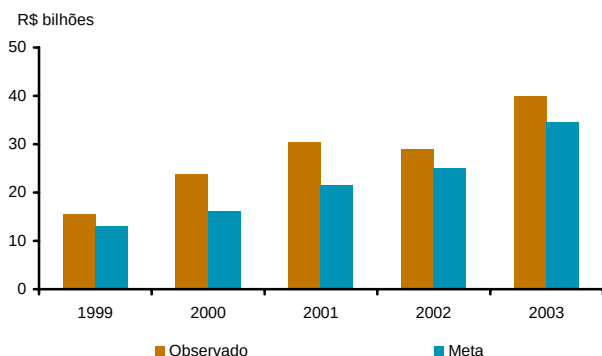
No ano, o superávit consolidado atingiu R\$44,3 bilhões, equivalentes a 5,05% do PIB, comparativamente a R\$32,9 bilhões, 4,48% do PIB, em igual período de 2002, assinalando-se resultados favoráveis em todas as esferas de governo. Nesse sentido, o governo central respondeu por superávit de R\$32,7 bilhões, 3,73% do PIB, apresentando crescimento equivalente a 0,6% do PIB em relação ao observado no período correspondente de 2002. Os governos regionais e as empresas estatais registraram superávits de R\$9 bilhões, 1,03% do PIB, e de R\$2,6 bilhões, 0,3% do PIB, respectivamente, mesmo patamar verificado no ano anterior.

O desempenho do governo central, até julho, traduz crescimento da receita líquida superior ao das despesas. Dessa forma, enquanto a receita líquida registrou expansão de 14,4%, representando R\$21 bilhões, as despesas totais apresentaram crescimento de 9,8%, situando-se em R\$12,1 bilhões, no período. Como proporção do PIB, as receitas contraíram 0,7 p.p. e as despesas, 1,27 p.p.

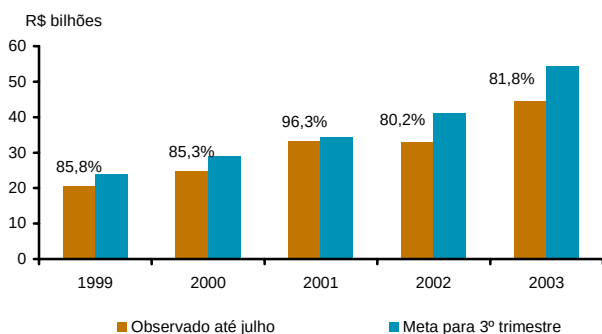
A redução das receitas como proporção do PIB esteve associada à ausência de recolhimentos atípicos presentes em 2002; a decisões judiciais desfavoráveis ao fisco, no âmbito da Contribuição por Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); à redução das alíquotas do IPI e do Imposto de Importação; e ao impacto da desaceleração da atividade econômica.

No que se refere às despesas, os desembolsos com pessoal e encargos sociais e com custeio e capital efetuados nos primeiros sete meses do ano cresceram 7,6% e 1,8%, respectivamente, em relação aos registrados no período correspondente em 2002. Assinale-se que como proporção do PIB, essas rubricas apresentaram, na ordem, contrações de 0,57 p.p. e de 0,74 p.p. No mesmo sentido, as transferências a estados e municípios aumentaram 12,4%, em valores nominais, mas recuaram 0,26 p.p. quando expressas em percentual do PIB.

Resultado primário – Primeiro semestre



Resultado primário – Observado até julho x meta para o terceiro trimestre



Assinale-se, em junho e em julho, o crescimento dos gastos discricionários sob a rubrica “outras despesas de custeio e capital”, movimento associado ao maior percentual de execução do limite de dispêndios autorizados para o período, em relação ao registrado nos primeiros meses do ano, em função da transição de governo e do final do planejamento orçamentário.

A melhoria no desempenho fiscal do governo central em relação ao ano anterior, aliada à consolidação do equilíbrio fiscal dos demais segmentos do setor público foi fator determinante para o cumprimento até julho de 81,8% da meta de superávit primário fixada para setembro. Em 2002, esse percentual correspondia a 80,2%.

Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, totalizaram R\$15 bilhões em julho, comparativamente a R\$9 bilhões no mês anterior. Esse desempenho refletiu resultado desfavorável de R\$924 milhões, no mês, de operações de *swap* cambial, comparativamente a resultado favorável de R\$2,6 bilhões em junho. Adicionalmente, assinale-se a elevação da taxa

Selic efetiva mensal, em decorrência do maior número de dias úteis verificado em julho.

No ano, o total de juros nominais apropriados atingiu R\$89,3 bilhões, equivalente a 10,18% do PIB, comparativamente a R\$51,5 bilhões, 7,02% do PIB, em 2002. O Governo Central registrou incremento correspondente a 4,41% do PIB, e os governos regionais e as empresas estatais, reduções correspondentes a 0,28% do PIB e a 0,97% do PIB, respectivamente.

O crescimento da apropriação de juros nominais pelo governo central esteve associado à elevação da taxa Selic acumulada até julho, de 10,3%, em 2002, para 14,2%, em 2003, incidindo sobre um maior estoque de dívida. Adicionalmente, registrou-se apropriação negativa de juros incidentes sobre os ativos em dólar junto aos demais segmentos do setor público, decorrentes da reestruturação de dívidas externas (Aviso MF-30, Clube de Paris, *Brazil Investment Bond Exchange Agreement* – BIB, Dívida de Médio e Longo Prazos e Programa de Modernização do Setor de Saneamento – PMSS). Em 2002, quando ocorreu depreciação cambial de 47,7% até julho, o governo federal apropriou receitas de juros correspondentes a R\$13,2 bilhões, sobre essas operações, resultado que em 2003 se tornou negativo em R\$5,2 bilhões, face à apreciação cambial de 16,1% assinalada nos primeiros sete meses do ano.

Considerando-se os fluxos acumulados nos últimos doze meses, o total de juros nominais apropriado pelo setor público não financeiro atingiu R\$151,8 bilhões, 10,36% do PIB, em julho, comparativamente a R\$142 bilhões, 9,85% do PIB, em junho, e a R\$140,1 bilhões, 9,88% do PIB, em maio.

Ressalte-se que, a partir de setembro, o montante dos juros nominais a ser apropriado mensalmente passará a incorporar, de forma mais acentuada, o efeito da trajetória de queda da taxa Selic, iniciada em junho. Por outro lado, os fluxos acumulados, no ano e em doze meses, deverão apresentar, ainda, tendência de crescimento, tendo em vista a incorporação de todo o efeito do movimento de alta da taxa, iniciado no final de 2002.

As necessidades de financiamento do setor público, no conceito nominal, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$10,7 bilhões em julho. Até julho, esse déficit atingiu R\$44,9 bilhões, 5,12% do PIB, comparativamente a R\$18,6 bilhões, 2,54% do PIB, em igual período de 2002.

PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) constitui importante indicador na análise das finanças do setor público não financeiro, tendo sua relação com o PIB um uso mais freqüente do que o seu valor em moeda corrente. Essa relação é utilizada como parâmetro para avaliar a solvência da economia e para comparações internacionais.

O estoque da DLSP é avaliado com base na posição, no último dia do mês, dos ativos e passivos do setor público não financeiro. Considerando que esse estoque incorpora os efeitos inflacionários verificados até o período em análise, para que seja realizada uma adequada comparação com o produto da economia, em bases anuais, é necessário trazer os valores dos fluxos nominais do PIB dos últimos doze meses a preços do mês de referência da dívida. Essa valorização é realizada com a utilização do Índice Geral de Preços – Centrado (IGP-C), definido como a média geométrica do IGP-DI dos meses t e $t+1$. A soma desses fluxos corrigidos corresponde ao PIB valorizado, como segue:

$$PIBV_t = IGPC_t \sum_{i=0}^{11} \frac{PIBM_{t-i}}{IGP_{t-i}}$$

onde, PIBV é o PIB valorizado; IGPC, índice geral de preços centrado; PIBM, pib mensal estimado; IGP, índice geral de preços – disponibilidade interna.

Inicialmente, se a valorização do PIB procura expressar os fluxos produtivos dos últimos doze meses em termos monetários do final do último mês, a utilização do IGP-DI mostra-se coerente, pois sua composição é formada por preços no atacado e varejo, além da construção civil. Outro ponto

favorável ao uso do IGP-DI é o seu uso mais comum como indexador de diversos contratos por parte dos agentes econômicos.

Entretanto, a utilização do IGP-DI (centrado) para valorização do PIB vem merecendo atenção especial por parte de analistas econômicos, de forma a verificar se o PIB valorizado estaria superestimado (subestimado), acarretando uma relação dívida/PIB subestimada (superestimada).

Ressalte-se que a principal crítica ao uso do IGP-DI estaria no fato de que, em momentos de depreciação cambial acentuada ocorreria o impacto maior e mais rápido nos preços por atacado, que respondem por 60% daquele índice. Esse maior impacto superestimaria o PIB valorizado. Ao mesmo tempo, essa depreciação também provoca elevação da dívida, já que o dólar serve como indexador de parte significativa da DLSP. Assim, como o IGP-DI está mais correlacionado com a depreciação cambial, o seu uso para valorizar o PIB tende a deixar a relação dívida/PIB mais estável, mesmo em situações de choques cambiais.

Por outro lado, esse comportamento é simétrico, ou seja, a tendência é oposta quando ocorre apreciação cambial. Neste caso, o Índice Geral de Preços (IGP) deve convergir para a variação dos outros índices, ou até registrar menor variação, o que eliminaria a possibilidade de permanência do PIB em patamar superestimado.

Analisando-se a relação dívida/PIB verificada em 2002, o impacto da depreciação cambial de 52,3% ocorrida no ano acarretou aumento na relação equivalente a 9,45 p.p. do PIB, em função do impacto sobre a dívida, enquanto o efeito do crescimento de 24% do PIB valorizado respondeu por decréscimo de 10,17 p.p.

Em 2003, com a redução de 16,1% da taxa de câmbio nominal, até julho, o efeito sobre o comportamento do IGP determinou queda correspondente a 1,27% no PIB valorizado de julho, comparativamente a dezembro de 2002. Dessa forma, a redução da dívida em decorrência da apreciação cambial, foi compensada, em parte, por aquele decréscimo do PIB valorizado.

Como consequência do retorno da taxa de câmbio, e do impacto mais acentuado e imediato no IGP, em 2003, deve-se obter uma redução da relação dívida/PIB menor do que ocorreria caso se utilizasse outro índice na valorização do PIB. Mesmo com redução da taxa de câmbio nominal, o efeito sobre o comportamento do IGP deve compensar, em boa parte, a redução da dívida, em reais corrente.

Assim, a análise da dinâmica da DLSP não deve levar em conta, isoladamente, o índice utilizado para valorização do PIB e suas oscilações no curto prazo. Na análise da dinâmica da dívida, deve-se considerar cenário de equilíbrio no longo prazo.

Alguns analistas sugerem que o deflator do PIB apresenta melhor correlação com o IPCA do que com o IGP-DI, tomando-se como base dados de 1996 a 2002. Esse é um período de grande volatilidade econômica e relativamente curto e, portanto, de pouca consistência amostral. A utilização de séries mais longas mostra melhor correlação do deflator com o IGP-DI, embora se deva destacar que não necessariamente se encontra relação entre índices de preços e deflator. Com efeito, entre 1994 e 1998, o deflator situou-se acima do IGP-DI e do IPCA.

Como exercício, procurou-se avaliar a evolução da relação dívida/PIB levando-se em consideração um critério alternativo de valorização do PIB, por meio da utilização de índice misto, composto do IGP-DI e do IPCA, nos percentuais de 25% e 75%, respectivamente.

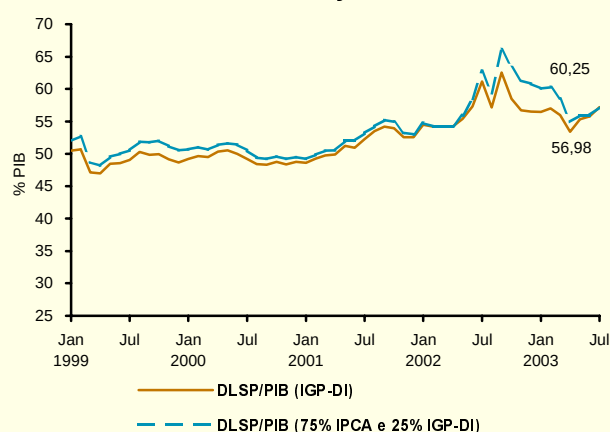
Os resultados obtidos mostram que a relação dívida/PIB apresenta tendência convergente nos dois critérios, exceto nos períodos de maior depreciação cambial, registrando-se as maiores diferenças em fevereiro de 1999 e setembro de 2002, ao atingir 2,05 p.p do PIB e 3,58 p.p. do PIB, respectivamente.

Nota-se, no entanto, que pelo critério alternativo (ver gráfico) a relação dívida/PIB teria atingido 66,1% do PIB em setembro de 2002, caindo para 60,8% do PIB em dezembro e para 57,2% do PIB em julho de 2003, guardando coerência com o comportamento da dívida em reais. Já no critério atualmente utilizado, a relação dívida/PIB apresentou, nos mesmos períodos, 62,5%, 56,5% e 57,2% do PIB,

Variação média (IGP; IPCA e deflator do PIB)

Ano	IGP-DI	IPCA	Deflator	Diferença: deflator	
				IGP-DI	IPCA
1992	991,4	952,0	969,0	- 2,1	1,6
1993	2 103,7	1 927,4	1 996,2	- 4,9	3,4
1994	2 123,6	2 075,9	2 240,2	5,2	7,6
1995	59,7	66,1	77,6	11,2	7,0
1996	11,1	15,8	17,4	5,7	1,4
1997	7,9	6,9	8,3	0,3	1,2
1998	3,9	3,2	4,9	0,9	1,6
1999	11,3	4,9	5,7	- 5,1	0,8
2000	13,8	7,0	8,4	- 4,8	1,2
2001	10,4	6,8	7,5	- 2,6	0,6
2002	13,5	8,5	8,5	- 4,4	0,0

DLSP/PIB – Critérios de valorização do PIB



elevando-se, portanto, de dezembro de 2002 para julho de 2003. Cabe observar, ainda, que a relação DLSP/PIB já converge para 57,2% em julho, em ambos os critérios.

Assim, conclui-se que: a utilização do IGP-DI para valorizar os fluxos do PIB pode gerar instabilidades no curto prazo (em momentos de variação cambial acentuada ocorreria impacto maior e mais imediato nos preços por atacado, que constituem 60% do IGP-DI, tendo comportamento simétrico em relação aos movimentos de depreciação e apreciação); em prazos mais longos, não se confirma a visão de que, como *proxy* do deflator implícito, o IPCA seja superior ao IGP-DI; o uso do IGP para valorizar o PIB provoca maior estabilidade da relação dívida/PIB, pelo fato da depreciação (apreciação) elevar (reduzir) a dívida por um lado, mas por outro elevar (reduzir) a variação do IGP; a relação DLSP/PIB, utilizando-se o IGP-DI como critério de valorização, não permite observar a efetiva contração da dívida em 2003, relativamente a 2002.

Quanto às principais fontes de financiamento do déficit nominal acumulado no ano, a dívida mobiliária registrou expansão de R\$67,6 bilhões, enquanto a base monetária, a dívida bancária e os financiamentos externos registraram contrações de R\$5,5 bilhões, R\$16 bilhões e R\$3,4 bilhões, respectivamente.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$644,4 bilhões, 40,9% do PIB, em abril, para R\$690 bilhões, 44,8% do PIB, em julho. Contribuíram para essa variação as emissões líquidas de R\$11,3 bilhões no mercado primário, a incorporação de juros e a depreciação de 2,6% do real frente ao dólar.

A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao dólar reduziu-se de R\$97,2 bilhões, em abril, para R\$89 bilhões, em julho, motivada por resgates cambiais líquidos de R\$13 bilhões no mercado primário. No período, a participação dos títulos cambiais no total da dívida mobiliária federal reduziu-se de 15,1% para 12,9%, enquanto a participação da dívida prefixada elevou-se de 1,9% para 6,3%, e a da referenciada à taxa Selic passou de 67,7% para 66,5%.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentou, em julho, a seguinte configuração: R\$90,5 bilhões, 13,1% do total, vencendo em 2003; R\$204,2 bilhões, 29,6% do total, em 2004; e, R\$395,3 bilhões, 57,3% do total, a partir de janeiro de 2005.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$107,2 bilhões em julho, comparativamente a R\$98,4 bilhões em abril. O resultado dessas operações no período, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$14,6 bilhões, no critério de competência. No critério caixa, o resultado favorável atingiu R\$12,3 bilhões. Vale ressaltar que do valor de R\$14,6 bilhões, R\$2,4 bilhões referem-se à provisão para acertos futuros dos contratos de SC2, cuja liquidação só ocorre no vencimento de cada contrato.

Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público não financeiro totalizou R\$877,2 bilhões, 57% do PIB, em julho,

Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

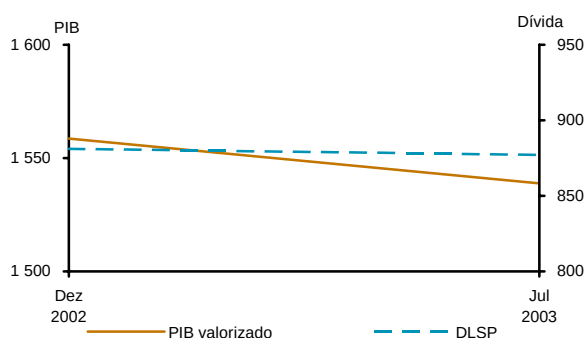
Discriminação	2002		2003			
	Dezembro		Até julho		Julho	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – saldo	881 108	56,5	877 157	57,0	877 157	57,0
Fluxos	Acumulados no ano				Julho	
Var. DLSP	220 241	4,0	-3 951	0,5	20 803	1,5
Fatores	220 241	14,1	-3 951	-0,3	20 803	1,4
NFSP	61 614	4,0	44 928	2,9	10 672	0,7
Primário	-52 390	-3,4	-44 329	-2,9	-4 319	-0,3
Juros	114 004	7,3	89 257	5,8	14 992	1,0
Ajuste cambial	147 225	9,4	-57 140	-3,7	8 926	0,6
Dív. interna ^{1/}	76 662	4,9	-20 528	-1,3	2 817	0,2
Dív. externa	70 564	4,5	-36 612	-2,4	6 109	0,4
Outros ^{2/}	753	0,0	6 878	0,4	1 205	0,1
Reconhecimento de dívidas	14 286	0,9	1 382	0,1	0	0,0
Privatizações	-3 637	-0,2	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB – dívida	-10,2		0,7		0,1	

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

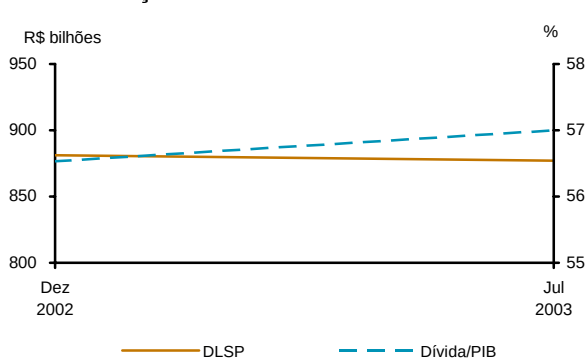
2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

DLSP x PIB valorizado

R\$ bilhões



DLSP x Relação dívida/PIB



comparativamente a R\$856,4 bilhões, 55,5% do PIB, em junho, e a R\$881,1 bilhões, 56,5% do PIB, em dezembro de 2002.

A apreciação cambial de 16,1% nos sete primeiros meses do ano proporcionou redução correspondente a R\$57,1 bilhões na dívida, no período, dos quais R\$20,5 bilhões referiram-se à dívida mobiliária interna indexada ao dólar e R\$36,6 bilhões à dívida externa líquida. Considerando-se apenas julho, a depreciação de 3,2% registrada no período determinou aumento na dívida correspondente a R\$8,9 bilhões, dos quais R\$2,8 bilhões relativos à dívida mobiliária interna indexada ao dólar e R\$6,1 bilhões associados à dívida externa líquida.

Analisando-se a evolução da dívida como percentual do PIB, no ano, registrou-se crescimento equivalente a 0,47 p.p. As necessidades de financiamento responderam por acréscimo de 2,92 p.p.; a variação de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida respondeu por aumento de 0,45 p.p.; o reconhecimento de dívidas, por 0,1 p.p.; e o efeito do crescimento do PIB valorizado, por 0,73 p.p. Por outro lado, o impacto da apreciação cambial acumulada no ano contribuiu para redução equivalente a 3,71 p.p.

Apesar do crescimento da relação dívida/PIB até julho, cabe destacar que a dívida líquida apresentou redução correspondente a R\$4 bilhões em relação a dezembro de 2002. O crescimento da relação deveu-se à valorização do PIB acumulado nos últimos doze meses, realizada com a utilização do IGP-DI centrado, cuja trajetória de queda nos últimos meses determinou a obtenção de um PIB valorizado, em julho, menor que o registrado em dezembro de 2002 e, conseqüentemente, o aumento na relação dívida/PIB. Esse comportamento foi simétrico ao ocorrido até dezembro de 2002, quando o IGP apresentava trajetória de alta, ocasionando melhoria na relação dívida/PIB (vide boxe: PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público).

A dívida bruta do governo geral, que compreende governo federal, governos estaduais e governos municipais, totalizou R\$1.201,7 bilhões, 78,1% do PIB, comparativamente a R\$1.170,5 bilhões, 75,9% do PIB, em junho e a R\$1.132,9 bilhões, 72,7% do PIB, em dezembro de 2002.

Ao considerarem-se os novos parâmetros de crescimento real do PIB para o primeiro semestre do ano, divulgados pelo IBGE, a dívida líquida do setor público e a dívida bruta do governo geral deverão registrar crescimento,

Relação dívida/PIB – Novas estimativas
Revisão do PIB real

Meses	DLSP		Dívida Bruta	
	Publicada	Revista	Publicada	Revista
2003				
Mar	56,0	56,0	74,0	74,0
Abr	53,4	53,4	71,9	72,0
Mai	55,2	55,3	74,9	75,1
Jun	55,5	55,8	75,9	76,2
Jul	57,0	57,2	78,1	78,4

em julho, da ordem de 0,2 p.p do PIB e de 0,3 p.p. do PIB, respectivamente.

3.4 Conclusão

O discreto crescimento das operações de crédito registrado no terceiro trimestre, repetindo comportamento observado no transcorrer do ano, continuou a refletir a retração do nível de atividade. Assim, constata-se que o ciclo de flexibilização da política monetária, expresso pelas reduções da taxa de juros básica e da alíquota do recolhimento compulsório incidente sobre depósitos à vista, determinando quedas consecutivas nas taxas ativas, ainda não sensibilizou a demanda por novos créditos. Nesse contexto, espera-se que, com a consolidação do cenário de estabilidade, acompanhado de quedas mais acentuadas das taxas ativas, ainda elevadas, tanto as empresas como as famílias retomem a contratação de novos recursos.

A evidência de que se prenuncia ciclo virtuoso de negócios se expressa na evolução do volume de recursos movimentados no mercado de ações. Sem dúvida, a movimentação da bolsa de valores de São Paulo, com significativa valorização dos papéis e ingressos de capitais, em especial estrangeiros, reforça os sinais de que estão dadas as condições para a retomada da atividade econômica.

Tais condições encontram amparo no desempenho do setor fiscal. Nesse sentido, o desempenho registrado no ano sugere o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para o ano. Adicionalmente, o comportamento esperado da arrecadação nos próximos meses deverá refletir a retomada do ritmo da atividade econômica, assinalando-se que a consolidação do equilíbrio fiscal será reforçada, ainda, pela implementação das reformas tributária e previdenciária, cujos trâmites no Congresso Nacional deverão ser finalizados ainda neste ano.

Registre-se, ainda, a continuidade do processo de melhoria do perfil da dívida, tanto no que diz respeito à elevação dos prazos de rolagem como no tocante à menor exposição às oscilações da taxa de câmbio.

Esses fatores, aliados à estabilidade da taxa de câmbio, ao menor impacto da taxa de juros sobre a dívida, em decorrência da trajetória de queda da taxa Selic e, ainda, às condições favoráveis à retomada do crescimento da economia, asseguram a tendência declinante para a relação dívida/PIB.

A atividade econômica mundial vem mostrando sinais de recuperação da retração cíclica ocorrida no período 2000-2002. Em meio à inflação declinante, os últimos indicadores econômicos apontam para retomada do crescimento econômico neste segundo semestre, consolidando-se em 2004. Entre as nações desenvolvidas, os Estados Unidos apresentam perspectivas de voltar a crescer de forma significativa e o Japão mostra sinais de estar saindo de sua mais prolongada recessão desde o pós-guerra. Não obstante o ambiente recessivo por que ainda passa a Área do Euro, vislumbra-se para 2004 sincronia na trajetória de crescimento das principais economias.

Muito embora os indicadores macroeconômicos sinalizem o fim da tendência de desaquecimento econômico, persistem incertezas sobre a intensidade e a sustentabilidade dessa recuperação. Nos Estados Unidos, a retomada vem ocorrendo em ambiente de capacidade ociosa e mercado de trabalho desaquecido, indicando ausência de pressão inflacionária e taxas de juros baixas por mais tempo. Porém, a combinação de déficits fiscal e em transações correntes e o alto endividamento do consumidor norte-americano são fatores de risco à sustentabilidade do crescimento no médio e longo prazos. A manutenção em níveis elevados dos preços do petróleo adiciona incertezas quanto a uma recuperação mais vigorosa da economia mundial.

As economias emergentes, por sua vez, apesar de grandes disparidades entre elas, vêm registrando crescimento mais acelerado que os países desenvolvidos, principalmente na Ásia. Com a retomada do crescimento nas economias industrializadas, o cenário é favorável para os países emergentes, seja pelo aumento da liquidez internacional, seja pelo incremento do comércio mundial, apesar dos impasses registrados na recém-concluída V Conferência Ministerial da Organização Mundial do Comércio (OMC), em Cancún, México.

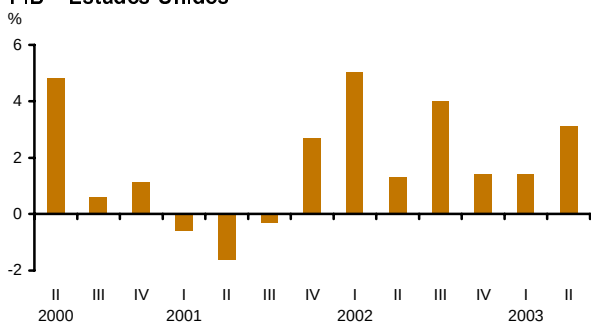
4.1 Atividade econômica

Após quase três anos de relativa estagnação, a recuperação econômica global parece estar efetivamente em curso, impulsionada pela reativação da economia norte-americana. O nível de atividade nos Estados Unidos vem se aquecendo progressivamente desde o segundo trimestre de 2003, graças a uma conjunção de políticas macroeconômicas expansionistas, à diminuição das incertezas geopolíticas e ao bom desempenho das corporações e dos mercados financeiros, em ambiente de baixa inflação.

As demais regiões econômicas industrializadas, por sua vez, seguem dependendo do desempenho econômico norte-americano como fonte de demanda externa, à medida que seus mercados domésticos permanecem incapazes de sustentar o crescimento. A economia japonesa, além de apresentar sinais efetivos de expansão, deve se beneficiar mais rapidamente da retomada das importações americanas, uma vez que o iene tem se mantido relativamente depreciado. Na Área do Euro, ao contrário, a taxa de câmbio continua apreciada frente ao dólar, comprometendo os resultados da balança comercial. Adicionalmente, o consumo privado permanece retraído, face ao desemprego elevado e ao conseqüente pessimismo dos consumidores. Apesar disso, a possível depreciação do euro e a reativação da economia mundial podem propiciar a recuperação a partir do início de 2004.

Nos Estados Unidos, a sinalização positiva dos indicadores de confiança após o final da guerra contra o Iraque vem sendo confirmada pela expansão consistente do consumo privado e, mais recentemente, pelo aquecimento dos gastos de capital. O PIB teve crescimento trimestral anualizado de 3,1% no segundo trimestre, impulsionado por aumentos de 3,8% nas despesas de consumo pessoal e de 8,2% nos gastos do governo. Entre os sub-componentes, destacaram-se os gastos militares, que subiram 45,9%, e as despesas com bens duráveis, que aumentaram 24,1%. As despesas com investimento também evoluíram positivamente, com o investimento fixo não residencial expandindo 8% e o investimento em residências, 4,5%. O crescimento do PIB no segundo trimestre foi limitado pelos impactos negativos da variação de estoques e da balança comercial. No início do terceiro trimestre, em conseqüência da elevação nas taxas de juros hipotecárias, observou-se arrefecimento da atividade no mercado imobiliário, que vinha sustentando alto dinamismo no período de desaceleração da economia. Por outro lado, indicadores de expectativas

PIB – Estados Unidos^{1/}

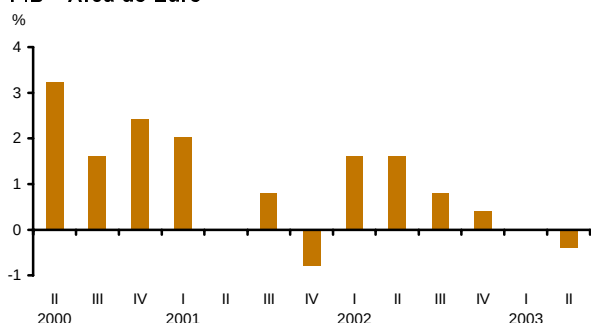


Fonte: Bureau of Labor Statistics

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

sinalizam significativa recuperação no setor de serviços. A aceleração do consumo privado e do investimento em julho e agosto corrobora a perspectiva de crescimento ainda mais acentuado do produto no terceiro trimestre. No mesmo sentido aponta a evolução das encomendas de bens duráveis, que aumentaram 2,6% em junho e 1% em julho, com destaque para as vendas de máquinas e equipamentos. O crescimento da produção industrial nos últimos meses esteve aquém do aumento nas vendas finais, mas tende a se acelerar a partir da provável intensificação da reposição de estoques nos próximos meses. A perspectiva de baixa inflação é fator adicional de apoio à sustentabilidade da recuperação econômica, pois favorece a manutenção da política monetária acomodatória por mais tempo.

PIB – Área do Euro^{1/}

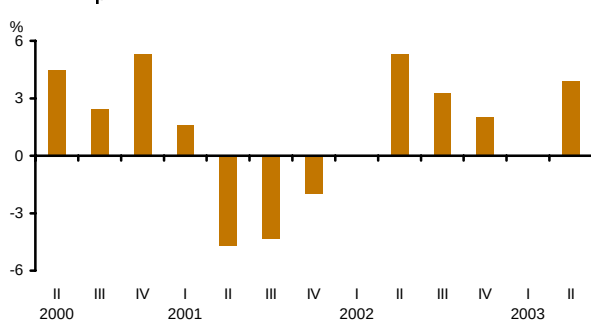


Fonte: Eurostat

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

O quadro é bastante diverso na Área do Euro, onde a retomada do nível de atividade não deve se efetivar no curto prazo. A retração trimestral anualizada de 0,4% do PIB da região, no segundo trimestre, seguiu-se à variação nula no trimestre anterior. Alemanha, Itália e Holanda registraram crescimento negativo nos dois primeiros trimestres, posicionando-se tecnicamente em recessão. O PIB francês também recuou no segundo trimestre, após pequena expansão no período anterior. A discreta recuperação sugerida pelos indicadores de expectativas do setor empresarial e os resultados favoráveis da economia norte-americana apontam para perspectivas mais positivas nos últimos meses do ano e em 2004, embora ainda não se observe indicação concreta de reativação da economia.

PIB – Japão^{1/}



Fonte: Economic Planning Agency

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

No Japão, apesar de persistir o cenário crônico de deflação, expectativas mais otimistas quanto à recuperação norte-americana somam-se à evolução favorável da demanda privada doméstica, resultando em possibilidade efetiva de aquecimento da economia, que, ademais, registra variações positivas do PIB por seis semestres consecutivos. O PIB cresceu 3,9% no segundo trimestre, relativamente ao período imediatamente anterior, em taxa anualizada, valendo destacar o investimento não residencial, que aumentou 20,2%. O superávit na conta de bens e serviços tem-se mantido estável, com crescimento modesto das exportações no segundo trimestre, com destaque àquelas direcionadas para os Estados Unidos. No médio e longo prazos, porém, o ambiente deflacionário, a elevada dívida pública e a necessidade de saneamento do sistema financeiro permanecem como fatores de risco à realização das perspectivas de crescimento.

Na América Latina, o desempenho econômico também tende a ser favorecido pela recuperação dos Estados

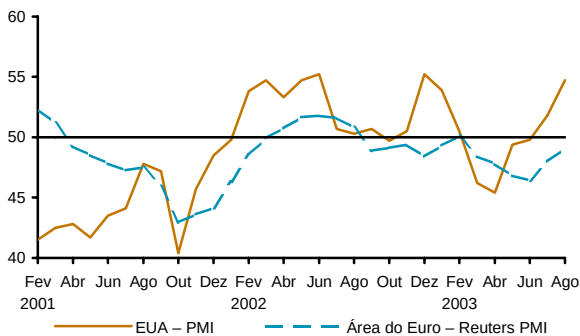
Unidos, embora, em 2003, o crescimento deva ser moderado para a média dos países. A Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal) estima que o PIB médio da região crescerá 1,5% em 2003, com expressiva disparidade entre os países. A Argentina, que se recupera de severa crise que resultou em contração do PIB superior a 10% em 2002, deve apresentar a maior expansão entre os países da região, acima de 5% em 2003, impulsionada por recuperação das exportações e pelo aquecimento do consumo doméstico. Novo acordo de três anos com o Fundo Monetário Internacional (FMI), delineado no início de setembro, compreende o refinanciamento de passivos de US\$21,6 bilhões com organismos multilaterais e estabelece meta de superávit primário de 3% para 2004, a ser alterada nos dois anos seguintes, em função do ritmo de crescimento econômico. Chile e México deverão apresentar crescimento em torno de 3% e 2%, respectivamente, em 2003. O Chile tende a ser beneficiado pela evolução favorável dos preços internacionais do cobre e pela recuperação da economia global. Os impactos de tal recuperação sobre a economia mexicana são menos significativos, uma vez que os elos com a economia norte-americana estão concentrados no setor manufatureiro, cuja reativação ainda não se estabeleceu em definitivo.

Três das principais economias emergentes da Ásia apresentaram sinais de desaceleração no segundo trimestre. Na China, os desdobramentos da Síndrome Respiratória Aguda Grave (*Severe Acute Respiratory Syndrome – Sars*) provocaram contração do PIB, reduzindo em quase três pontos percentuais sua taxa de expansão anual. No entanto, os efeitos parecem ter sido momentâneos e as perspectivas para o segundo semestre são de crescimento acelerado. A Coreia do Sul registrou recessão, constatada pelas contrações do PIB, de 1,6% e 2,9%, respectivamente, no primeiro e no segundo trimestres de 2003. Esse comportamento refletiu a redução das exportações em virtude da Sars, da retração na produção de bens de capital e do desaquecimento do consumo interno.

No que diz respeito ao emprego, a recuperação deverá ocorrer com alguma defasagem, relativamente ao nível de atividade. Nos Estados Unidos, a taxa de desemprego alcançou 6,1% em agosto, patamar elevado, embora inferior ao pico de 6,4% de junho. Ao mesmo tempo, o nível de emprego declinou tanto no setor manufatureiro como no setor de serviços e o aumento da produtividade nos últimos meses indica que parte do aquecimento da demanda pode ser absorvido sem ampliação da oferta de trabalho. Por outro lado, a redução do número de pedidos de seguro-desemprego e a sinalização favorável de indicadores de expectativas

relacionados ao mercado de trabalho sugerem possível reversão da tendência de contração do nível de emprego. No Japão, a taxa de desemprego vem declinando lentamente desde o início do ano, situando-se em 5,3% em julho, abaixo do nível recorde de 5,5% alcançado em 2002. O quadro é mais desfavorável na Área do Euro, onde a taxa de desemprego manteve-se estável em 8,9% em junho e julho, porém demonstrando continuidade da tendência ascendente traçada desde o início de 2001.

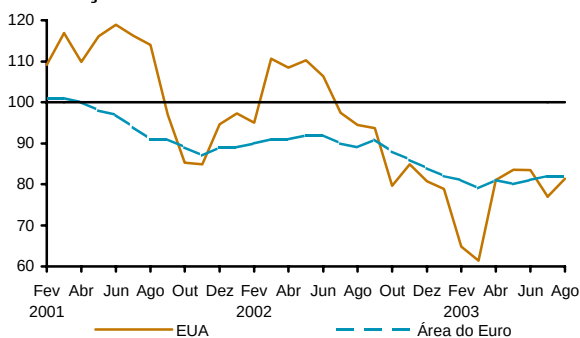
Indicadores de confiança empresariais



Fonte: Institute for Supply Management (ISM), Reuters

Os indicadores de confiança empresariais, de forma geral, apontam perspectivas de aquecimento dos negócios nas principais áreas econômicas. O *Purchasing Managers Index* (PMI), do *Institute for Supply Management* (ISM), superou expectativas ao registrar alta de 2,9% em agosto, atingindo o patamar de 54,7 pontos, o mais alto desde dezembro de 2002, refletindo confiança na retomada do nível de atividade. O cenário otimista é ressaltado pelo *Production Index*, um dos componentes do PMI, que atingiu o nível de 61,6 pontos, o mais alto desde junho de 1999. Sinalização semelhante provém do índice calculado pelo ISM para o setor de serviços (*Business Activity Index* – BAI), que em julho e agosto se manteve no patamar recorde de 65,1 pontos. No Japão, o índice Tankan, em todos os seus segmentos, vem apresentando tendência ascendente, muito embora permaneça em território negativo. Na Europa, os principais índices de expectativas empresariais apresentaram evolução positiva nos últimos meses, com destaque para o indicador italiano aferido pelo *Istituto di Studi e Analisi Economica* (Isae), que saltou de 87,1 pontos em julho para 95,3 pontos em agosto.

Confiança do consumidor



Fonte: Conference Board, Comissão Europeia

Expectativas de consumidores nas principais áreas econômicas demonstraram comportamento mais uniforme do que em períodos recentes, refletindo moderada confiança na recuperação da economia global. Nos Estados Unidos, o indicador estimado pelo *Conference Board* subiu para 81,3 pontos em agosto, após 77 pontos em julho, com melhora no componente relativo a expectativas e recuo no item referente a condições atuais. Por outro lado, dados preliminares de setembro para o indicador da Universidade de Michigan apontam recuo pelo segundo mês consecutivo. No Japão, o índice que avalia expectativas de consumidores em Tóquio evoluiu positivamente desde junho, embora, a exemplo do Tankan, permaneça em patamar negativo. O mesmo ocorre na Área do Euro, onde índices relativos ao bloco e às três principais economias da região mantêm tendência ascendente desde maio, porém, com resultados abaixo do nível de indiferença, à exceção do indicador referente aos consumidores italianos.

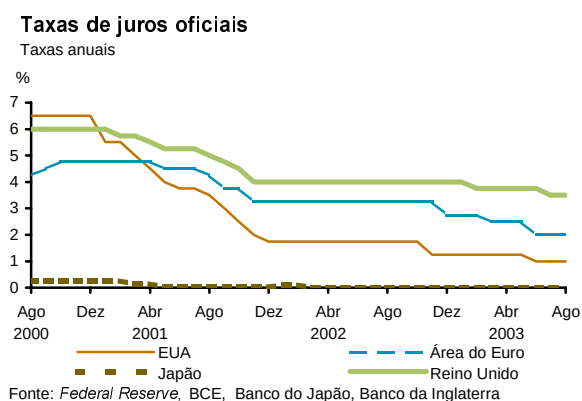
4.2 Política monetária e inflação

Confirmando expectativa expressa no último "Relatório de Inflação", a redução dos juros pelo Banco Central Europeu (BCE), em 5 de junho, deu início a sucessivos cortes de taxas de juros em escala global. Assim, autoridades monetárias tão distintas quanto as de Cingapura, Indonésia, Estados Unidos, Polônia, Taiwan, Tailândia, Filipinas, Suécia, Coréia do Sul, Canadá, e, mais recentemente, República Tcheca, Turquia, Noruega e África do Sul, promoveram cortes nas taxas oficiais, como forma de estimular suas economias. Comportamento destoante coube ao Banco Central da Hungria.

Como resultado do estímulo monetário e dos sinais mais consistentes de recuperação nos Estados Unidos e Japão, espera-se a manutenção dos juros nos atuais patamares até pelo menos meados do próximo ano nas principais áreas econômicas, a despeito do fraco dinamismo da Área do Euro. Em suas últimas reuniões, o BCE, o *Federal Reserve* (Fed), o Banco da Inglaterra e o Banco do Japão (BoJ) mantiveram inalteradas as taxas de juros oficiais.

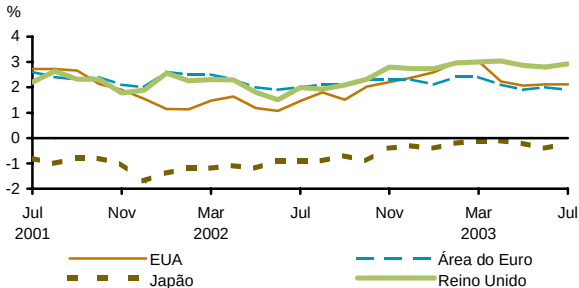
O Fed manteve a meta dos *fed funds* em 1% a.a., destacando que a postura acomodatória da política monetária, aliada aos significativos ganhos de produtividade, continua emprestando dinamismo à atividade econômica. Todavia, ressaltou que “a probabilidade de declínio da inflação, ainda que mínima, supera a de aumento, a partir do baixo patamar atual”. O Comitê acredita, ademais, que “o risco da inflação se tornar indesejavelmente baixa deve tornar-se a preocupação predominante no futuro próximo”. Acrescentou, por fim, que “a atual postura acomodatória poderá ser mantida por tempo considerável”. O comunicado teve por efeito arrefecer expectativas mais otimistas quanto à recuperação que se seguiram à divulgação da estimativa avançada do PIB do segundo trimestre. Por outro lado, a reafirmação da política vigente serviu para acalmar, em parte, os temores quanto aos impactos negativos da recente alta expressiva dos rendimentos dos títulos do Tesouro norte-americano sobre a ainda vacilante recuperação econômica.

O BCE manteve a taxa de juros em 2% a.a. nas reuniões de julho e setembro, não obstante o fraco crescimento da região. A autoridade monetária da Área do Euro continua sendo alvo de críticos que defendem maior agressividade nos cortes de juros, muito embora estudos técnicos reconheçam-lhe certo ativismo na política



Preços ao consumidor

Variação em doze meses



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bloomberg, Office for National Statistics

monetária¹. O fato é que os preços na região continuam evoluindo a ritmo anual acima da meta de 2% (ou muito pouco abaixo disso), o que impede, ou inibe, reduções mais drásticas das taxas de juros. O BCE, de sua parte, busca maior compromisso das autoridades governamentais com a realização de reformas estruturais (flexibilização dos mercados de produto e trabalho), o que permitiria maior relaxamento monetário. Apesar das restrições presentes, o processo de apreciação do euro poderá, mais uma vez, criar as condições para novas reduções de juros, sobretudo se as principais economias da região continuarem emitindo sinais de fraqueza.

Na condução da política monetária no Japão, a meta operacional de manutenção do saldo das reservas bancárias no intervalo de ¥27-¥30 trilhões, definida em reunião de 20 de maio, foi preservada pelo BoJ ao longo do último trimestre. Assinale-se a divulgação do esquema de compras definitivas de títulos lastreados em ativos (*asset-backed securities*). Esse esquema, sem precedentes de atuação do banco central, está previsto como medida temporária de fortalecimento do mecanismo de transmissão da política monetária, tendo em vista a precária função de intermediação financeira dos bancos, cujos balanços estão comprometidos por volume expressivo de créditos de liquidação duvidosa. Mesmo com as evidências de recuperação, admite-se prematuro considerar terminada a depressão de mais de dez anos. A combinação dívida-deflação permanece impondo limites à reativação do consumo e do investimento privados, da mesma maneira que a elevada dívida pública restringe as possibilidades de aumento do gasto público.

Depois do surpreendente corte de juros em fevereiro, o Banco da Inglaterra adotou postura mais cautelosa. Isso não impediu, contudo, que o banco reduzisse a taxa *repo* em julho, aproveitando-se da apreciação da libra e dos sinais de arrefecimento da inflação, que havia alcançado 3% a.a. no trimestre encerrado em abril, acima, portanto, da meta oficial de 2,5% a.a. Em agosto, o Comitê de Política Monetária decidiu pela manutenção dos juros em 3%. Importante mudança no sistema de metas de inflação está planejada para novembro próximo, quando o Banco Central passará a conduzir sua política de estabilidade de preços com base na evolução do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (HICP), e não mais no *Retail Price Index excluding the interest paid on mortgages* (RPIX). Espera-se que a nova meta de inflação seja fixada em 2% a.a., comparativamente à inflação anual de 1,1% do

1/ Ver Bank for International Settlements, 73th Annual Report, Basileia, junho de 2003, 63-5.

HICP em agosto. Isso sugere, a princípio, que o Banco da Inglaterra terá mais escopo para empreender política monetária expansionista nos primeiros meses de implementação do novo sistema.

Na Ásia, os bancos centrais vêm reduzindo os juros básicos como forma de alinhar suas moedas ao dólar norte-americano. Em geral, o estímulo monetário (e fiscal) tem sido acompanhado por inflação apenas moderada (em alguns casos, deflação), implicando desvalorização da taxa de câmbio real efetiva. No caso da China, aumentam as pressões pela apreciação do yuan, a qual poderia ser implementada via flutuação efetiva ou definição de novo patamar (mais alto) para fixação da moeda ao dólar. A atual política cambial tem contribuído para a maior competitividade das exportações, bem como para a rápida acumulação de reservas internacionais no país.

Na América Latina, as perspectivas mais otimistas quanto à recuperação dos Estados Unidos, por um lado, e a melhora da percepção de risco dos países do Cone Sul, por outro, vêm contribuindo para a evolução gradual do cenário macroeconômico da região. No México, o Banco Central decidiu manter inalterada a condução da política monetária em sua última reunião. Nos demais países, com exceção do Brasil – e, possivelmente, do Peru – as previsões apontam para política acomodatória ou mesmo levemente contracionista até o final do ano.

4.3 Política fiscal

O Congresso dos Estados Unidos prevê que o déficit público alcance US\$480 bilhões em 2004 e estima trajetória de redução progressiva nos anos seguintes, de modo que o déficit recue para apenas US\$9 bilhões em 2011. Os gastos com a guerra no Iraque situam-se em torno de US\$150 bilhões, computados os US\$87 bilhões adicionais, requisitados em setembro. Em março, a previsão para o déficit público em 2004 era de US\$200 bilhões. A revisão foi motivada, principalmente, pela forte contração da arrecadação, em decorrência da desaceleração do nível de atividade econômica. O programa de estímulos fiscais implementado neste ano começa a se efetivar. Contribuintes já receberam os primeiros pagamentos referentes ao crédito tributário para famílias com filhos, que devem resultar em incremento da renda disponível. É possível, no entanto, que tais créditos sejam aproveitados para reduzir o elevado nível de endividamento das famílias, em vez de induzirem expansão dos gastos de consumo.

Na Área do Euro, a retração das economias da Alemanha, da França e da Itália implicará aumento da relação entre déficit público e PIB para esses países, a qual ultrapassará o teto de 3%, determinado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. O Pacto será posto à prova nos próximos meses, dado que o governo alemão admitiu que o déficit deverá alcançar 3,8% em 2003 e, na França, deverá ser superior a 4%. Além disso, o governo francês anunciou que envidará esforços para trazer o déficit abaixo do limite de 3% do PIB em 2006, ano que a Comissão Européia havia definido como prazo final para eliminação dos déficits públicos. No atual contexto de desaquecimento econômico, tem se tornado evidente que, apesar de mantido o objetivo de equilíbrio fiscal, a busca pela recuperação econômica representa compromisso mais premente do que a adequação às regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Na América Latina, a necessidade de buscar o equilíbrio orçamentário em contexto de relativa vulnerabilidade frente à dependência de fontes internacionais de financiamento ainda impede a aplicação de estímulos fiscais. A Argentina continua sendo um dos países para os quais o ajuste fiscal é mais urgente, porém, o atual estágio da economia torna difícil a implementação de um processo de ajuste muito rigoroso. Daí o esforço pela adoção de metas fiscais flexíveis, ajustáveis em função do desempenho econômico. De qualquer forma, a recuperação pós- crise já vem possibilitando a elevação da arrecadação, que cresceu 26%, em termos reais, nos sete primeiros meses de 2003, comparativamente ao mesmo período de 2002.

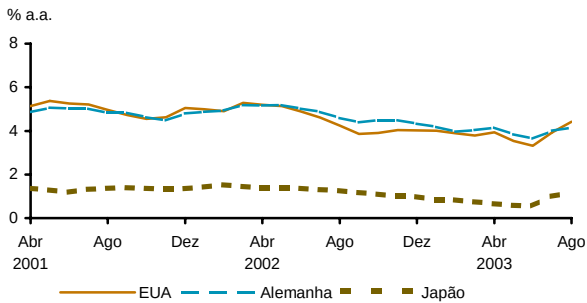
Entre os países emergentes da Ásia, verificou-se tendência de expansão fiscal ao longo dos dois primeiros trimestres de 2003. Na Coreia do Sul, os investimentos públicos foram ampliados no primeiro semestre, visando fornecer estímulo à atividade econômica. Em Hong Kong, a trajetória de redução do déficit fiscal foi temporariamente interrompida pelo aumento de gastos públicos destinados ao combate da Sars e à aceleração da economia. Também na Índia se observou elevação persistente dos gastos fiscais no decorrer do primeiro semestre.

4.4 Mercados financeiros internacionais

Embora as políticas monetárias nos principais centros financeiros internacionais tenham mantido a disposição expansionista, influenciadas pela menor

preocupação quanto a riscos de deflação na economia dos Estados Unidos, pela maior confiança na reaceleração da atividade econômica desse país, bem como pela evolução positiva da economia do Japão, os mercados financeiros apresentaram, a partir de meados de junho, reversão de algumas tendências.

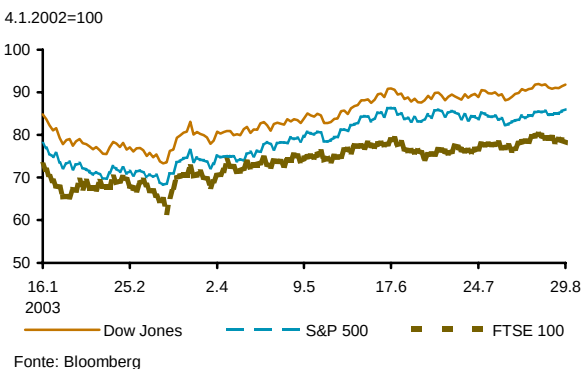
Retorno sobre títulos do Tesouro^{1/}



Após declínios persistentes, os rendimentos dos títulos do Tesouro norte-americano tiveram forte aumento, evoluindo para níveis ligeiramente acima dos registrados no começo do ano. O início desse movimento foi contemporâneo ao aumento dos rendimentos dos títulos de longo prazo do governo japonês e, a despeito da perspectiva de manutenção do fraco desempenho econômico da Área do Euro, foi seguido pelo crescimento dos rendimentos dos títulos longos de governos europeus.

A elevação dos rendimentos dos títulos norte-americanos acionou mecanismos de ajuste técnico no mercado de renda fixa do país, exercendo influência pró-cíclica sobre o comportamento dos rendimentos dos títulos de longo prazo devido à busca de *hedge* por parte de companhias securitizadoras de hipotecas. A retração das operações de refinanciamento de contratos hipotecários ocasionada pelos maiores custos percebidos pelas famílias inibiu a liquidação antecipada de pagamentos e contribuiu para a elevação dos riscos de longo prazo das carteiras de títulos dessas empresas, incentivando a implementação de estratégias de *hedge* que implicaram venda de títulos de longo prazo do Tesouro norte-americano, pressionando ainda mais seus retornos.

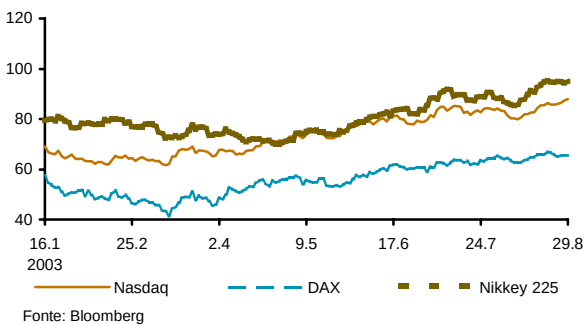
Bolsas de valores



Também a partir de meados de junho, os principais mercados acionários mundiais arrefeceram a tendência de alta registrada desde a redução das incertezas quanto à evolução da economia global, na primeira metade de março, e passaram a não apresentar trajetória definida, embora com desempenho regional e setorial diferenciado. Nesse sentido, enquanto os índices *Dow Jones Industrial Average*, *Standard & Poor's 500* (S&P500), relativos à Bolsa de Nova Iorque e o *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), que mensura o desempenho da Bolsa de Londres, apresentaram comportamento estável, os indicadores *Deutscher Aktienindex* (DAX), da bolsa de valores da Alemanha; *Nikkei 225*, referente à Bolsa de Tóquio; e o indicador setorial da *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (Nasdaq), mais sensível ao desempenho das empresas de alta tecnologia, apresentaram expansão entre 9% e 15%.

Bolsas de valores

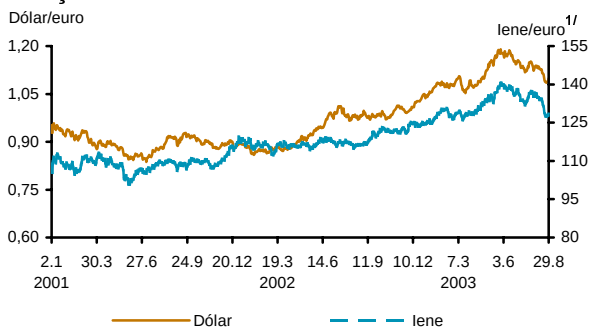
4.1.2002=100



A estabilização dos índices acionários ocorreu a despeito da redução da aversão ao risco no período e do anúncio de lucros melhores que os esperados no segundo trimestre em 306 das 500 empresas listadas no índice *Standard & Poor's*. Tal comportamento do mercado americano foi guiado pelos rendimentos mais atrativos em renda fixa e pela atenção dos investidores a declarações de algumas empresas de que não deverá haver ampliação de lucros no segundo semestre. No Japão, a bolsa de Tóquio teve sua evolução influenciada pelo fortalecimento da atividade econômica do país, atraindo entradas significativas de capitais estrangeiros e superando a performance das bolsas americana e européias a partir de julho.

Cotações do euro

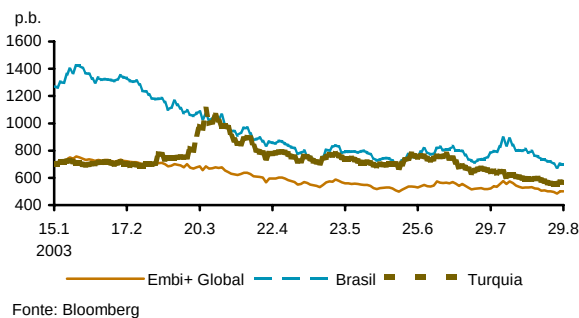
Dólar/euro



O reconhecimento de cenário econômico mais promissor na economia norte-americana frente à Área do Euro também determinou reversão da tendência de apreciação do euro frente ao dólar. Após ter atingido a paridade de 1,1869 dólares por euro, em 13 de junho, a moeda européia depreciou-se para 1,0984, ou seja, 8,57%, até 29 de agosto. Em consequência, dada a flutuação estreita do iene frente ao dólar norte-americano, a moeda européia também depreciou-se em relação à moeda japonesa. Apesar desses movimentos, as taxas de câmbio do euro frente às duas moedas permanecem em níveis superiores à média das taxas observadas em todo 2002.

Indicadores de risco

Spreads sobre títulos do Tesouro norte-americano



Condicionado pela evolução dos acontecimentos nos principais centros financeiros internacionais, a procura por rendimentos, que vinha influenciando a demanda por títulos soberanos de países emergentes, arrefeceu, interrompendo, ao menos transitoriamente, a trajetória descendente das curvas de risco associadas a esses ativos. O avanço em termos de fortalecimento dos fundamentos fiscais no Brasil e na Turquia induziu a melhora das percepções relacionadas ao equilíbrio macroeconômico desses países, repercutindo em novo ciclo de redução de *spreads* soberanos, a partir do final de julho e início de agosto.

Spreads corporativos^{1/}

p.b.



Embora com alguma defasagem em relação aos títulos de países emergentes, o arrefecimento da busca por rendimento e o crescimento da emissão de títulos provocaram o aumento dos *spreads* dos títulos das corporações americanas e européias denominadas *high yields*. Esse comportamento foi determinado não só pelas emissões dessas empresas, que contribuíram para a redução da expectativa da sua menor alavancagem, como também pela maior disputa pelos recursos disponíveis, visto que também houve crescimento nas emissões de títulos pelas corporações com

classificação de risco mais desfavorável e aumento nos anúncios de novas emissões por parte das corporações classificadas em nível de investimento (baixo risco).

Financiamento externo a países emergentes^{1/}

	Títulos de renda fixa	Empréstimos sindicalizados	Ações	Total
2001	55,6	29,5	7,6	92,7
2002	38,1	23,4	8,4	69,9
2003	45,1	29,9	3,1	78,1

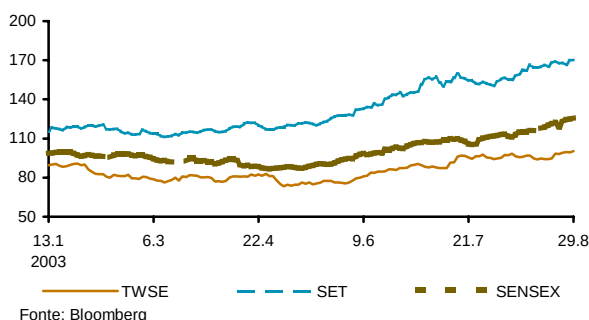
Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report*

1/ Resultados para o 1º semestre.

Além da elevação nos custos de financiamento, as alterações nos condicionantes financeiros internacionais não impuseram restrições adicionais ao financiamento dos países emergentes, resguardando a possibilidade de, mantidas as avaliações de risco, a emissão de títulos originários desses países no mercado financeiro internacional continuar se recuperando no segundo semestre do ano. De acordo com a última edição do "*Global Financial Stability Report*", publicado pelo FMI, em setembro, as emissões de títulos, bônus e a realização de empréstimos sindicalizados, públicos e privados, pelo conjunto dos países emergentes elevaram-se 22% nos primeiros seis meses do ano, quando comparadas a igual período de 2002. No que concerne aos investimentos diretos estrangeiros em países emergentes, as projeções são de ligeira queda nos ingressos anuais de recursos, embora as diferenças dinâmicas nas economias asiáticas e latino-americanas venham determinando fluxos menores para a última região.

Bolsas de valores – Emergentes asiáticos

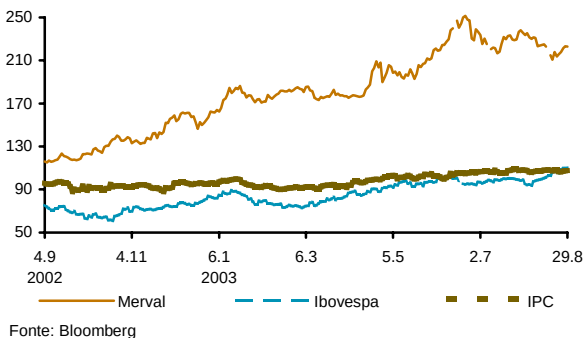
4.1.2002=100



Seguindo as perspectivas abertas pela maior confiança na recuperação da economia mundial e pela manutenção das condições de financiamento internacional de seus países, as bolsas de valores dos países emergentes da Ásia e América Latina permaneceram em curso de valorização. A exemplo do ocorrido com o mercado acionário no Japão, as bolsas de valores de países emergentes da Ásia tiveram a sua evolução fortemente influenciada pelo surto da Sars até meados de maio, e, a partir de então, experimentaram crescimento intenso em seus índices de desempenho. Entre maio e agosto, as bolsas de países como Taiwan, Tailândia e Índia registrou valorizações superiores a 30% em moeda local.

Bolsas de valores – América Latina

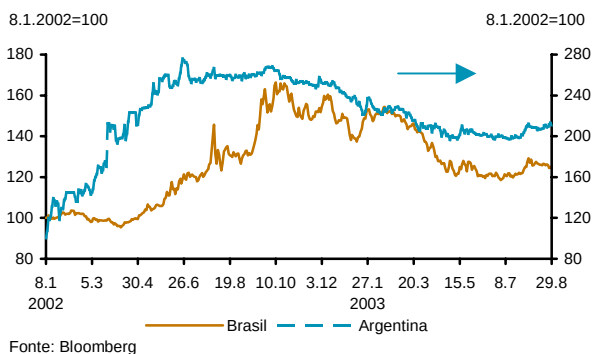
4.1.2002=100



Exceto a bolsa argentina, as principais bolsas de valores da América Latina apresentaram evolução positiva entre o final de junho e de agosto, evidenciada pelos crescimentos de 17% e de 8% nos índices de desempenho das bolsas brasileira e mexicana, respectivamente. Sob influência das medidas de controle ao ingresso de capitais de curto prazo no país, implementadas em 30 de junho, o índice Merval da bolsa de Buenos Aires registrou queda de 7% até o final de agosto.

A trajetória das taxas de câmbio das moedas do Brasil e da Argentina frente ao dólar norte-americano acompanhou a evolução dos *spreads* dos títulos soberanos

Moedas latino-americanas por US\$



desses países. Entre meados de julho e início de agosto, as moedas dos dois países se depreciaram frente ao dólar. A partir de então, a moeda brasileira apreciou-se, sem, entretanto, voltar à paridade registrada em meados de julho. Já a moeda argentina, influenciada pelas incertezas quanto ao acordo com o FMI, após breve movimento de apreciação, atingiu, ao final de agosto, o patamar mais baixo desde junho. Registre-se, entretanto, que a despeito do ocorrido com o mercado acionário, as medidas de controle à entrada de capitais externos no país não devem ter exercido pressão adicional sobre a depreciação do peso argentino, uma vez que, tendo em vista a inadimplência do país frente aos mercados financeiros internacionais, as expectativas de entrada de capitais de empréstimo e financiamento voluntários no país eram quase inexistentes no momento da implementação daquelas medidas.

4.5 Comércio mundial

A OMC, em seu "Relatório do Comércio Mundial" de 2003, projetou crescimento máximo de 3% no comércio internacional para este ano. Tal estimativa considera as incertezas decorrentes do pós-guerra no Iraque; a alta nos preços do petróleo no primeiro trimestre de 2003 e a manutenção em patamar elevado no período subsequente; a redução da atividade econômica nos países industrializados, afetando negativamente a confiança do consumidor e os negócios; e o decréscimo do fluxo global de investimentos diretos, agravado pelo ambiente de aversão ao risco.

Por outro lado, há considerações favoráveis ao comércio exterior: a intensificação do comércio entre países em desenvolvimento e a recuperação nos preços de algumas *commodities* agrícolas, que mesmo ainda deprimidos, têm garantido melhor desempenho comercial dos países em desenvolvimento.

Em relação à reunião ministerial da OMC, realizada em setembro em Cancún, México, não se confirmaram as perspectivas de evolução nos debates. A falta de consenso entre os Estados Unidos e a União Européia, de um lado, e os países em desenvolvimento, de outro, quanto a uma política agrícola comum que atenda igualmente aos interesses dos países em desenvolvimento impediu o avanço de outros temas.

A vacilante recuperação mundial tem tido reflexos distintos sobre o comércio internacional. As perspectivas

para o restante do ano melhoraram ligeiramente em função da dissipação dos efeitos da Sars, maior probabilidade de crescimento econômico nos Estados Unidos e Japão e recuperação dos preços de algumas *commodities*.

Nos Estados Unidos, o dólar depreciado ainda não está exercendo influência discernível no incentivo às exportações ou na restrição às importações. O déficit comercial norte-americano se estabilizou no segundo trimestre, o que é atribuído ao declínio nos preços do petróleo. Nesse período, as exportações de bens e serviços alcançaram a média de US\$82,9 bilhões, enquanto as importações de bens e serviços tiveram média de US\$123,8 bilhões, resultando num déficit comercial médio de US\$ 40,9 bilhões.

O déficit comercial norte-americano com a China continua a se ampliar, podendo ultrapassar neste ano a marca de US\$103 bilhões, alcançada em 2002. A questão reflete a crescente sensibilidade nos Estados Unidos em relação ao superávit comercial da China e seu robusto crescimento econômico.

No Japão, o superávit na conta de bens e serviços tem sido estável, embora o déficit na conta de serviços tenha diminuído devido ao declínio do número de turistas japoneses no exterior. Dados preliminares apontam para o crescimento modesto das exportações no segundo trimestre. As maiores fontes de crescimento para as exportações japonesas foram os Estados Unidos e a Europa, enquanto os embarques para a Ásia declinaram ligeiramente, indicando estabilização para os meses subseqüentes.

As importações japonesas da Ásia têm aumentado moderadamente, sendo representativas as importações da China e dos países membros da Associação das Nações do Sudeste Asiático (*Association of Southeast Asian Nations* – Asean). As importações dos Estados Unidos têm seguido tendência decrescente, embora a flutuação mensal tenha se tornado maior. As importações da União Européia mantiveram-se estáveis.

Os fluxos comerciais da Europa pioraram significativamente no segundo trimestre, em linha com o ocorrido nos maiores países da região. Apesar da ligeira recuperação tanto das exportações quanto das importações, a tendência é declinante ao longo do ano. O saldo comercial da Área do Euro é positivo, porém declinante, enquanto o da União Européia (UE) é deficitário.

O saldo comercial da UE com os Estados Unidos aumentou, apesar de os fluxos comerciais serem declinantes, assim como com o Japão, a Suíça e a Noruega. O mais notável aumento do fluxo comercial é com a China, tendo incrementado tanto as exportações quanto as importações, aumentando, por conseguinte, o déficit comercial com aquele país.

Os impactos da Sars sobre os fluxos de comércio externo de bens e serviços nos países emergentes da Ásia, além de diferenciados, foram inferiores ao esperado. Enquanto a balança comercial da Coreia do Sul sofreu deterioração, a da China, ao contrário, com exceção das atividades de turismo, não sofreu mudanças significativas até o momento. Tanto as importações quanto as exportações chinesas estão crescendo vertiginosamente neste ano. As estatísticas de julho apontam para aumentos de 31% nas exportações e de 35% para as importações, comparativamente a 33% e 40%, respectivamente, em junho.

Do lado cambial, com a intenção de neutralizar a pressão americana no sentido de valorizar o yuan, a China está se preparando para reduzir os incentivos aos exportadores, aumentar a compra de títulos do Tesouro norte-americano e relaxar os controles sobre multinacionais. As autoridades chinesas decidiram não modificar a paridade do yuan, tendo o primeiro-ministro Wen Jiabao chamado o yuan estável de “base da economia sustentada, estabilidade financeira e desenvolvimento da China”.

O ajuste comercial da América Latina continuou a avançar ao longo de 2003. O superávit dos últimos doze meses da região alcançou US\$45 bilhões no início do segundo trimestre, comparado com US\$38 bilhões em dezembro passado. Os grandes superávits no Brasil e na Argentina foram alcançados com níveis de exportação expressivos. A Argentina atingiu pico em suas exportações em junho – US\$1,7 bilhão – graças a produtos agrícolas. As exportações de manufaturas, no entanto, permanecem deprimidas, devido em parte à fraca demanda brasileira. As importações estão se recuperando gradualmente, ainda que em níveis absolutos permaneçam deprimidos. Assim sendo, o superávit comercial provavelmente será mais moderado nos próximos meses.

No México, o déficit comercial tem se estreitado, beneficiando-se o país de maior demanda por exportações, com reação positiva do setor manufatureiro, alimentado pela recuperação da demanda norte-americana. No Chile, as

exportações de produtos não relacionados ao cobre têm ganho relevância na expansão das exportações, tendência que poderá ser acentuada com a retomada do crescimento mundial.

4.5.1 *Commodities*

Embora os preços das *commodities* tenham permanecido voláteis ao longo do ano, refletindo as condições de oferta e de demanda dos produtos e as mudanças de expectativas sobre a duração e a intensidade da recuperação econômica mundial, observa-se crescimento lento dos preços dos metais, minerais, produtos e insumos agrícolas, muito embora ainda estejam inferiores à média de 1995, exceto para os preços de energia (petróleo e derivados). Maior dinamismo do comércio internacional, com a demanda superior à oferta, e estoques baixos, permitirão a recomposição dos preços das principais *commodities*.

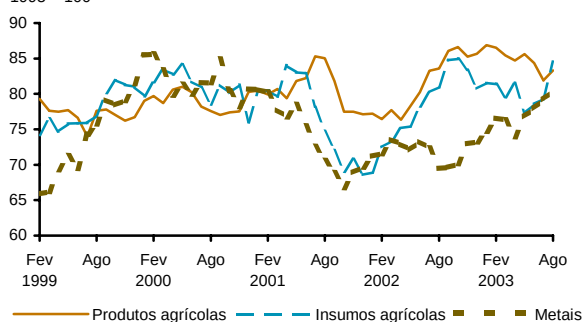
O ouro, adquirido como garantia contra a inflação, registrou alta nos últimos meses, após afastado o risco de processo deflacionário nos Estados Unidos. Havia também expectativas de que a violência no Oriente Médio predisporia os investidores daquela região à maior segurança em outros ativos. O ouro para dezembro aumentou 0,2%, para US\$375 a onça na Bolsa Mercantil de Nova York. A alta do preço do ouro parece ter relação com a depreciação do dólar em relação ao euro, tendo aumentado 19% nos últimos doze meses.

Os preços do cobre e do alumínio, que têm retraído nos últimos meses, estão com expectativa de alta em razão do aumento das vendas a varejo nos Estados Unidos em junho. O chumbo e o estanho tiveram, da mesma forma, ligeiro incremento nos preços. O preço do níquel está em baixa, depois de alcançar pico de três anos registrado em junho, devido à greve na segunda maior mina de níquel do mundo, no Canadá.

No que se refere às *commodities* agrícolas, os preços na Bolsa de Chicago variaram relativamente pouco, porém os preços da soja e do milho têm boas possibilidades de aumentar no mercado de futuros devido às más condições da produção americana desses grãos, em razão do calor e da falta de chuva. Os Estados Unidos são responsáveis por quase 40% da produção mundial de milho e são o maior produtor de soja.

Índice de preços de *commodities*

1995 = 100



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Apesar das pequenas recuperações verificadas ocasionalmente no mercado do açúcar, os preços internacionais devem continuar a cair, pois os mercados mundiais de açúcar demerara e refinado estão com excesso de oferta na atual safra. No entanto, a expectativa é de que a produção mundial de açúcar deve ser menor na safra 2003/2004, em parte devido ao aumento da produção de álcool. Assim, o preço poderá aumentar ligeiramente ao final de 2003, devido aos estoques reduzidos e à menor produção. Em relação ao álcool, a produção brasileira deverá ser menor que a estimada inicialmente, mas superior à da safra passada em 1 bilhão de litros. Nos Estados Unidos, a produção média diária de álcool, em julho, atingiu novo recorde, 39% superior em volume ao do mesmo mês de 2002. Seguindo esse ritmo, a produção norte-americana de 2003 deverá atingir 10,2 bilhões de litros, pouco inferior à do Brasil.

A despeito do aumento esperado para 2003, os preços do café deverão permanecer próximos aos mínimos históricos. A produção mundial de café tem aumentado significativamente nas últimas cinco safras, ao passo que o consumo *per capita* tem se mantido constante nos últimos dez anos.

A produção mundial de cacau para 2003 deve ser ligeiramente superior à do ano passado, mas os preços devem manter-se no mesmo patamar. O grau de volatilidade nos preços do cacau deve permanecer alto até que a instabilidade política na Costa do Marfim, maior produtor mundial, seja resolvida.

Em relação ao suco de laranja, há a expectativa de que as altas temperaturas registradas na Europa reduzam os grandes estoques do produto, significando que as vendas do Brasil, principal fornecedor para a Europa, cresceriam no futuro.

4.5.1.1 Petróleo

O atual ciclo de altos preços do petróleo poderá ser mantido até meados de 2004, quando se espera nova inversão nos preços, refletindo tanto as tendências de demanda quanto a evolução da oferta dos países não membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Ademais, não é certo que a cooperação atual dentro da Opep, e igualmente entre produtores Opep e não-Opep, possa ser mantida.

Dentre os eventos que ajudaram a elevar ou a manter alto o preço do petróleo, destaque-se a relativa escassez da resposta de oferta aos altos preços nas áreas produtoras não pertencentes à Opep. A única exceção é a Rússia, cujo aumento da produção reflete melhor aproveitamento das instalações existentes. A greve geral na Venezuela no final de 2002 e os recentes conflitos internos na Nigéria, ambos causando variações na produção desses fornecedores, contribuíram para gerar mais tensão no mercado.

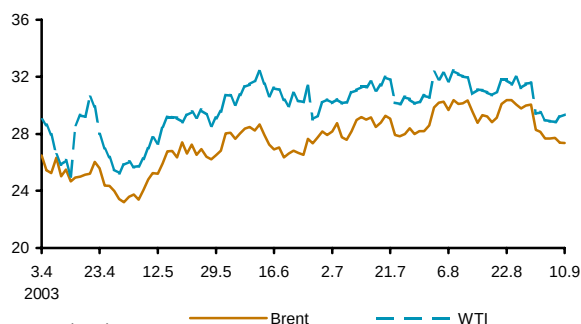
Todavia, o fator de maior relevo no mercado ainda é o Iraque. Antes da guerra, acreditava-se que o Iraque poderia se tornar rapidamente um grande fornecedor de petróleo, depois de retomado seu potencial produtivo. Julgou-se que sua produção poderia crescer a ponto de fazer baixar os preços do petróleo ou até ameaçar a própria existência da Opep. Mesmo prevendo-se que seriam necessários anos e muito investimento para recuperar um longo período de falta de investimentos adequados, a realidade da situação pós-guerra já minou o otimismo inicial a respeito da rápida recuperação da indústria petroleira iraquiana. Atualmente, teme-se que a retomada da produção seja interrompida por sabotagens, as quais têm ocorrido ao longo dos últimos meses. O Iraque exportou em agosto deste ano cerca de 645 mil barris de petróleo diários. Caso não houvesse sido afetado por sabotagens, poderia ter alcançado até um milhão de barris diários.

As cotações do petróleo no mercado à vista, tanto o tipo *Brent* quanto o *West Texas Intermediate* (WTI), após recuarem com o fim da Guerra do Iraque, voltaram não só a se elevar em maio, como permaneceram voláteis em função dos desdobramentos do fim do conflito no Oriente Médio e das previsões dos estoques do produto nos Estados Unidos, que estão bem abaixo da média do período 2001-2002. No início de setembro, as cotações do produto apresentaram declínio, mas mantiveram-se no patamar de US\$28-US\$30/barril, acima da média do intervalo de preços estabelecido pela Opep.

As pressões mais recentes sobre o preço do petróleo são os sinais de recuperação da economia dos Estados Unidos e do Japão, os quais ajudam a impulsionar os preços do produto nos principais mercados internacionais. Dessa forma, o mercado de petróleo deve continuar aquecido pelo próximo período de um ano, pelo menos. Entretanto, no mercado futuro, as cotações reverteram, no início de setembro, a tendência de alta, que se verificava desde abril, para os vários prazos de entrega.

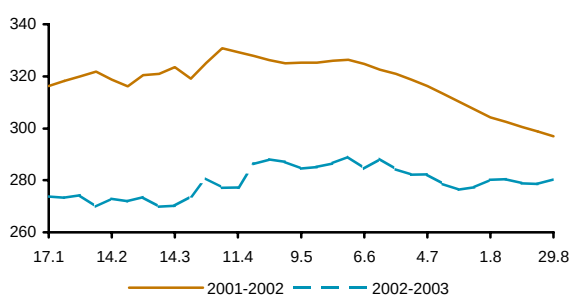
Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



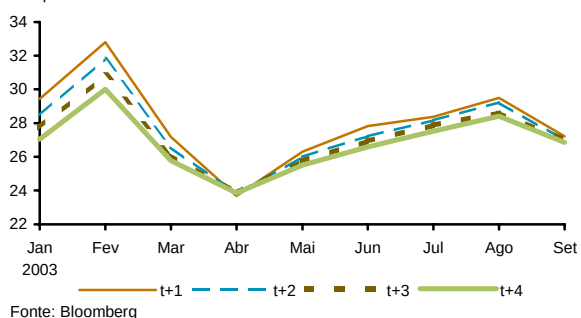
Petróleo – EUA: estoques comerciais

Milhões de barris



Petróleo – Mercado futuro

US\$ por barril



4.6 Conclusão

As sucessivas quebras de expectativas quanto à retomada do crescimento da economia mundial impõem um comportamento cauteloso aos agentes econômicos, retardando um pronto restabelecimento dos níveis de consumo e de investimento. No entanto, indicadores econômicos mais recentes, principalmente dos Estados Unidos e do Japão, vêm confirmando que a recuperação da atividade econômica mundial é factível, embora persistam as incertezas quanto à sua intensidade e duração.

A evolução da economia norte-americana permanece como a variável-chave para determinar a trajetória de crescimento sustentado da economia mundial. A sustentabilidade da retomada norte-americana no médio e longo prazos está ameaçada pelos desequilíbrios interno e externo, podendo afetar a incipiente recuperação japonesa e minar as expectativas de crescimento da, até agora, estagnada economia européia, cujas políticas econômicas estão altamente comprometidas com a reativação do ciclo econômico.

No curto prazo, é inequívoca a sincronia dos ciclos de crescimento econômico dos Estados Unidos e do Japão, cujos reflexos sobre o comércio mundial serão significativos, com impactos expansivos sobre a demanda global. O maior dinamismo no comércio internacional deve também se manifestar positivamente nos preços das *commodities*, que se encontram inferiores à média histórica.

Com a normalização da liquidez nos mercados financeiros internacionais, pela redução das incertezas e turbulências, abre-se perspectiva otimista em relação à recomposição do volume de recursos externos em direção aos países emergentes, aumentando sua disponibilidade e reduzindo o seu custo, muito embora a melhoria da performance dos mercados desenvolvidos aumente a probabilidade de redirecionamento dos capitais para esses países.

Nessas circunstâncias, não se pode assegurar que um crescimento econômico mundial sustentado venha a ocorrer em sua plenitude, no médio e longo prazos. No curto prazo, confirma-se a recuperação gradual do nível de atividade, cuja continuidade está limitada pelos desequilíbrios estruturais nas principais economias mundiais.

Setor externo

A continuidade do ajuste significativo das contas externas brasileiras traduziu-se, no corrente ano, na eliminação do déficit em transações correntes, considerados os resultados mensais ou os saldos acumulados em doze meses. Neste último caso, a melhoria entre os resultados de agosto de 2003 e do ano anterior alcançou US\$18,9 bilhões, evidenciando, fundamentalmente, o elevado superávit da balança comercial, reflexo da retração das importações e, principalmente, da expansão das exportações, bem como, em menor intensidade, a tendência de diminuição no déficit da conta de serviços e rendas. O fluxo líquido de capitais para o país tem apresentado retomada, expressa nas taxas de rolagem superiores a 100%, e melhoria em seu perfil, privilegiando o médio e o longo prazos. As perspectivas de melhoria no ambiente econômico, doméstico e internacional, conjuntamente com a manutenção de políticas econômicas internas sólidas e consistentes, permitem projetar a permanência de resultados favoráveis no balanço de pagamentos brasileiro para 2003 e 2004.

5.1 Comércio de bens

Balança comercial – FOB

		US\$ milhões			
Período		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-ago 2003		45 510	30 382	15 128	75 892
Jan-ago 2002		37 026	31 659	5 367	68 685
Var. %		22,9	-4,0		10,5

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

A balança comercial apresentou superávits mensais superiores a US\$2 bilhões no último quadrimestre, atingindo, em agosto, US\$2,7 bilhões, o maior valor mensal já registrado. De janeiro a agosto, o superávit atingiu US\$15,1 bilhões, superando em 15,1% o relativo ao total do ano anterior.

Esse resultado refletiu crescimento de 22,9% das exportações nos primeiros oito meses do ano, ante o mesmo período em 2002, alcançando US\$45,5 bilhões, e retração de 4% das importações, que somaram US\$30,4 bilhões. Portanto, diferentemente do observado em 2002, o aumento das exportações, neste ano, constituiu-se no fator predominante para a expansão do saldo comercial do país. Assinale-se, ainda, o crescimento de 10,5% registrado na corrente de comércio, no período em análise.

Exportação por fator agregado – FOB

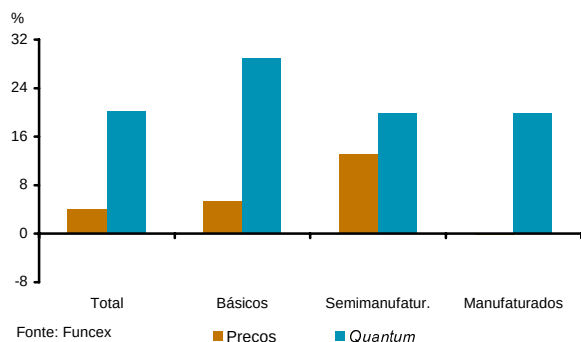
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	Acumulado		
	2002	2003	Var. %
Total	220,4	274,2	24,4
Básicos	59,8	79,8	33,5
Industrializados	154,4	189,2	22,6
Semimanufaturados	31,2	41,9	34,2
Manufaturados	123,1	147,2	19,6
Operações especiais	6,3	5,2	- 16,9

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

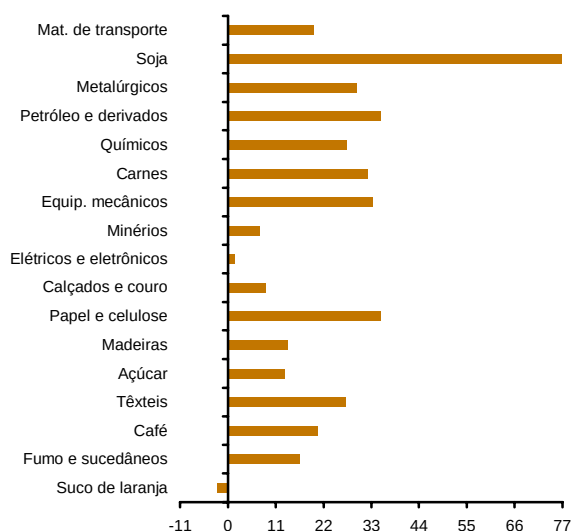
Exportações – Índices de preços e *quantum* Janeiro-julho 2003/2002



Fonte: Funcex

Exportações por setores – FOB – Janeiro-agosto/2003

Variação percentual sobre igual período do ano anterior^{1/}



Fonte: MDIC/Secex

1/ Média diária. Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

Dentre as principais razões para o desempenho favorável da balança comercial, já discutidas em edições anteriores deste Relatório, merecem destaque, pelo lado das exportações, a diversificação e a ampliação de mercados, de produtos e de empresas, em resposta aos esforços de promoção das exportações, tanto do governo quanto dos empresários; o aumento da competitividade; o comportamento do câmbio real; o desaquecimento da economia e a recuperação de preços de produtos básicos e semimanufaturados. No que se refere à evolução das importações, há que se considerar a substituição de importações em alguns setores e, tal como nas exportações, o comportamento da taxa de câmbio e da atividade econômica.

O crescimento das exportações concentrou-se nas vendas de produtos básicos e de semimanufaturados, que apresentaram aumentos de 33,5% e 34,2%, respectivamente, se consideradas as médias diárias dos períodos de janeiro a agosto de 2003 e do ano anterior. As exportações de produtos manufaturados, por sua vez, elevaram-se 19,6%.

O aumento no valor exportado das três categorias de fator agregado deveu-se, predominantemente, a crescimentos do *quantum*. Adicionalmente, a evolução dos preços contribuiu favoravelmente para o desempenho dos básicos e de semimanufaturados. Nesse sentido, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), no período de janeiro a julho de 2003, ante igual período de 2002, a quantidade exportada de produtos básicos aumentou 29% e as relativas a semimanufaturados e a manufaturados, 19,9%. No que se refere aos preços, elevaram-se, na ordem, 5,3% e 13,1%, nas duas primeiras categorias e registraram contração de 0,1% em manufaturados.

Consideradas as vendas externas dos principais setores exportadores, de janeiro a agosto de 2003, relativamente ao mesmo período de 2002, as exportações do complexo soja, em razão principalmente do aumento de embarques com destino à China, cresceram 76,9%, o maior aumento registrado no período. No setor de material de transporte, beneficiado por acordos bilaterais com vários países, a expansão na média diária das exportações totalizou 19,6%. Outros importantes segmentos apresentaram taxas de crescimento superiores ao das exportações médias totais, de 24,4%, entre eles os setores papel e celulose, metalúrgico, petróleo e derivados, químico, carnes e equipamentos mecânicos.

Importação por categoria de uso final – FOB

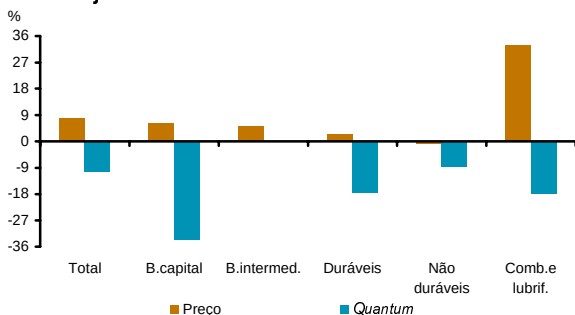
Média diária – Janeiro–agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2002	2003	Var. %
Total	188,4	183,0	- 2,9
Bens de capital	49,3	38,8	- 21,4
Matérias-primas	93,2	97,9	5,1
Naftas	1,6	2,5	59,9
Bens de consumo	23,5	21,2	- 10,0
Duráveis	9,9	9,2	- 7,3
Automóveis de passageiros	1,9	1,7	- 13,8
Não duráveis	13,6	11,9	- 12,0
Combustíveis e lubrificantes	22,4	25,1	12,3
Petróleo	7,4	10,1	36,2

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

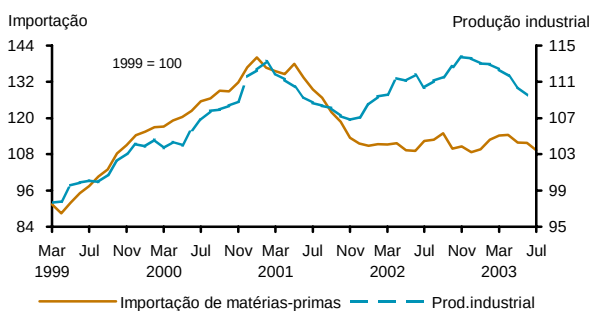
Importações – Índices de preço e quantum Janeiro-julho 2003/2002



Fonte: Funcex

Importação de matérias-primas x produção industrial

Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



Fonte: IBGE e Funcex

A redução das importações esteve associada às quedas de 21,4% nas importações de bens de capital e de 10% nas relativas a bens de consumo, registrando-se, neste grupo, recuo de 13,8% nas importações de veículos de passageiros, principalmente os oriundos da Argentina. As compras de matérias-primas e produtos intermediários apresentaram expansão de 5,1%, em parte pela elevação nas importações de nafta, de 59,9%, e por força de benefício fiscal em operações de *drawback*, implementado pelo governo em meados de 2002. Em combustíveis e lubrificantes, o crescimento atingiu 12,3%, com as compras de petróleo expandindo 36,2%.

Dados de preços e *quantum* para o período de janeiro a julho de 2003, da Funcex, revelaram crescimento de 8,1% nos preços dos produtos importados e redução de 10,2% na quantidade. A elevação de preços deveu-se, principalmente, ao aumento nos preços do petróleo, afetando as importações de combustíveis e de matérias-primas derivadas do petróleo, como nafta e outros produtos petroquímicos.

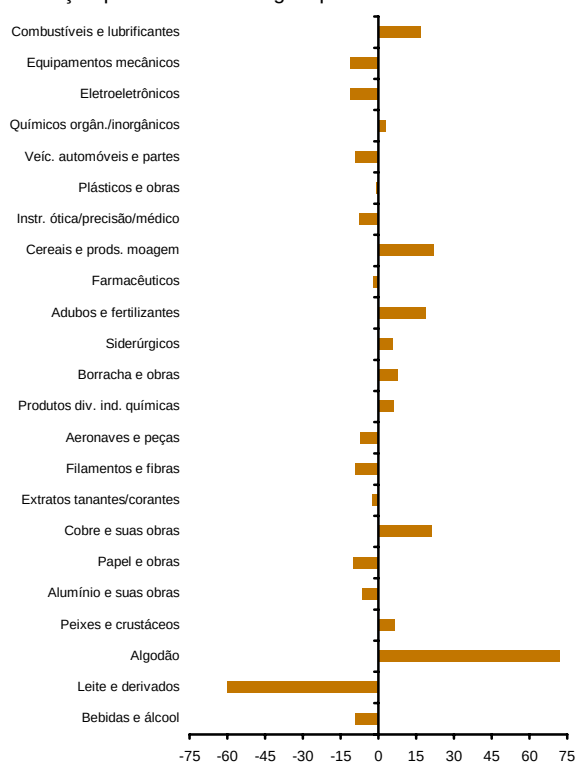
A importação de bens de capital apresentou a maior redução de *quantum* entre as categorias de uso, 33,6%, evidenciando depreciação do câmbio real no período de comparação, desaquecimento na produção industrial e substituição de importações. Os preços dos bens de capital expandiram 6,3%.

A quantidade importada de matérias-primas e produtos intermediários declinou 0,4%. Assim, a expansão no valor das importações dessa categoria refletiu, portanto, a elevação dos preços, sobretudo como decorrência da elevação na cotação do petróleo, que afetou as importações de, entre outros, produtos petroquímicos. A comparação da média móvel de três meses da produção industrial e do *quantum* de importação de matérias-primas e produtos intermediários revela que a importação de insumos tem-se mantido relativamente estável, desde o início de 2002 até meados de 2003, enquanto a produção industrial apresentou crescimento ao longo de quase todo 2002, impulsionado, em grande parte, pelas exportações, com inversão dessa tendência a partir de novembro daquele ano.

Bens de consumo também apresentaram redução na quantidade importada, atingindo 17,6% em duráveis, causada, em grande medida, pela redução na aquisição de automóveis, e 8,8% em não duráveis. Quanto aos preços, o comportamento foi diverso, com crescimento de 2,7% para os duráveis e queda de 0,9% para os não duráveis.

Importações por setores – Janeiro-agosto/2003

Variação percentual sobre igual período do ano anterior^{1/}



Fonte: MDIC/Secex

1/ Média diária. Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

Exportação e importação por área geográfica – FOB

Janeiro-agosto

Discri- minação	US\$ bilhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2002	2003	Var. %	2002	2003	Var. %	2002	2003
Total	37,0	45,5	22,9	31,7	30,4	-4,0	5,4	15,1
Aladi	6,2	7,7	22,6	5,6	5,2	-6,8	0,6	2,4
Mercosul	2,1	3,3	57,6	3,8	3,7	-3,9	-1,7	-0,4
Argentina	1,4	2,6	84,5	3,3	3,0	-7,2	-1,8	-0,4
Demais	0,7	0,6	-1,3	0,6	0,7	15,1	0,1	0,0
México	1,4	1,7	18,1	0,4	0,3	-16,8	1,1	1,4
Demais	2,7	2,7	-1,7	1,4	1,2	-12,1	1,3	1,5
EUA ^{1/}	9,9	11,1	11,8	7,2	6,0	-16,7	2,7	5,1
UE	9,3	11,2	19,8	9,0	8,3	-7,3	0,3	2,8
Europa Or. ^{2/}	1,1	1,4	31,3	0,5	0,6	17,6	0,5	0,8
Ásia	5,0	7,6	51,9	5,3	5,5	3,3	-0,3	2,1
Japão	1,3	1,5	11,4	1,6	1,6	-3,5	-0,3	-0,1
Coreia (Sul)	0,5	0,8	60,2	0,8	0,7	-8,0	-0,3	0,1
China	1,2	2,6	107,7	1,0	1,3	28,8	0,3	1,3
Outros	1,9	2,7	41,8	1,9	2,0	0,7	-0,1	0,7
Demais	5,5	6,6	20,7	4,1	4,7	17,0	1,4	1,9

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

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

A quantidade importada de combustíveis e lubrificantes reduziu-se 17,9%, refletindo a queda na atividade industrial e a elevação de preços do petróleo, observadas no período.

Entre os setores cujas importações médias diárias se elevaram de janeiro a agosto de 2003, relativamente às de igual período de 2002, encontram-se aqueles com forte influência dos preços do petróleo e seus derivados, como combustíveis, 16,8% e adubos e fertilizantes, 18,9%. Também apresentaram aumentos significativos as compras de cereais e produtos de moagem, 22%, em função da necessidade de importação de arroz em 2003, dada a redução na produção nacional e recomposição de estoques, e de algodão, 72,2%, como resultado da preferência do setor têxtil por algodão importado de preço inferior ao nacional, ainda que com qualidade inferior.

As importações de outros importantes setores apresentaram-se em queda, como as de equipamentos mecânicos, 11,3%, equipamentos elétricos e eletrônicos, 11,3%, e veículos automóveis e suas partes, 9,4%, em razão, principalmente, da redução da atividade econômica.

No que se refere ao comércio bilateral, o Brasil obteve ganhos absolutos com os principais parceiros e blocos, na comparação dos resultados dos períodos de janeiro a agosto de 2003 e do ano anterior. O maior incremento ocorreu no intercâmbio com os países da UE, de US\$2,5 bilhões, registrando-se superávit de US\$2,8 bilhões no período. Esse resultado originou-se do crescimento de 19,8% nas exportações, que somaram US\$11,2 bilhões e da queda de 7,3% nas importações, que se situaram em US\$8,3 bilhões. O bloco adquiriu principalmente, soja, farelo de soja, minérios de ferro, celulose, café e motores para veículos automóveis, e exportou ao Brasil autopeças, medicamentos, motores para veículos, instrumentos e aparelhos de medida, de verificação e partes e peças de aviões e helicópteros.

No que se refere ao intercâmbio com os países asiáticos, registrou-se inversão de déficit de US\$321 milhões para superávit de US\$2,1 bilhões, como resultado de aumentos de 51,9% nas exportações e de 3,3% nas importações. Esse resultado deveu-se, principalmente, ao crescimento das exportações para a China, que alcançaram US\$2,6 bilhões, colocando o país como o segundo maior destino das exportações brasileiras no período, ante importações de US\$1,3 bilhão, proporcionando aumento de US\$1,1 bilhão no superávit com esse país. Nesse grupo,

cabe destacar, ainda, a elevação de 60,2% nas exportações para a Coreia do Sul.

Os principais produtos exportados para a região foram matérias-primas, em especial do complexo soja, minérios de ferro, semimanufaturados de ferro ou aço, petróleo, laminados planos, celulose, alumínio, couros e peles. Dentre os produtos mais importados da região destacaram-se circuitos integrados e microconjuntos eletrônicos, partes de aparelhos transmissores ou receptores e partes e acessórios de computadores.

O superávit no comércio com os Estados Unidos (EUA) elevou-se em US\$2,4 bilhões, somando US\$5,1 bilhões, com crescimento de 11,8% nas exportações, que alcançaram US\$11,1 bilhões, e redução de 16,7% nas importações, que atingiram US\$6 bilhões. Com esse resultado, os EUA mantiveram-se como o principal parceiro comercial individual no período. As receitas vinculadas às exportações de produtos manufaturados exerceram, mais uma vez, papel fundamental para a consecução do resultado obtido no período, destacando-se as vendas de aviões, aparelhos transmissores ou receptores e componentes, calçados, óleos combustíveis e motores para veículos automóveis. Os principais produtos importados foram os motores, geradores e transformadores elétricos e motores e turbinas para aviação, embora ambos tenham apresentado redução, que até julho aproximava-se de 40%.

Exportação para a Argentina e demais países – FOB

Média diária de janeiro-agosto 2003

Discriminação	Variação % ^{1/}		
	Argentina	Demais	Total
Total	86,8	21,9	24,4
Manufaturados	101,3	15,1	19,6

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 168 dias úteis; em 2003, 166.

1/ Sobre igual período do ano anterior.

O superávit com o conjunto de países da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) atingiu US\$2,4 bilhões, com crescimento de US\$1,8 bilhão relativamente ao registrado em igual período de 2002. As exportações cresceram 22,6%, para US\$7,7 bilhões, e as importações reduziram-se 6,8%, somando US\$5,2 bilhões. O aumento do superávit deveu-se, sobretudo, à retomada econômica da Argentina, país com o qual verificou-se melhora de US\$1,4 bilhão no saldo comercial, mas que ainda manteve-se deficitário em US\$394 milhões. A recuperação das exportações para a Argentina favoreceu, principalmente, as vendas de produtos manufaturados, registrando-se que o mercado argentino voltou a ser o terceiro maior destino das exportações brasileiras.

Nesse bloco, cabe mencionar a elevação de 18,1% das exportações e o recuo de 16,8% das importações para o México, elevando o superávit bilateral em US\$328 milhões.

No comércio com os sócios da Aladi, destacaram-se as transações relativas ao setor automobilístico, por força

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan-	Ano	Jan-	Ano ^{1/}	
	Ago		Ago		
Transações correntes	-8,7	-7,7	2,5	-1,2	-6,3
Balança comercial	5,4	13,1	15,1	20,5	16,5
Exportações	37,0	60,4	45,5	68,5	71,5
Importações	31,7	47,2	30,4	48,0	55,0
Serviços	-3,6	-5,0	-3,2	-5,6	-5,8
Transportes	-1,4	-2,0	-1,1	-1,8	-2,0
Viagens internacionais	-0,6	-0,4	0,1	-0,2	-0,8
Computação e informação	-0,8	-1,1	-0,6	-1,0	-1,2
Aluguel de equipamentos	-1,1	-1,7	-1,4	-2,2	-1,8
Demais	0,4	0,2	-0,1	-0,4	0,0
Rendas	-11,9	-18,2	-11,3	-18,7	-19,0
Juros	-8,5	-13,1	-8,2	-13,7	-13,5
Lucros e dividendos	-3,4	-5,2	-3,2	-5,0	-5,5
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Transferências correntes	1,4	2,4	1,9	2,5	2,0

1/ Projeção.

dos acordos com a Argentina e com o México. Assim, pela ordem, os principais produtos exportados para esses países foram automóveis, autopeças, veículos de carga e laminados planos. Os principais produtos importados foram trigo, gás natural, naftas e automóveis.

5.2 Serviços e renda

A melhora no resultado das transações correntes manteve-se no período posterior à análise realizada no último "Relatório de Inflação". No terceiro trimestre, até agosto, a balança comercial registrou superávits ainda mais expressivos, enquanto as remessas líquidas das contas de serviços e de rendas reduziram-se e as transferências unilaterais correntes foram mais positivas.

O saldo deficitário da conta de serviços situou-se em US\$3,2 bilhões, nos primeiros oito meses do ano, 10,4% inferior ao assinalado no período correspondente de 2002. As remessas líquidas com transportes registraram contração de 24,6%, situando-se em US\$1,1 bilhão, reflexo, principalmente, do ganho de 17,5% com receitas. As viagens internacionais acumularam receitas líquidas de US\$87 milhões, comparadas a gastos líquidos de US\$629 milhões no ano anterior, e as despesas líquidas com computação e informação somaram US\$637 milhões, retração de 17,1%, no período.

As remessas líquidas de rendas acumularam US\$11,3 bilhões de janeiro a agosto de 2003, redução de 4,6% em relação ao patamar de mesmo período do ano anterior. Os gastos líquidos de juros registraram pequena redução, 3,9%, para US\$8,2 bilhões. No mesmo sentido, as remessas de lucros e dividendos contraíram 5,5%, somando US\$3,2 bilhões.

Para 2003, projeta-se expansão no superávit da balança comercial, para US\$20,5 bilhões, com crescimento de 13,5% nas exportações e de 1,7% nas importações. As despesas líquidas com serviços e as remessas líquidas de renda deverão manter-se em patamares ligeiramente superiores aos de 2002. Dessa forma, espera-se a retração de US\$6,5 bilhões no déficit de transações correntes para 2003, situando-se em US\$1,2 bilhão.

5.3 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$8,2 bilhões no

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan-	Ano	Jan-	Ano ^{1/}	
	Ago		Ago		
Conta financeira	10,0	8,4	8,2	9,2	3,7
Investimentos diretos	9,5	14,1	5,1	8,0	11,5
Brasileiros no exterior	-2,0	-2,5	-0,6	-2,0	-2,0
Estrangeiros no país	11,4	16,6	5,7	10,0	13,5
Participação	12,6	17,1	5,2	9,0	12,5
Intercompanhias	-1,2	-0,5	0,5	1,0	1,0
Investimentos em carteira	-1,9	-5,1	2,3	2,8	0,1
Ativos	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Passivos	-1,6	-4,8	2,3	2,8	0,1
Derivativos	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,0
Outros investimentos	2,7	-0,2	0,9	-2,0	-7,9
Ativos	-1,4	-3,2	-2,7	-4,4	-3,2
Passivos	4,1	3,0	3,6	2,4	-4,7

1/ Projeção.

Fontes de financiamento de médio e longo prazos do BP Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan-	Ano	Jan-	Ano ^{1/}	
	Ago		Ago		
Capitais de médio e longo prazos	7,4	8,5	7,1	10,7	24,0
Bônus públicos	3,9	3,9	2,3	3,0	5,5
Títulos privados	2,0	2,3	3,1	4,9	14,8
Empréstimos diretos	1,5	2,3	1,7	2,7	3,7
Emp. de curto prazo ^{2/}	-1,7	-3,0	-0,9	1,5	0,0
Títulos de curto prazo	-0,8	-0,8	1,4	1,0	0,0
Taxas de rolagem ^{3/}					
Bônus públicos	242%	198%	81%	n.a.	n.a.
Títulos privados	46%	31%	145%	120%	100%
Empréstimos diretos	60%	64%	73%	75%	100%

1/ Projeção.

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

3/ A taxa de rolagem equivale à razão entre desembolsos e amortizações, exclusive as amortizações de papéis e empréstimos decorrentes de conversão de dívida em investimentos direto.

acumulado do ano até agosto. A constituição de ativos na forma de depósitos no exterior resultou em saídas líquidas de US\$2,3 bilhões. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos somaram US\$5,7 bilhões, dos quais US\$5,2 bilhões na forma de participação e US\$513 milhões na forma de empréstimos intercompanhias.

Os investimentos estrangeiros em carteira somaram captações líquidas de US\$2,3 bilhões, ante remessas líquidas de US\$1,9 bilhão, em igual período de 2002. O principal determinante dessa reversão foi o retorno das fontes de financiamento de curto, médio e longo prazos, especialmente títulos de renda fixa negociados no exterior. Nessa rubrica, o acumulado de 2003, até agosto, foi positivo em US\$1,1 bilhão, comparados a saídas líquidas de US\$2,8 bilhões no mesmo período de 2002. Entre os papéis de médio e longo prazos, os bônus foram responsáveis por remessas líquidas de US\$118 milhões. As saídas líquidas de *notes e commercial papers*, US\$93 milhões, representaram melhoria significativa face às remessas líquidas de US\$4,4 bilhões em igual período de 2002. Os papéis de curto prazo registraram captação líquida de US\$1,4 bilhão, em relação a gastos líquidos de US\$755 milhões de janeiro a agosto de 2002.

As taxas de rolagem de papéis privados de médio e longo prazos alcançaram 145% no período analisado, ante 46% nos mesmos meses do ano anterior. A taxa de rolagem dos empréstimos diretos registrou ligeiro aumento, nas mesmas bases de comparação, de 60% para 73%. Para 2003, projeta-se que as taxas de rolagem de papéis privados superem, com folga, 100% e que a taxa relativa a empréstimos diretos situe-se em patamar mais elevado que o observado até agosto.

A necessidade de proteção cambial (*hedge*) da economia brasileira elevou-se em US\$8,1 bilhões durante o segundo trimestre de 2003, totalizando estimados US\$118,2 bilhões em junho de 2003. A elevação deveu-se, primordialmente, à recuperação das cotações das ações de empresas brasileiras negociadas tanto no país como no exterior e em posse de não-residentes. De maneira complementar, a apreciação cambial ocorrida de março a junho contribuiu para a ampliação do valor, em moeda estrangeira, dos passivos externos mantidos em moeda nacional.

O estoque de *hedge* cambial fornecido via títulos públicos indexados ao câmbio e operações de *swap* decresceu em moeda nacional, mas manteve-se no mesmo patamar quando expresso em moeda estrangeira, isto é, a redução na quantidade de títulos foi proporcional à

Investimentos Estrangeiros Diretos

Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos (IED) no mundo apresentaram significativa redução de 2000 a 2002. Entre os principais fatores macroeconômicos responsáveis por esse resultado estão a recessão nos principais países desenvolvidos; a contração no mercado de ações, com desvalorizações que refletem tanto o nível de atividade como a correção da excessiva valorização dos anos anteriores; a baixa taxa de poupança; o elevado nível de endividamento do setor privado; os escândalos contábeis e a redução de lucros das corporações; os elevados déficits externos, agravados por incertezas geopolíticas. Especificamente em relação aos países em desenvolvimento, a crise da Argentina, a queda de preços de *commodities* e a redução das exportações constituíram-se nos principais determinantes desse cenário. Além desses fatores, ressaltou-se o esgotamento dos programas de privatização e a desregulamentação.

O declínio dos fluxos de IED no mundo, em 2001 e 2002, foi irregular tanto em termos geográficos e setoriais, como em termos financeiros e por modalidade, de acordo com dados do *World Investment Report 2003*, da *United Nations Conference on Trade and Development* (Unctad). Geograficamente, poucos países responderam pela maior parte do declínio total. Em 2002, como em 2001, os EUA responderam por quase 90% da contração dos fluxos entre os países desenvolvidos. Os fluxos para a América Latina e para o Caribe foram reduzidos pelo terceiro ano consecutivo. Em termos setoriais, os cinquenta principais países, que juntos respondem por 90% dos ingressos totais de IED, sofreram redução de mais de 45% nos setores de indústria e de serviços. Em termos financeiros, o comportamento também foi desigual entre os três tipos, lucros reinvestidos, empréstimos intercompanhias e

novas aquisições. Nos trinta países que respondem por mais de 2/3 dos fluxos de IED, os empréstimos intercompanhias declinaram 77%, enquanto as novas aquisições caíram 12%. Em termos de modalidades, as aquisições e fusões decresceram 48% em 2001 e 38% em 2002, sendo que a participação dessa modalidade passou de 80% do fluxo total, em 2001, para cerca de 55%, em 2002.

Para 2003, as expectativas são de que os fluxos de IED totais, que se mantiveram estáveis no primeiro semestre, principalmente pelas incertezas quanto à guerra no Iraque, apresentem modesto crescimento até o final do ano, beneficiando inclusive os países emergentes.

Para 2004, as perspectivas de crescimento dos fluxos globais de IED são favoráveis, principalmente em virtude das expectativas de retomada do crescimento nos EUA. O *World Investment Prospect 2003*, da *Economist Intelligence Unit*, prevê crescimento do IED em 2004 e sua continuidade nos quatro anos subseqüentes. Adicionalmente, outras fontes apontam também como pontos favoráveis à melhoria dos fluxos de IED o comportamento dos mercados de ações, e, como consequência, a elevação do interesse dos investidores corporativos em fusões e aquisições, que já tem crescido. Além disso, é alta a probabilidade de que as empresas globais, cada vez mais, mudem suas atividades administrativas, de pesquisa e desenvolvimento, distribuição e logística e tesouraria para o exterior (*off-shoring*).

Segundo a consultoria *A. T. Kearney*, que divulgou em meados de setembro o Índice de Confiança de IED (*Foreign Direct Investment Confidence Index*), os executivos das mil maiores empresas do mundo, responsáveis por 70% do fluxo de IED, indicam maior possibilidade de investirem em países emergentes do que em países industrializados. Os mercados emergentes foram classificados como os mais atraentes para processos de transferência de investimentos nas atividades de apoio a negócios e para tecnologia da informação. Essa preferência é reforçada pelo custo da mão-de-obra, pelos progressos em educação, pela liberalização dos setores de serviços e pela maior expectativa de retorno.

No período recente, a tendência de diminuição dos fluxos de IED em direção às economias latino-americanas acompanhou a desaceleração do nível de atividade. Nesse sentido, a recuperação das exportações latino-americanas, beneficiada pelo reaquecimento da economia global e por depreciações reais em suas taxas de câmbio, bem como a redução da aversão ao risco no mercado mundial, parece demarcar um processo de recuperação do nível de atividade. As dificuldades enfrentadas por duas das mais importantes economias da área, a Argentina, diante da modificação do regime monetário-cambial, e o Brasil no período pré-eleitoral, além de seu impacto sobre o nível de confiança nessas economias, influenciaram a queda do nível de atividade, afetando a capacidade dos países como receptores de IED.

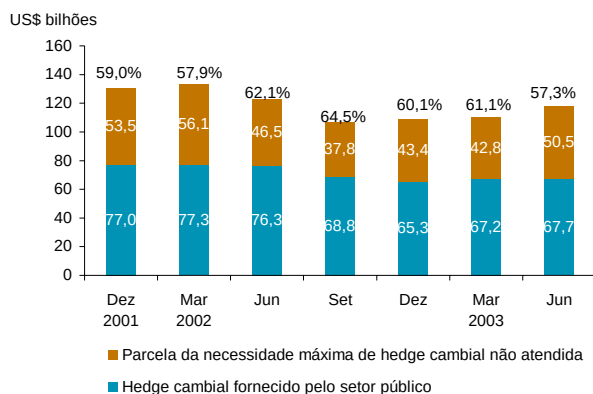
Nesse cenário, são positivas as expectativas quanto ao direcionamento dos fluxos do IED ao Brasil, que passou da 13ª posição para a 9ª, no *ranking* da *A. T. Kearney*. A manutenção da sustentabilidade da política econômica é considerada como um dos principais fatores para garantir a presença do Brasil entre os principais destinos de IED. Os setores em que o Brasil apresenta o melhor desempenho na pesquisa foram indústria pesada, 4ª posição, indústria leve, 8ª, serviços não financeiros, 7ª, e telecomunicações, 10ª.

Para 2003, a retomada do IED ao Brasil, a partir de julho, aponta para a confirmação da projeção de ingressos líquidos de US\$10 bilhões, mantida em relação ao "Relatório de Inflação" de junho. No primeiro semestre deste ano, a média mensal restringiu-se a US\$583,4 milhões, afetada pelas incertezas que influenciaram o desempenho da economia brasileira em 2002. Em julho e agosto, a média mensal elevou-se em 90,9%, para US\$1,1 bilhão, montante ligeiramente superior à média mensal necessária para alcançar o resultado projetado para este ano.

As perspectivas para 2004 relativas a IED parecem mais favoráveis, reafirmando a recuperação em curso a partir deste segundo semestre. À recuperação da economia internacional e dos fluxos de IED, ainda que em patamares bastante inferiores aos do final dos anos 1990, some-se o cenário

brasileiro mais positivo. Nesse sentido, as intenções de IED, coletadas a partir dos anúncios de projetos de investimentos de empresas, apresentaram variação de aproximadamente 20% de março a agosto. O valor estimado para 2004, US\$13,5 bilhões, deixa implícito valor médio mensal de US\$1,1 bilhão, similar ao ocorrido nos dois últimos meses.

Taxa de *hedge* cambial fornecido pelo setor público^{1/}



1/ A partir de mar/2003, necessidade máxima de *hedge* cambial estimada via fluxos de balanço de pagamentos.

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan- Ago	Ano	Jan- Ago	Ano ^{1/}	
Usos	-28,9	-38,8	-15,5	-28,4	-46,9
Transações correntes	-8,7	-7,7	2,5	-1,2	-6,3
Amortizações de MLP ^{2/}	-20,3	-31,1	-18,0	-27,1	-40,6
Papéis	-7,9	-11,9	-6,9	-10,3	-22,4
Pagas	-6,1	-9,2	-8,5	-11,8	-22,4
Dívida nacionalizada	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Refinanciamentos	0,0	0,0	1,2	1,2	0,0
Conversões em IED	-1,8	-2,8	0,4	0,3	0,0
Crédito de fornecedores	-1,8	-2,7	-1,2	-2,0	-3,6
Empréstimos diretos ^{3/}	-10,5	-16,6	-9,9	-14,9	-14,6
Fontes	28,9	38,8	15,5	28,4	46,9
Conta capital	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0
Inv. estrangeiros diretos	11,4	16,6	5,7	10,0	13,5
Papéis domésticos ^{4/}	1,2	1,8	1,1	2,1	2,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	14,5	18,6	14,3	22,5	38,1
Papéis	5,9	6,2	6,7	9,9	20,5
Crédito de fornecedores	1,0	1,3	0,7	1,8	2,8
Empréstimos ^{6/}	7,6	11,1	6,9	10,8	14,7
Ativ. brasileiros no exterior	-3,1	-5,1	-2,9	-5,4	-5,2
Empréstimo ao Bacen	5,6	11,5	8,2	5,2	-4,1
Demais ^{7/}	-0,1	-4,6	-1,7	2,0	0,0
Ativos de reservas	-0,8	-0,3	-9,5	-8,0	2,5

1/ Projeção.

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

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

apreciação cambial. A maior confiança dos investidores no desempenho das empresas nacionais de capital aberto, combinada com a disposição do setor público em manter o patamar de oferta de *hedge* cambial, provocou o declínio da taxa de proteção ofertada, que passou de 61,1%, em março, para 57,3%, em junho.

A obtenção de superávits nas transações correntes acumuladas em doze meses e a manutenção dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, ainda que em volumes menores, têm-se refletido na inversão do sinal das necessidades de financiamento externo, que apresentaram, nos doze meses terminados em agosto, oferta de financiamento de US\$14,3 bilhões, ante US\$4,7 bilhões, em agosto de 2002.

No acumulado do ano, até agosto, as reservas internacionais brutas cresceram US\$10 bilhões, passando de US\$37,8 bilhões para US\$47,8 bilhões. Em relação a esta variação, destacaram-se as operações junto ao FMI, com receitas líquidas de US\$8,2 bilhões, advindas de desembolso de US\$13,4 bilhões e de amortizações de US\$5,2 bilhões, no período. As intervenções do Banco Central no mercado doméstico de câmbio, que desde março restringiram-se à recompra de linhas ofertadas anteriormente e não mais ocorreram a partir de junho, totalizaram compras de US\$1,6 bilhão. Os gastos referentes ao serviço da dívida externa somaram US\$7 bilhões. A República retomou o acesso ao mercado financeiro internacional, com a colocação de bônus soberanos, totalizando US\$2,3 bilhões. As demais operações geraram receitas de US\$1,2 bilhão.

Ao final de 2003, estima-se que as reservas internacionais brutas totalizem US\$46,2 bilhões, com amortizações de US\$12,4 bilhões ao FMI. Para o total do ano estão previstos pagamentos de US\$9,6 bilhões relativos ao serviço da dívida externa; desembolsos de US\$1,5 bilhão provenientes de organismos internacionais (Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)/Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (Bird)); lançamentos de bônus de US\$3 bilhões; receita de US\$1,6 bilhão referente às intervenções no mercado doméstico de câmbio, já inteiramente concluídas; outras receitas estimadas em US\$1,1 bilhão, além de desembolsos de US\$17,6 bilhões, provenientes do FMI, já ocorridos. As reservas líquidas, compatíveis com o conceito presente no acordo com o FMI, deverão registrar elevação em 2003, totalizando US\$16,9 bilhões, ante US\$14,2 bilhões, em 2002.

Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ milhões				
	2002	2003		2004	
	Ano	Jan- Ago	Set- Dez	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	35,9	37,8	47,8	37,8	46,2
Intervenções líquidas do Bacen	-9,1	1,6	-	1,6	-
<i>Spot</i> e Linhas para exportação	-7,3	-0,2	-	-0,2	-
Linhas com recompra	-1,8	1,8	-	1,8	-
Serviço da dívida (líquido)	-7,7	-7,0	-2,6	-9,6	-11,5
Juros	-4,1	-3,1	-1,5	-4,6	-4,7
Receita	1,6	1,1	0,6	1,7	1,4
Despesa	-5,7	-4,2	-2,1	-6,3	-6,0
Amortização	-3,6	-3,9	-1,1	-5,0	-6,8
Desembolsos	5,3	3,2	1,3	4,5	8,0
Organismos multilaterais	1,3	0,9	0,6	1,5	2,5
Bônus da República	3,9	2,3	0,8	3,0	5,5
Fundo Monetário Internacional	11,5	8,2	-3,0	5,2	-4,1
Desembolso	16,0	13,4	4,2	17,6	-
Amortização	-4,6	-5,2	-7,2	-12,4	-4,1
Demais ^{2/}	1,4	1,2	-0,1	1,1	-
Compras do Tesouro Nacional	0,6	2,8	2,8	5,6	5,0
Variação de haveres	2,0	10,0	-1,6	8,4	-2,5
Posição de reservas brutas	37,8	47,8	46,2	46,2	43,7
Posição de reservas líquidas –					
Acordo com o FMI ^{3/}	14,2	15,4	16,9	16,9	20,0

1/ Projeção.

2/ Inclui pré-pagamento da Polônia em novembro de 2001. Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, de ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais.

3/ Para efeito de cumprimento do critério de desempenho, no âmbito do acordo com o Fundo Monetário Internacional, devem ser observados os parâmetros de cálculo das reservas líquidas ajustadas estabelecidos pelo Memorando Técnico de Entendimentos (MTE) da 3ª revisão do acordo *Stand-by*. Nesse caso, as reservas líquidas ajustadas denominadas em dólares consideram as paridades definidas em datas estabelecidas pelo MTE para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar norte-americano, inclusive em Direitos Especiais de Saque (DES). O mesmo vale para o preço do ouro. Ainda conforme o MTE, do total das reservas no conceito de liquidez internacional devem ser excluídos as obrigações com o FMI e os depósitos em bancos domiciliados no exterior, mas com sede no País, e os títulos de emissão de residentes que excederem, juntos, US\$1.023 milhões. O valor excedente até agosto foi US\$2.347 milhões.

5.4 Conclusão

O saldo em transações correntes, com superávits mensais e em doze meses, tem-se beneficiado, principalmente, do desempenho da balança comercial. O crescimento expressivo das exportações vem ocorrendo tanto pela diversificação de pauta como pela ampliação de mercados, enquanto as importações têm-se contraído, como resposta ao comportamento do câmbio, à substituição de importações e à desaceleração do nível de atividade.

O processo de ajuste no resultado em transações correntes ocorreu paralelamente à redução nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, reflexo da diminuição da liquidez internacional. Esse fenômeno atingiu a maioria das economias emergentes e, no caso brasileiro, tendo em vista a dinâmica interna da economia, caracterizada por alta volatilidade no passado recente, ocorreu de maneira mais pronunciada. Espera-se, para os próximos meses, recomposição nos fluxos líquidos de investimentos diretos que, associada à melhora nas taxas de rolagem de créditos ao setor privado, contribuirá para o pleno financiamento do resultado global do balanço de pagamentos, permitindo, inclusive, a recomposição das reservas internacionais.

Para 2003, projeta-se a expansão do superávit comercial, a manutenção dos fluxos líquidos de investimentos diretos, apesar de inferiores aos de 2002, bem como níveis ligeiramente superiores para as despesas líquidas com serviços e as remessas líquidas de renda, contribuindo para a redução acima de US\$ 6 bilhões no déficit em transações correntes.

As projeções para 2004 mostram que haverá crescimento moderado no déficit em conta corrente devido, principalmente, à retomada do nível de atividade. Quanto aos fluxos financeiros, espera-se fluxo líquido de investimentos diretos superior ao de 2003 e taxas de rolagem de 100% para os créditos privados de médio e longo prazos, situação suficiente para garantir, em base sustentáveis, o pleno financiamento do balanço de pagamentos no ano.

Projeções do Balanço de Pagamentos

O desempenho comercial brasileiro foi favorável nos últimos meses, superando as expectativas mais otimistas, o que permitiu reavaliações positivas para as projeções dos saldos em 2003 e 2004. Em 31 de julho, a mediana das expectativas do mercado situava-se em US\$60 bilhões para as exportações de 2003, e em US\$49 bilhões para as importações. Em agosto, as exportações estimadas para o ano alcançavam US\$67,4 bilhões e as importações, US\$49,3 bilhões, evidenciando ajuste expressivo nas expectativas sobre as exportações.

Para efeito de projeção do balanço de pagamentos, o Banco Central do Brasil ajustou as estimativas de exportações em 2003 para US\$68,5 bilhões e de importações, para US\$48 bilhões. Para 2004 as estimativas são de exportações de US\$71,5 bilhões e importações de US\$55 bilhões.

A estimativa para 2003, considerando o ocorrido até a segunda semana de setembro, embute expectativa de média diária de US\$252,9 milhões para as exportações, e de US\$201,5 milhões para as importações. Essas estimativas permitem inferir que, do ponto de vista da manutenção do saldo projetado, as exportações médias diárias, que sazonalmente são inferiores nos últimos meses do ano, poderão reduzir-se 11,9% relativamente ao ocorrido no período de junho a agosto e as importações, que em geral se elevam nos últimos meses do ano, podem elevar-se 14,2%. Com relação às médias do ano, as exportações diárias deveriam declinar 9,2% e as importações, elevar-se cerca de 9%.

Cabe, contudo, tecer algumas considerações que poderão dar maior consistência às estimativas.

Exportações – FOB

Expansão de mercados

Região	Número de países	Part.% no valor ^{2/}	Variação superior a 50% ^{1/}		
			Percent. de países	Part.% no valor total ^{2/}	Part.% no valor região
África	56	3,6	51,8	2,4	67,5
Ásia	28	16,6	42,9	10,4	62,3
Américas	34	44,0	38,2	5,8	13,1
Oceania	31	0,4	22,6	0,0	1,5
Oriente Médio	14	3,5	42,9	1,2	33,5
União Européia	14	24,6	7,1	0,2	0,7
Demais da Europa	38	4,4	50,0	2,5	56,3
Total	215	100,0	40,5	22,4	23,1

Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação nas exportações médias de 2001-2003 sobre 1998-2000.

2/ Participação percentual no total exportado no período de janeiro a julho de 2003

Em primeiro lugar, deve-se lembrar que as exportações brasileiras têm apresentado maior diversificação de produtos, mercados e empresas, o que tende a diminuir a intensidade das oscilações sazonais.

No "Relatório de Inflação" de junho, mostrou-se a diversificação de produtos e empresas. O quadro Exportações – FOB apresenta elementos que apontam para a expansão e diversificação de mercados para as exportações. Considerou-se que mercados em expansão ou novos mercados são aqueles com crescimento muito acima do aumento médio. Assim, foi calculada a variação das exportações médias no período de 2001 a 2003 relativamente ao de 1998 a 2000 para todos os países, e em seguida, tabulados os resultados de crescimentos superiores a 50%, como indicativo de maior dinamismo. Nota-se que o percentual de países dinâmicos é menor nos mercados tradicionais, como a UE e Américas. Para a África, verificou-se que 51,8% dos países da região apresentaram incremento superior a 50%, no período comparativo, representando valor de exportações equivalente a 67,5% do total da região, no acumulado de janeiro a julho de 2003. Para os países europeus que não fazem parte da UE, enquanto união aduaneira, 50% revelaram-se dinâmicos e representaram 56,3% das exportações totais da região em 2003. Da mesma forma, para a Ásia e o Oriente Médio, os países dinâmicos representaram, em ambos os casos, 42,9% do total de países da região, com participação nas exportações regionais de 62,3% e 33,5%, respectivamente. Portanto, apesar de os países da África, do Oriente Médio e da Europa (exceto os da UE) terem pequena participação nas receitas de exportação, o incremento marginal é significativo e deve trazer maior estabilidade ao valor das exportações.

Outro fator favorável à manutenção das exportações constitui-se no conjunto de medidas aprovadas recentemente pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), visando facilitar o processo de exportação, revogando e consolidando diversas medidas, eliminando entraves burocráticos e facilitando a promoção no exterior.

Com relação às importações, é de se esperar alívio nos gastos com petróleo e derivados nos últimos

meses de 2003, comparativamente aos meses anteriores, em razão da redução da tensão no Iraque e da normalização da produção. A redução de gastos deve ocorrer de forma lenta, pois a aproximação do inverno no hemisfério norte contribuirá para a elevação da demanda e dos preços do produto. Assim, o aumento das importações, que deverá acompanhar a retomada do crescimento industrial, poderá ser contido pelo menos em parte.

A projeção do balanço de pagamentos para 2003 foi ajustada dado o novo saldo comercial esperado, com o déficit das transações correntes sendo reduzido para US\$1,2 bilhão, comparativamente aos US\$4,2 bilhões previstos no "Relatório de Inflação" de junho. A projeção para os investimentos estrangeiros diretos permaneceu em US\$10 bilhões, tendo em vista os resultados dos últimos meses, que indicam ingressos médios mensais de aproximadamente US\$1 bilhão. A taxa de rolagem dos papéis tem sido superior à esperada e a estimativa para o ano foi ampliada de 100% para 120%, enquanto a dos empréstimos diretos foi mantida em 75%.

Quanto às reservas internacionais, as mesmas estão estimadas, para 2003, em US\$46,2 bilhões no conceito de liquidez internacional e em US\$16,9 bilhões no conceito de reservas líquidas ajustadas. Essa projeção não prevê novos desembolsos do FMI, nem intervenções adicionais do Banco Central no mercado de câmbio. Estima-se que o Tesouro Nacional irá contratar, no mercado de câmbio, US\$2,8 bilhões, para liquidar seus compromissos externos relativos a bônus e Clube de Paris, em adição aos US\$ 2,8 bilhões já liquidados até agosto, e que as receitas com a administração das reservas alcancem US\$1,7 bilhão.

Para 2004, com o cenário de recuperação da atividade econômica, espera-se elevação do déficit em transações correntes para US\$6,3 bilhões, devido à redução de US\$4 bilhões estimada para o saldo comercial. O déficit na conta de serviços deve apresentar ligeiro crescimento em relação a 2003. Assinale-se que o cenário de recuperação da economia e de estabilidade da taxa de câmbio exercerá influência sobre as despesas com turismo,

traduzidas em possível elevação do déficit na conta de viagens internacionais, para US\$800 milhões.

Na conta de rendas, o crescimento da economia deverá elevar o lucro das empresas e, conseqüentemente, as remessas para o exterior, estimadas, por isso, em US\$5,5 bilhões. As despesas líquidas com juros da dívida externa estão projetadas em US\$13,5 bilhões, com base em taxa média de juros sobre o estoque da dívida projetado para 2004.

Os investimentos estrangeiros diretos esperados para 2004 são de US\$13,5 bilhões (ver boxe Investimentos Estrangeiros Diretos), mais do que o dobro do valor necessário para cobrir o déficit projetado para transações correntes. Enquanto isso os investimentos brasileiros no exterior devem permanecer no mesmo patamar de 2003, US\$2 bilhões.

As amortizações de longo prazo alcançarão US\$40,6 bilhões, considerados o estoque da dívida e as captações esperadas até o final de 2003, indicando aumento em relação a 2003. Esse crescimento está associado, em parte, à acentuada expansão nas captações registradas em 2003.

Os desembolsos de longo prazo estão estimados em US\$38,1 bilhões. Desses, US\$5,5 bilhões estão previstos para captações de Bônus da República, suficientes para cobrir as amortizações para o ano. As captações de papéis privados estão estimadas em US\$14,8 bilhões, o que embute taxa de rolagem de 100%, excetuando-se os pagamentos de *put/call*. Com a mesma taxa de rolagem, os desembolsos de empréstimos diretos (bancos) deverão somar US\$3,7 bilhões. Trata-se, pois, de projeção conservadora, ao se observar que a taxa de rolagem para 2003 é superior e o cenário para 2004 indica maior estabilidade econômica interna.

Os fluxos provenientes de financiamentos estão projetados em US\$13,8 bilhões. Esse valor pressupõe a continuidade do financiamento das operações de comércio exterior. Adicionalmente, considera o desembolso normal de organismos e agências e aportes adicionais de US\$2,5 bilhões do BID e do Bird.

Não estão incluídos nessas projeções novos desembolsos provenientes do FMI. Para 2004, estão programadas amortizações de US\$4,1 bilhões àquela instituição. Ademais, estima-se que o Tesouro Nacional liquidará US\$5 bilhões dos seus compromissos externos relativos a bônus e Clube de Paris com recursos contratados em mercado.

As reservas internacionais no conceito de liquidez internacional deverão sofrer perdas de US\$2,5 bilhões, em 2004, pressupondo-se ausência de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio e receitas de US\$1,4 bilhão provenientes da aplicação das reservas. Assim, para 2004, as reservas no conceito de liquidez internacional estão estimadas em US\$43,7 bilhões e em US\$20 bilhões, no conceito de reservas líquidas ajustadas.

Perspectivas para a inflação

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em junho de 2003, assim como as perspectivas para a inflação até o fim de 2004. As projeções aqui apresentadas baseiam-se no pressuposto de que, no horizonte de previsão, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 20,0% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 16 e 17 de setembro, e a taxa de câmbio permanecerá inalterada em valor próximo ao vigente na véspera da reunião (R\$2,90). Como alternativa, apresenta-se também o leque da inflação observando-se a trajetória futura da taxa básica de juros e da taxa de câmbio tal como esperada pelos participantes do mercado em 12 de setembro. É importante ressaltar que esses procedimentos são estritamente técnicos. Portanto, as hipóteses acima não devem ser vistas como previsão da trajetória futura da taxa de juros.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas por este Relatório não são pontuais. Elas incorporam intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. As previsões de inflação dependem não apenas da hipótese sobre a taxa de juros, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das variáveis exógenas relevantes. O conjunto de hipóteses considerado como o mais provável pelo Copom compõe o cenário principal, a partir do qual as decisões sobre a taxa de juros são tomadas. 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 precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A austeridade na condução das políticas fiscal e monetária mostrou-se eficaz no controle inflacionário, permitindo que as dúvidas que permaneciam no Relatório anterior quanto à velocidade de queda da inflação corrente e ao grau de inércia na dinâmica da inflação fossem em grande parte dissipadas. A queda da inflação, em conjunto com a estabilidade da taxa de câmbio e com a convergência das expectativas de inflação para a trajetória das metas, sugere que se encerrou o ciclo de ajuste dos preços relativos por que passou a economia brasileira desde o fim do ano passado e abriu espaço, no terceiro trimestre deste ano, para a flexibilização da política monetária. A velocidade de queda da inflação (de 2,8% entre março e maio para 0,4% entre junho e agosto) mostrou-se compatível com a convergência da inflação para a trajetória das metas, enquanto se validavam as evidências de queda da inércia inflacionária para patamares próximos às médias históricas. O processo de desinflação teve efeitos sobre a atividade econômica que poderiam ter sido atenuados se os formadores de preços tivessem atribuído maior credibilidade à política monetária restritiva desde seu início. Particularmente, a queda na renda real, que preponderantemente impulsionou a retração na atividade econômica no segundo trimestre de 2003, foi intensificada pela manutenção de taxas de inflação elevadas nos primeiros meses do ano. De qualquer maneira, o impacto no produto foi relativamente pequeno ao se comparar a experiência brasileira recente com experiências de outros países emergentes, que passaram por ajustes semelhantes na conta-corrente do balanço de pagamentos.

No Relatório anterior, havia evidências de que a atividade econômica mantinha-se em desaceleração. Os valores do PIB do segundo trimestre de 2003 confirmaram a tendência de retração econômica, apresentando uma queda de 1,4%, comparativamente ao mesmo trimestre do ano anterior. A maior contribuição para esse resultado adveio da redução de 7,1% no consumo das famílias, devido à queda no rendimento real no mesmo período. A formação bruta de capital fixo apresentou a maior queda entre os componentes da demanda – 9,0% – com redução tanto na absorção interna de bens de capital quanto nos insumos da construção civil, consequência da crise de confiança deflagrada diante da perspectiva de transição política, pela incerteza em relação à manutenção de políticas macroeconômicas sólidas. Os gastos do governo mantiveram-se praticamente neutros como fator de estímulo

à atividade. O setor externo, por outro lado, elevou sua contribuição positiva para a atividade econômica. As exportações cresceram 30,1%, enquanto as importações caíram 6,0% no mesmo período.

De março a maio, a balança comercial apresentou superávits crescentes, fortemente determinados pela expansão das exportações. Em junho, em virtude da elevada base de comparação, e em julho, por causa de operações-padrão dos fiscais alfandegários, o saldo da balança comercial apresentou reversão temporária de sua trajetória de expansão. Mesmo assim, nesses dois meses, os saldos foram recordes para esse período do ano. Em agosto, a balança comercial reverteu novamente sua trajetória, passando a apresentar forte expansão das exportações e queda nas importações. Com esse resultado, a média móvel dessazonalizada nos quatro últimos meses aponta para um saldo comercial em doze meses da ordem de US\$26 bilhões. Os resultados confirmaram a existência de um processo de mudança estrutural nas contas externas brasileiras. A expansão das exportações ocorreu a despeito de um quadro econômico mundial adverso e de termos de troca menos favoráveis do que os atuais. O aumento de quantidades embarcadas sinaliza que os produtos brasileiros têm elevado sua inserção no mercado internacional, principalmente em novos mercados. A disseminação dos aumentos de vendas entre produtos indica ainda que vem se elevando o nível de competitividade e a diversificação da pauta de exportação brasileira. Pela ótica das importações, a manutenção de preços relativos desfavoráveis ao longo de 2001 e 2002 contribuiu para que o processo de substituição de importações assumisse um caráter mais permanente.

Até agosto, o resultado das transações correntes do balanço de pagamentos foi superavitário em 0,8% do PIB, principalmente devido aos expressivos resultados da balança comercial. Os fluxos de capitais seguem apresentando desempenho favorável. No que concerne aos investimentos estrangeiros diretos, passada a fase de retração dos fluxos no primeiro semestre de 2003, o saldo de investimentos voltou a crescer em julho e agosto com valores mensais próximos a US\$1 bilhão. O caráter estrutural do ajuste da balança comercial e o retorno da poupança externa com a consolidação da retomada da confiança do investidor estrangeiro na economia brasileira permitirão que a economia volte a crescer, em breve, a taxas próximas do seu produto potencial, sem impor pressões substanciais sobre o saldo das transações correntes.

Pela ótica da produção, no segundo trimestre, a agropecuária seguiu sustentando a atividade, conforme trajetória observada nos últimos anos, enquanto o setor de serviços teve contribuição neutra para o resultado do período. A retração observada na atividade econômica foi, então, mais pronunciada na indústria, com destaque para a construção civil e para a queda generalizada na indústria de transformação. A produção industrial no primeiro semestre do ano acumulou crescimento dessazonalizado de apenas 0,26%, com a maior contribuição positiva sendo proporcionada pelos segmentos Extrativo mineral e Máquinas e peças agrícolas. Em julho, entretanto, a produção industrial mostrou indícios de reversão da tendência mensal dessazonalizada do primeiro semestre, expandindo-se em 0,4%.

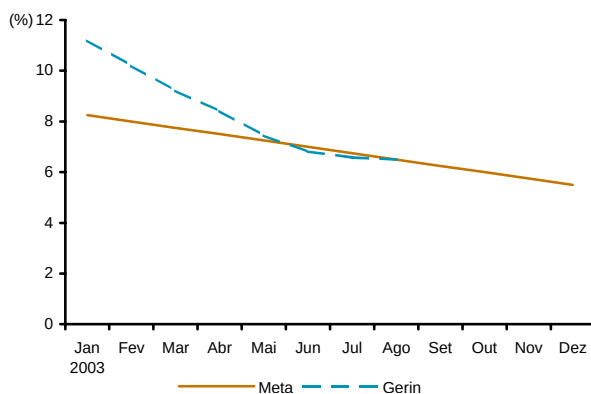
Em relação à oferta agregada, dados da FGV indicam que, em julho, dos 21 gêneros da indústria de transformação, apenas os setores de metalurgia, papel e papelão e borracha mantiveram-se próximos da utilização de 90% de sua capacidade. Esses setores, mais ligados à exportação, são os mesmos apontados no Relatório anterior. Para os demais setores da economia, a utilização da capacidade instalada permanece baixa, não exercendo, conseqüentemente, pressão importante sobre os preços no curto prazo.

O crédito bancário continuou restringido pelas elevadas taxas de juros e *spreads* bancários, que foram, por sua vez, fortemente influenciados pelo ajuste por que passou a economia brasileira a partir do segundo semestre do ano passado. O volume de crédito livre no sistema financeiro apresentou redução em julho, interrompendo a trajetória de expansão observada no primeiro semestre. O *spread* bancário, no entanto, vem apresentando, desde junho, trajetória de queda – mesmo que discreta – com redução de 2,4 p.p. em agosto em relação a maio.

No Relatório anterior, havia sido assinalado que a queda da inflação ao consumidor vinha encontrando alguma resistência, com evidências de um aumento no grau de inércia da inflação e de um elevado grau de incerteza sobre a permanência da apreciação cambial, que se traduzia em assimetria nos repasses de variações cambiais aos preços. Os resultados de junho a agosto mostraram que a política monetária tem sido capaz de reduzir o grau de inércia embutido na dinâmica inflacionária para patamares históricos, evitando, dessa forma, a acomodação da inflação em níveis mais elevados, após o repique inflacionário ocorrido ao final de 2002.

A análise das previsões de inflação realizadas pelo Copom sugere que modelos que atribuem menor grau de inércia à dinâmica da inflação prevêem melhor os resultados recentes (ver boxe *Evolução Recente da Inércia Inflacionária*). Os núcleos de inflação também apontam para a reversão da dinâmica dos primeiros meses de 2003. O núcleo calculado pelo método de médias aparadas com suavização caiu pelo quinto mês consecutivo, e o núcleo de médias aparadas sem suavização, após relativa estabilidade entre junho e julho, voltou a cair em agosto. O núcleo de inflação calculado pela exclusão de preços administrados e de alimentos no domicílio estabilizou-se em agosto, após quatro meses consecutivos de queda. Já o núcleo calculado pela exclusão apenas dos preços administrados – isto é, a inflação dos preços livres – reduziu-se de 2,72% no trimestre entre março e maio, para 0,32% no trimestre entre junho e agosto.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



As expectativas para a inflação medida pelo IPCA acompanharam o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Entre a reunião do Copom em junho e 12 de setembro, a mediana das expectativas de mercado para 2003 coletadas pela Gerin caiu de 11,5% para 9,6%. Nessa última data, a mediana das expectativas para doze meses à frente encontrava-se em 6,5%, em linha com a trajetória das metas. Para 2004, as expectativas de mercado caíram de 7,4% para 6,2%, aproximando-se ainda mais da meta de 5,5% para o ano.

A política monetária tem sido calibrada de maneira a garantir que o processo de desinflação siga seu curso. A recuperação econômica que deverá ocorrer ao longo do segundo semestre de 2003 terá um importante componente cíclico. Nesse período inicial de reversão da tendência de desaceleração que a economia mostrou até o segundo trimestre, é natural que indicadores de atividade distintos apontem em sentidos opostos. A fase inicial da recuperação deverá ser impulsionada por uma expansão do consumo, favorecida pela redução da inflação e das taxas de juros, juntamente com as exportações, que deverão se beneficiar do maior crescimento esperado para a economia mundial. A capacidade instalada não deverá representar constrangimentos para a recuperação econômica ou para a inflação. Para que haja uma recuperação sustentada da atividade, entretanto, os investimentos deverão retomar para uma trajetória de expansão.

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 os respectivos riscos associados compõem o cenário principal, com base no qual o Copom toma decisões de política monetária.

Desde o Relatório de junho, diminuíram consideravelmente os riscos associados ao aumento do grau de inércia da inflação e à velocidade com que a inflação cairia. Essa conclusão é apoiada pelo comportamento de três variáveis: i) a inflação, que caiu fortemente neste trimestre e ficou abaixo do previsto no Relatório de junho; ii) a taxa de câmbio, que se manteve relativamente estável no período; e iii) o rápido movimento de convergência das expectativas de inflação coletadas pela Gerin para a trajetória das metas. Além disso, estudos econométricos conduzidos pelo Banco Central mostram indícios de que o grau de inércia da inflação possa ter retomado aos seus níveis históricos (ver boxe *Evolução Recente da Inércia Inflacionária*). Ainda assim, o Copom observará atentamente os efeitos das recomposições salariais resultantes de importantes dissídios coletivos que ocorrerão ao longo do último trimestre do ano. Nesse caso, será importante observar as diferenças entre os reajustes salariais associados a setores que tiveram ganho de preços relativos desde o ano passado, notadamente os setores produtores de bens comercializáveis que se beneficiaram da depreciação cambial, e os reajustes que se baseiam na inflação passada, independentemente do desempenho setorial ocorrido e previsto.

À medida que a política monetária é flexibilizada, a taxa de juros básica tende a aproximar-se daquela compatível com a estrutura de juros reais que deverá vigorar em médio prazo, com a economia crescendo de forma sustentada e cumprindo as metas para a inflação. Por isso, tornam-se cada vez mais importantes os riscos inerentes às incertezas que cercam o mecanismo de transmissão da política monetária. Em particular, o Copom observará atentamente nos próximos meses os impactos das sucessivas reduções da meta para a taxa Selic sobre as expectativas de inflação e sobre o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas.

Ao longo deste ano, a convergência das expectativas para a trajetória das metas foi um fator fundamental para a obtenção dos bons resultados relativos à inflação. Por isso, a política monetária estará atenta para garantir que a taxa Selic seja calibrada de forma a manter as expectativas em linha com as metas.

Para assegurar a convergência da inflação para a trajetória das metas, é necessário também que o crescimento da demanda agregada seja compatível com as condições de oferta. A redução das taxas de investimento ocorrida nos últimos anos teve um efeito negativo sobre o crescimento da capacidade produtiva. Por outro lado, a manutenção de políticas monetária e fiscal consistentes com o equilíbrio macroeconômico e a aprovação das reformas em curso no Congresso Nacional têm impactos positivos sobre o crescimento do PIB potencial. Sendo assim, o Copom acompanhará atentamente o crescimento da demanda agregada, para que o aumento do grau de utilização da capacidade instalada se dê em velocidade compatível com a maturação de novos investimentos.

Além dos riscos associados ao mecanismo de transmissão da política monetária, o comportamento dos preços administrados por contrato e monitorados, assim como vem ocorrendo desde a adoção do regime de metas para a inflação, continua sendo uma fonte de pressão inflacionária a ser acompanhada com atenção, notadamente para 2004. Para 2003, uma vez que o pico de reajustes concentrou-se no início do terceiro trimestre, a parcela de reajustes que resta para o restante do ano é pequena. Para 2004, o cenário básico projeta uma inflação de administrados de 8,3%, bem acima da projeção de 3,9% para o IPCA.

Como em Relatórios anteriores, o Copom mantém a hipótese de câmbio constante ao longo do horizonte de projeção em valor próximo ao observado na véspera da reunião (R\$2,90).

Neste Relatório será apresentado também um cenário alternativo, baseado na trajetória de juros e câmbio esperada por analistas econômicos e fornecida ao Banco Central em pesquisa coordenada pela Gerin. Os valores utilizados nesse cenário para o quarto trimestre de 2003 e 2004 são, respectivamente, R\$3,08 e R\$3,34 para a cotação do dólar norte-americano; e 18,5% e 15,0% para a taxa Selic.

Para o conjunto dos itens do IPCA, cujos preços são administrados por contrato e monitorados, com peso de 28,6% em agosto, projetam-se aumentos de 14,0% em 2003, ou seja,

a projeção da inflação de preços administrados para 2003 manteve-se estável desde o Relatório de junho. Essa estabilidade reflete, em grande parte, a estabilidade da taxa de câmbio observada no período.

Desde a reunião de julho, o Copom vem utilizando um modelo de determinação endógena na projeção para 2004 dos reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados. A partir desse modelo, onde são considerados componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e IGP, a projeção de administrados em 2004 encontra-se em 8,3%. Adicionalmente, supõe-se que o aumento será uniforme para todos os itens administrados. Em relação ao Relatório de junho, houve uma redução de 0,6 p.p. Vale ressaltar que a projeção de junho referia-se a outra metodologia, em que, para todos os itens, exceto Telefone fixo, utilizavam-se, exclusivamente, as expectativas de inflação do IGP-M.

Desde o último “Relatório de Inflação”, houve significativas alterações nas projeções de reajustes de derivados de petróleo, que continuam a seguir a mesma metodologia utilizada nos últimos Relatórios. Essas projeções resultam, portanto, da defasagem entre os preços internos cobrados na refinaria e os preços internacionais convertidos em reais, além de embutir a trajetória dos mercados futuros. No caso da gasolina, projeta-se inflação de 2,2% para 2003, ante 5,3% projetados no último Relatório. Essa queda justifica-se pela redução de preços ocorrida entre junho e agosto, causada, entre outros motivos, pela forte queda do preço do álcool, que é misturado à gasolina. Para o gás de bujão, espera-se que os reajustes em 2003 acumulem 5,4%, 3,0 p.p. a mais do que era previsto em junho.

Para as tarifas de energia elétrica residencial, supõe-se aumento de 20,8% para 2003. Em relação ao Relatório de junho, a projeção de reajuste para as tarifas de eletricidade em 2003 reduziu-se em 2,6 p.p.

Para as tarifas de telefonia fixa, supõe-se reajuste de 25,7% em 2003, 5,7 p.p. maior do que previsto no Relatório de junho. Já estão incluídos os reajustes ocorridos até agosto. Ainda se esperam, portanto, 7,7% de reajuste nos próximos meses, concentrados em outubro e novembro.

A projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, segundo especificação do modelo VAR que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom e

supõe a manutenção da taxa Selic em 20,0% ao ano, encontra-se em -140 p.b. no quarto trimestre de 2003, e se eleva gradualmente até atingir 70 p.b. no quarto trimestre de 2004.

No caso de produtos agropecuários, mantém-se a hipótese dos últimos Relatórios de que seus preços devem evoluir de acordo com a inflação livre até o final de 2004.

Em relação à política fiscal, trabalha-se com a hipótese de cumprimento da meta de superávit primário para o setor público consolidado de 4,25% do PIB em 2003 e para os próximos dois anos.

6.3 Previsão da inflação

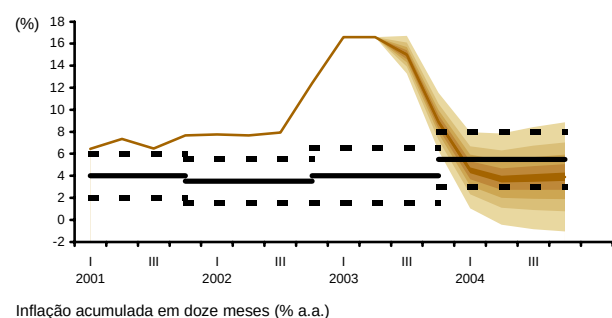
Com base nos pressupostos e riscos considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto de informações disponível, foi construída a projeção para a variação do IPCA em doze meses utilizando uma taxa Selic constante de 20,0% a.a., definida na reunião de 16 e 17 de setembro de 2003, e uma taxa de câmbio constante em valor próximo ao vigente na véspera da reunião (R\$2,90). Apresentam-se também projeções de inflação baseadas nas expectativas de mercado para taxa Selic e câmbio ao longo do horizonte de previsão.

A trajetória central esperada para a inflação acumulada em doze meses cai continuamente a partir do pico de 16,6%, atingido no segundo trimestre de 2003. A inflação projetada para 2003 é de 8,9% e, para 2004, de 3,9%. Há duas quedas pronunciadas na trajetória: a primeira, entre o terceiro e quarto trimestres de 2003, em que a inflação cai de 15,0% para 8,9%; e a segunda, entre o quarto trimestre de 2003 e o primeiro trimestre de 2004, quando a inflação acumulada cai de 8,9% para 4,5%. Essas quedas refletem a substituição das inflações elevadas do quarto trimestre de 2002 (6,6%) e do primeiro trimestre de 2003 (5,1%) por inflações bem mais baixas, 0,9% por trimestre, nos respectivos períodos de 2003 e 2004.

As projeções de inflação têm uma trajetória semelhante àquela apresentada no Relatório de junho de 2003, embora em nível menor. Em junho, previa-se inflação de 10,2% para 2003 e de 4,2% para 2004. A menor projeção para 2003 deve-se à menor inflação projetada para a inflação livre, cuja previsão caiu de 8,6% para 7,0% no período. A projeção para a inflação de preços administrados ficou praticamente estável desde o último Relatório, passando de 14,1% para 14%. A menor projeção para a inflação livre é

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 20% a.a. (Cenário básico)

Leque de inflação



Inflação do IPCA, com juros constantes de 20% a.a. (Cenário básico)

		Intervalo de confiança						Projeção central
Período		50%						
		30%						
		10%						
2003	3	14,3	14,6	14,9	15,1	15,4	15,7	15,0
2003	4	7,8	8,3	8,7	9,1	9,5	10,0	8,9
2004	1	3,1	3,7	4,2	4,8	5,3	5,9	4,5
2004	2	2,0	2,7	3,4	4,0	4,7	5,4	3,7
2004	3	1,9	2,7	3,4	4,2	4,9	5,7	3,8
2004	4	1,9	2,7	3,5	4,3	5,1	5,9	3,9

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

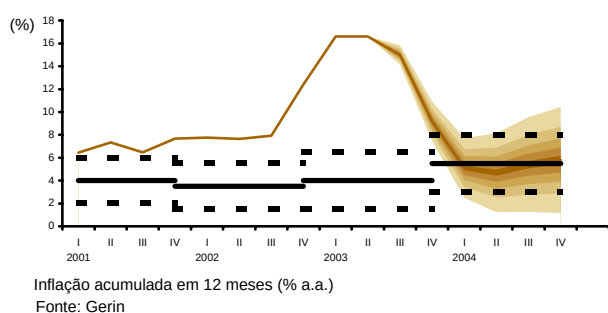
resultado de dois fatores mais importantes: o primeiro, o fato de a inflação projetada para o terceiro trimestre estar 0,9 p.p. abaixo daquela projetada no Relatório de junho; o segundo, a melhoria das expectativas de inflação para 2003, que caíram de 11,5% para 9,6% ao longo do trimestre.

Para 2004, a projeção atual está 0,3 p.p. abaixo daquela feita em junho, tendo havido queda tanto para a projeção dos preços livres como para a projeção dos preços administrados. No caso dos preços administrados, a projeção caiu de 8,9% para 8,3%. Conforme explicado na seção 6.2 deste Relatório, a projeção para os preços administrados feita em setembro não é diretamente comparável àquelas realizadas em junho, uma vez que houve alteração da metodologia utilizada. Em relação aos preços livres, projetase inflação de 2,2%, 0,2 p.p. abaixo do projetado em junho. Essa redução deve-se aos efeitos inerciais da menor inflação de 2003 e à queda nas expectativas, que passaram de 7,4% em junho para 6,2% em setembro. Esses fatores mais do que compensaram o impacto sobre a inflação da redução de 600 p.b. na taxa Selic, ocorrida entre as reuniões do Copom de julho e setembro.

Apresenta-se também o leque da inflação com os valores medianos da taxa de câmbio e Selic esperados pelo mercado na véspera da reunião do Copom, conforme descrito na seção 6.2. A projeção para os preços administrados também foi alterada para 10,5% em 2004, de forma a incorporar o impacto da depreciação cambial esperada nesse cenário alternativo. As demais hipóteses foram mantidas como descritas no cenário básico. Em função da depreciação cambial e da taxa de juros mais baixa, esse cenário projeta inflações mais elevadas: 9,2% em 2003 e 5,8% em 2004.

O gráfico ao lado mostra a evolução da inflação acumulada doze meses à frente de acordo com os dois cenários (o básico e o de mercado), juntamente com a trajetória interpolada das metas para 2003 e 2004. Essas trajetórias são constituídas pela soma da inflação ocorrida até agosto com as inflações projetadas a partir desse mês. Pode-se observar que a inflação acumulada doze meses à frente a partir de janeiro de 2003, ou seja, a inflação projetada entre janeiro e dezembro deste ano, está acima da meta ajustada de 8,5%, conforme já discutido. Entretanto, já a partir de fevereiro, as projeções encontram-se abaixo da meta. A queda pronunciada da inflação acumulada até maio reflete a substituição, na série, das elevadas inflações ocorridas no início deste ano por inflações mensais mais consistentes com as metas no início de 2004. A partir de

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

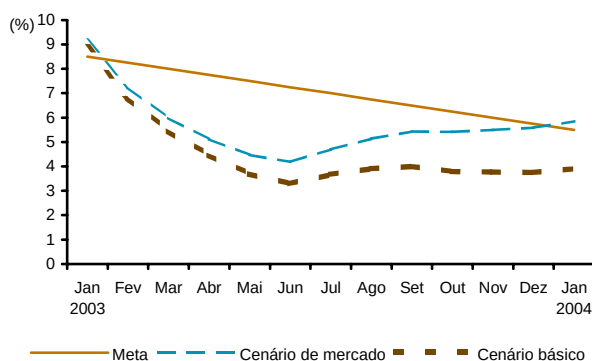


Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros¹

		Intervalo de confiança						Projeção central
Período		50%						
		30%						
		10%						
2003	3	14,6	14,8	14,9	15,1	15,2	15,4	15,0
2003	4	8,5	8,8	9,1	9,3	9,6	9,9	9,2
2004	1	4,0	4,5	4,9	5,3	5,7	6,2	5,1
2004	2	3,3	3,9	4,4	5,0	5,5	6,1	4,7
2004	3	3,7	4,4	5,1	5,7	6,4	7,1	5,4
2004	4	3,9	4,7	5,4	6,2	6,9	7,7	5,8

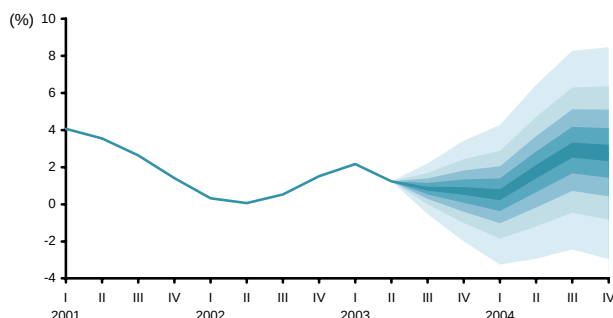
Obs.: Inflação acumulada em doze meses em % a.a.
1 - De acordo com a Gerin

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



julho, o cenário básico projeta inflação de doze meses à frente praticamente estável. Já as projeções utilizando as trajetórias de taxas de câmbio e de juros esperadas pelo mercado se elevam em função da depreciação cambial e da queda da taxa de juros embutidas nesse cenário. Em janeiro de 2004, a inflação acumulada doze meses à frente, ou seja, a projeção de inflação para o ano calendário de 2004, encontra-se pouco acima da meta de 5,5%.

Variação do PIB com juros fixos de 20% a.a.
Leque do produto



Apresenta-se, como em Relatórios anteriores, o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário básico. 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. Afinal, o modelo de consistência macroeconômica usado nas projeções trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis, produto potencial e hiato do produto, e mesmo o cálculo do nível do produto é, por si só, mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário básico, que supõe manutenção da taxa de juros em 20,0% até o final de 2004, o crescimento previsto em 2003 seria de 0,6%. Houve nessa projeção, portanto, uma queda significativa desde o Relatório de junho, que reflete, majoritariamente, os impactos diretos e defasados no tempo da contração não antecipada de 1,6% do PIB do segundo trimestre, comparativamente ao trimestre anterior. Quando se utiliza o cenário com a taxa de juros e de câmbio prevista pelo mercado, a projeção de crescimento do PIB de 2003 fica praticamente inalterada.

Evolução Recente da Inércia Inflacionária

Conforme vem sendo discutido nos últimos meses nas “Notas” de reuniões do Copom e no “Relatório de Inflação”, desde o repique inflacionário ocorrido no final de 2002, uma das principais preocupações do Copom tem sido evitar o aumento do grau de inércia inflacionária. Essa preocupação justifica-se porque uma maior inércia significaria menor eficácia da política monetária e, conseqüentemente, maior custo, em termos de produto, para fazer com que a inflação convergisse para a trajetória de metas preestabelecida.

O Copom vem utilizando pelo menos três fontes de informação para avaliar o comportamento da inércia inflacionária. A primeira consiste em comparar as projeções um passo à frente obtidas a partir do modelo correntemente utilizado com aquelas obtidas a partir de modelos alternativos, caracterizados por graus diferentes de inércia inflacionária. A segunda fonte consiste na análise da evolução do grau de inércia estimado a partir de um modelo mensal com coeficientes variáveis. Por fim, o Copom faz também uma análise subjetiva, baseada em informações correntes, como o comportamento recente da inflação e a evolução dos salários nominais.

Como se sabe, a história de baixa inflação no Brasil é recente e, por isso, o Banco Central freqüentemente reestima seus modelos, incorporando as novas informações. A especificação geral da curva de Phillips estabelece a inflação livre como função da inflação cheia defasada, da inflação cheia esperada, do hiato do produto e da variação de preço em reais dos produtos importados (que equivale, em logaritmo, à soma da variação cambial com a inflação externa). O coeficiente da inflação passada pode ser

Projeções de inflação

	2003			%
	Abr-Jun	Jul	Ago	
Inflação ocorrida	1,43	0,20	0,34	
Amostra reduzida	1,20	0,34	0,42	
Amostra 2003:I	2,47	0,89	0,99	

interpretado como uma medida do grau de inércia inflacionária na economia. O modelo estimado utiliza dados trimestrais desde o início do Plano Real. Quando se incorporam às estimações os dados referentes a 2002:IV e 2003:I, observa-se um aumento significativo do grau de inércia. Pode-se então comparar as previsões fora da amostra segundo o modelo estimado com base na amostra expandida com as previsões feitas a partir do modelo estimado com base na amostra menor, que não incorpora as informações do final do ano passado e do início deste ano. Por se tratarem de modelos trimestrais, só há possibilidade de se fazerem projeções fora da amostra para dois períodos: o segundo e terceiro trimestres de 2003¹. A tabela ao lado mostra as previsões obtidas a partir dos dois modelos, e é evidente que o modelo estimado com amostra reduzida vem prevendo a inflação com maior precisão.

O Copom também avalia a evolução do grau de inércia, estimado a partir de dados mensais, em uma curva de Phillips com coeficientes variáveis. Modelos como esse apresentam algumas desvantagens quando se pretende projetar a inflação em prazos mais longos, dado o ruído contido nas séries mensais, mas a maior frequência dos dados é importante quando o objetivo é capturar os movimentos do grau de inércia inflacionária em períodos relativamente curtos.

O modelo de coeficientes variáveis indica que, no início do sistema de metas de inflação, o grau de inércia inflacionária era da ordem de 50%, isto é, a inflação passada e a inflação esperada tinham praticamente a mesma importância para explicar a inflação corrente. Com a implementação bem sucedida do sistema de metas, o grau de inércia caiu para cerca de 35% a partir de meados de 2000, o que significa que a inflação corrente passou a depender mais das expectativas futuras de inflação do que da inflação passada. O aumento da inflação no final de 2002 e as incertezas relativas à condução da política macroeconômica naquele momento fizeram com que o grau de inércia aumentasse

¹ Para o terceiro trimestre de 2003, foi necessário imputar um valor para a inflação e para a depreciação cambial de setembro, já que esses números ainda não são conhecidos.

substancialmente, inclusive superando bastante os valores detectados no início do regime de metas. Ao longo de 2003, entretanto, com a atuação da política monetária, que mostrou o forte compromisso do Banco Central com o regime de metas para a inflação, o grau de inércia inflacionária caiu e voltou a níveis similares aos que eram observados antes do repique inflacionário ocorrido no final de 2002.

Taxa de Juros, Custo do Crédito e Atividade Econômica

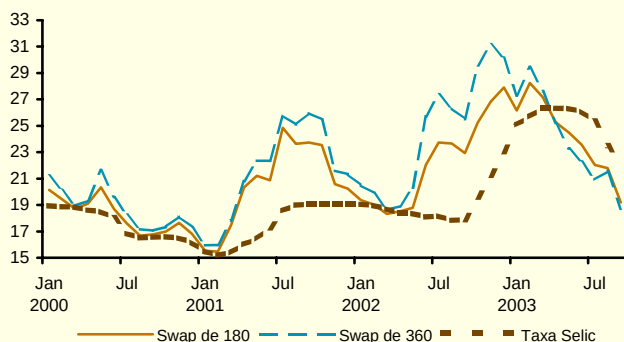
Taxa básica e estrutura a termo de taxas de juros

O Banco Central do Brasil, como a maioria dos bancos centrais modernos, utiliza a taxa básica de juros como o principal instrumento da política monetária. Entretanto, a capacidade da política monetária de afetar a cada instante tanto a taxa de inflação como o nível de atividade depende não apenas do nível corrente da taxa básica de juros, determinada pela autoridade monetária, mas também da curva de juros, isto é, da estrutura a termo de taxas de juros de mercado.

A estrutura a termo acompanha em geral a taxa Selic, mas depende igualmente das expectativas do mercado para a sua trajetória futura. Assim, em determinados períodos em que o mercado antecipa mudanças na taxa básica, por mudança da postura da política monetária e/ou alterações do patamar da taxa de inflação, ou ainda em períodos de elevado grau de incerteza e instabilidade, a estrutura a termo tende a se descolar da taxa Selic.

Gráfico 1

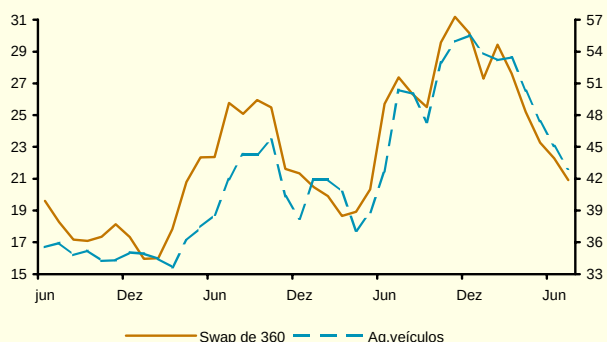
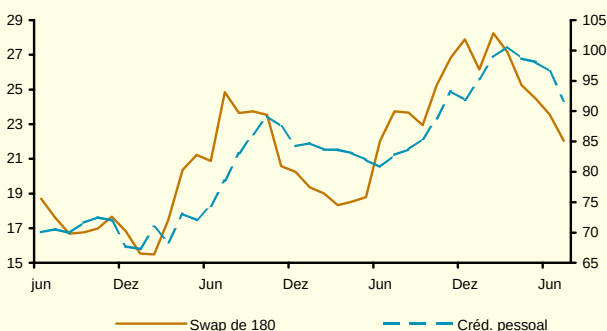
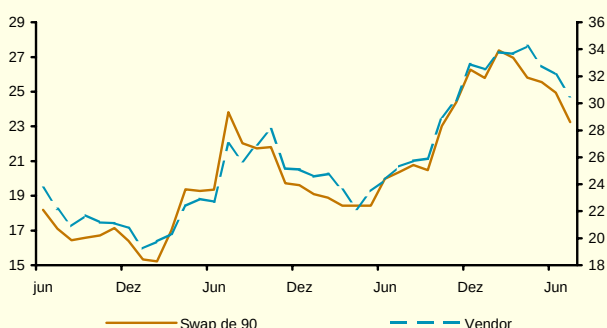
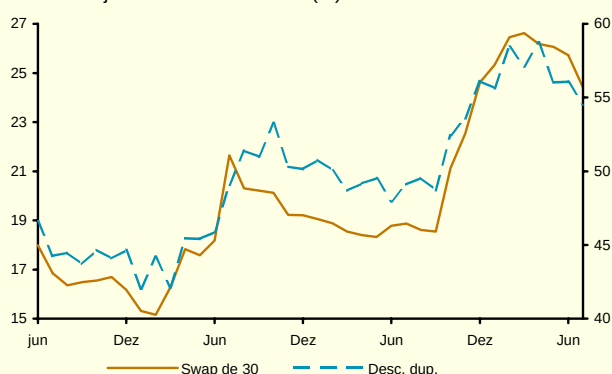
Taxa Selic, taxa *swap* de 180 dias e de 360 dias (%)



O Gráfico 1 apresenta a evolução desde janeiro de 2000 das médias mensais das taxas Selic, do *swap* DI x pré 180 dias e do *swap* DI x pré 360 dias, já atualizado para o mês corrente com dados até o dia 17 (véspera da decisão do Copom). Como atesta o gráfico, a taxa Selic descolou-se das taxas longas em três ocasiões no passado recente: (i) em meados de 2001, em virtude das incertezas sobre a crise argentina e da pressão sobre o mercado de câmbio; (ii) no início do segundo semestre de 2002, quando o mercado antecipou a aceleração inflacionária e o aperto monetário imposto pelo Banco Central; e (iii) a partir do segundo trimestre deste ano, quando a curva de juros passou a ter inclinação

Figura 1

Taxas de juros e custo do crédito (%) – Modalidades alternativas



negativa pela razão oposta, isto é, antecipando a desaceleração da inflação e o relaxamento monetário que viria a ser promovido pelo Banco Central.

Curva de juros e custo do crédito

É por meio dos seus efeitos sobre a estrutura a termo de taxas de juros que a política monetária se transmite à demanda agregada, pois é da estrutura a termo, e não somente do nível corrente da taxa básica de juros, que dependem as taxas de juros praticadas pelo sistema financeiro nas suas operações de crédito.

A Figura 1 apresenta quatro gráficos que mostram como as taxas de juros de mercado sensibilizam o custo do crédito. Espera-se que, quanto mais longas, em média, as operações de determinada modalidade de crédito, mais importantes sejam as taxas longas na determinação de seu custo. Por exemplo, a aquisição de veículos é a operação de financiamento com taxas prefixadas com maior prazo médio, equivalente a 506 dias. O gráfico mostra que essa taxa adere à taxa do *swap* de 360 dias. O coeficiente de correlação entre as duas taxas, para o período compreendido entre junho de 2000 (início da série) e julho de 2003 (último dado disponível), é de 0,92.

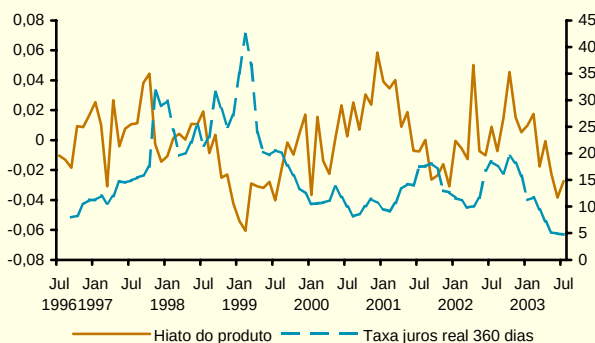
Já a taxa do desconto de duplicatas, um contrato de crédito com prazo médio de 31 dias, parece determinada pela taxa do *swap* de trinta dias, verificando-se um coeficiente de correlação de 0,95 para o mesmo período. A figura compara ainda a taxa de *vendedor*, uma operação de cessão de crédito com prazo médio de 75 dias, e a taxa do *swap* de noventa dias (com coeficiente de correlação de 98%, a mais alta encontrada para as diversas modalidades e prazos), além da taxa do crédito pessoal e do *swap* de 180 dias. Em resumo, a taxa de juros para o tomador de crédito depende da estrutura a termo e do prazo médio da operação.

Curva de juros e atividade econômica

A política monetária atua sobre a atividade econômica com defasagens, ou seja, alterações na estrutura a termo das taxas de juros afetam a atividade por meio do canal de demanda agregada após um período estimado entre 3 e 6 meses. Assim, o que acontece hoje em termos de produção e vendas é um resultado da política monetária e do ambiente de expectativas no passado. O papel da autoridade monetária é antecipar a tendência da inflação e calibrar a política monetária de forma a atingir suas metas. Esse processo é feito em um ambiente de elevado grau de incerteza, dado que algumas variáveis importantes não estão sob seu controle direto e imediato, inclusive a estrutura a termo e a taxa esperada de inflação.

Gráfico 2

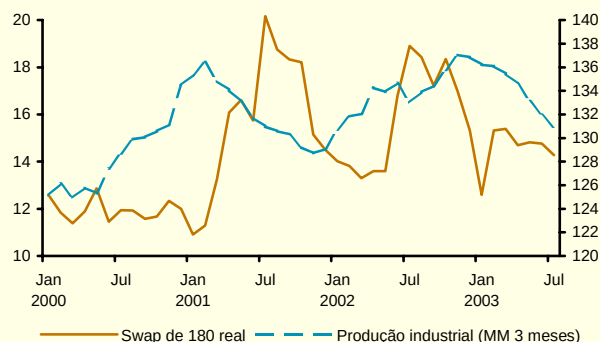
Taxa de juros e hiato do produto (%)



Mostram-se a seguir alguns exemplos da relação entre as taxas de juros reais e a atividade econômica. O Gráfico 2 procura dar uma perspectiva de longo prazo, com dados desde 1996 para o hiato do produto industrial e a taxa de juros real. É crucial para o cômputo de taxas de juros reais relevantes para a tomada de decisões pelos agentes econômicos que se comparem taxas de juros nominais de mercado e taxas de inflação referentes à mesma maturidade. Como não existem dados de expectativas de inflação para todo o período, utilizamos o conceito de taxas reais *ex-post*, isto é, deflacionamos o *swap* de 360 dias pelo IPCA acumulado em doze meses. Períodos de taxas de juros reais elevadas (por exemplo, a segunda metade de 1998 e o início de 1999) provocam uma queda do produto em relação ao seu potencial. Em contraste, as taxas de juros reais relativamente baixas de 2000 levaram o nível de produto ao seu pico histórico dos últimos sete anos.

Gráfico 3

Swap de 180 real (%) e produção industrial (1992=100)



O Gráfico 3 apresenta dados mais recentes para a produção industrial e para a taxa de juros real. A taxa de juros real é obtida com base na taxa de juros de mercado para 180 dias, deflacionada pela mediana das expectativas de variação do IPCA no mesmo período. Nota-se que a produção industrial reagiu positivamente ao ambiente de taxas de juros baixas em 2000. No início de 2001, o aumento da taxa de juros provocou uma reversão da tendência do produto industrial (reversão para a qual contribuiu

também o racionamento de energia). As taxas de juros de 180 dias começaram a cair já na segunda metade de 2001, e a retomada da produção industrial seguiu-se com alguns meses de defasagem, conforme o padrão capturado pela evidência econométrica. Finalmente, maiores taxas de juros no segundo semestre de 2002 acabaram provocando a desaceleração da indústria no fim de 2002 e no início de 2003, como se verifica graficamente.

Gráfico 4

Swap de 180 real (%) e
produção de bens de consumo duráveis (1992=100)

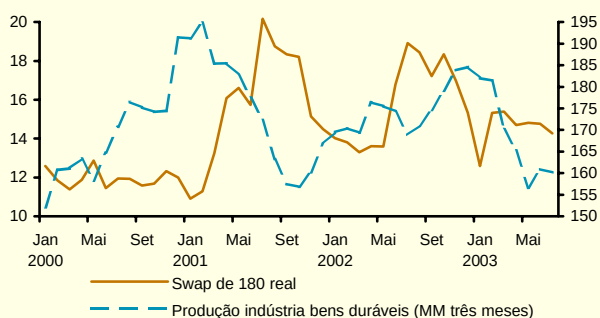
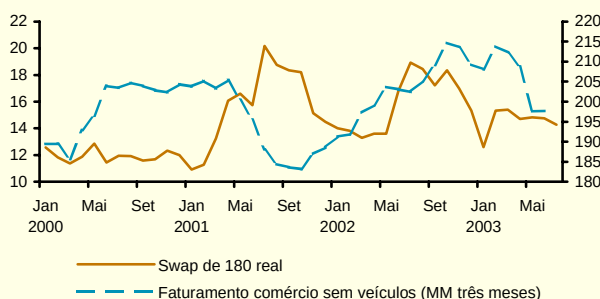


Gráfico 5

Swap de 180 real (%) e
comércio geral (1992=100)



De forma semelhante, quando se analisa a evolução da produção de bens de consumo duráveis em resposta às mudanças na taxa de juros reais (Gráfico 4), observa-se que períodos de aumento nas taxas de juros – 1º semestre de 2001 e 2º semestre de 2002 – são seguidos de redução na produção. Em contrapartida, após a redução de juros – 2º semestre de 2001 – verifica-se um período de recuperação na produção dos bens duráveis.

Em relação às vendas no comércio (Gráfico 5), com dados da Fecomercio SP, as respostas são análogas, embora *a priori* se esperem intervalos de tempo menores entre as variações de taxas de juros e do indicador de atividade. A diferença mais acentuada ocorreu no 2º semestre de 2002, quando as vendas do comércio demoraram a responder aos aumentos na taxa de juros reais, possivelmente em função da crise de confiança e da fuga para consumo naquele período. As vendas varejistas só sofrem reduções mais acentuadas a partir do 1º semestre deste ano.

Retomada da atividade

Como demonstra o Gráfico 1, as taxas de juros longas vêm apresentando quedas consistentes desde o início do ano, particularmente a partir de março/abril, quando o mercado passou a rever suas expectativas de inflação e a antecipar a mudança de postura da política monetária. Em consequência, o custo das operações de crédito longas passaram a apresentar reduções expressivas. É o caso do financiamento para veículos, cuja taxa de juros média reduziu-se 11,6 p.p. entre março e julho, ou o crédito pessoal, com recuo de 8,9 p.p no mesmo período. No caso das modalidades curtas, observam-se quedas de menor magnitude e mais recentes, caso do desconto de duplicata (-2,6 p.p.), capital de giro

(-3,8 p.p.) e cheque especial (-4,0 p.p.), todos na comparação entre março e julho.

Como resposta à queda da estrutura a termo de taxas de juros reais (delineada nos Gráficos 3 a 5 para o vencimento de 180 dias), a atividade econômica deverá iniciar seu processo de recuperação entre o terceiro e o quarto trimestres. Embora possam restar dúvidas quanto à velocidade desse processo, a evidência empírica dos últimos anos aponta claramente para uma tendência de recuperação.

Notas da 85ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/6/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/6) e do 20º andar (18/6) do Edifício
Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 15h30 (17/6) e 11h30 (18/6)

Horário de término: 18h30 (17/6) e 13h30 (18/6)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Antônio Gustavo Matos do Vale

Beny Parnes

Ilan Goldfajn

João Antônio Fleury Teixeira

Luiz Augusto de Oliveira Candiota

Paulo Sérgio Cavaleiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento

(todos presentes no dia 17)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

José Antonio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva –

Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de

Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)

Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 17)

Antônio Carlos Monteiro – Secretário-Executivo da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

Evolução recente da inflação

1. Os índices de preços confirmaram, em maio, que a inflação continua caindo. Os preços no atacado registraram variação negativa, influenciados principalmente pelos efeitos da recente apreciação cambial, em particular sobre os preços de bens com cotação internacional. Os preços ao consumidor também mantiveram-se em desaceleração, contudo em ritmo menos intenso do que o dos preços no atacado, refletindo pressões em itens específicos.

2. A variação do IPCA atingiu 0,61% em maio, comparativamente à de 0,97% no mês anterior, acumulando 6,80% em 2003 e 17,24% nos últimos doze meses findos em maio. O IGP-DI recuou 0,67%, ante alta de 0,41% em abril, enquanto o IPA-DI caiu 1,68%, após aumento de 0,07% no mês anterior.

Considerando as variações do IGP-DI e do IPA-DI acumuladas em doze meses, observou-se recuo pelo segundo mês consecutivo, atingindo percentuais de 30,05% e 38,5%, respectivamente, ante 32,37% e 42,65% observados em abril.

3. Em relação ao IPCA, o aumento médio de 6,45% nas contas de energia elétrica em decorrência do reajuste de tarifas e da cobrança da taxa de iluminação pública em diversas capitais respondeu pelo maior impacto individual no resultado do mês: 0,27 p.p. O arroz, com aumento de 14,46% em razão da menor oferta devido à quebra da produção no sul do país, também contribuiu de forma significativa para a variação mensal do índice.

4. Tanto os preços livres como os monitorados mostraram arrefecimento no IPCA. A taxa nos preços livres passou de 0,87% em abril para 0,53% em maio, principalmente em decorrência da desaceleração dos preços de produtos não comercializáveis, que registrou taxa nula no mês ante 0,58% em abril – maior influência dos preços dos alimentos in natura, em queda, e da estabilidade na variação dos preços dos serviços, em 0,3%. A retração da taxa dos preços de bens comercializáveis foi menos intensa, de 1,11% em abril para 0,95% em maio, com influência destacada das elevações nos preços do arroz, do leite e derivados e do vestuário. Os preços de outros itens com pesos expressivos entre os comercializáveis, como remédios, artigos de limpeza, móveis e utensílios e aparelhos eletrônicos confirmaram a tendência de desaceleração.

5. A elevação de preços do grupo administrados e monitorados passou de 1,21% em abril para 0,81% em maio, contribuindo com 0,23 p.p. para o resultado mensal do IPCA. Além do aumento das contas de energia elétrica em nove regiões, destacaram-se os reajustes das tarifas de ônibus urbano e das taxas de água e esgoto, com contribuições respectivas de 0,08 p.p. e 0,03 p.p. para a variação do IPCA no mês. Os preços da gasolina recuaram 3,38% nos postos de distribuição, tendo em vista a redução de 6,5% nas refinarias desde 30 de abril. Os preços do álcool continuaram em queda, diminuindo 3,88% no mês. Juntos, gasolina e álcool contribuíram com -0,20 p.p. para o resultado mensal do índice.

6. Ressalte-se que, mesmo após as últimas reduções nos preços dos derivados de petróleo na refinaria, os preços internos ainda estão superiores aos preços observados no mercado internacional. Considerando as cotações externas dos preços desses produtos e do dólar americano em 15 de junho, essas margens situam-se na ordem de 8,5% para os preços da gasolina e do GLP, de 24% para o preço do óleo diesel e de 13,8% para o preço do querosene de aviação.

7. Em relação aos preços no atacado, intensificaram-se, em maio, os efeitos da recente apreciação cambial, atingindo tanto preços agrícolas como preços industriais. O IPA-agrícola recuou 3,08%, após queda de 0,99% em abril, e o IPA-industrial caiu 1,15%, ante alta de 0,48% no mês anterior. Ressalte-se, entretanto, que o comportamento dos preços industriais não foi uniforme, observando-se arrefecimento das altas em alguns segmentos, variações negativas em outros – principalmente química, papel e papelão e material elétrico – e aceleração das taxas em setores como mecânica, material de transportes, tecidos, vestuário e calçados, bebidas e produtos alimentares.

8. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados e monitorados, passou de 0,81% em abril para 0,56% em maio. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 10,58%.

9. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, alcançou 1% em maio, ante 1,1% em abril, superando mais uma vez a taxa mensal do índice cheio. A variação acumulada nos últimos doze meses subiu para 11,98%. Vale mencionar que, em decorrência da metodologia utilizada para apuração dessa medida – em particular da suavização das variações de determinados itens, – os resultados estão influenciados pela inflação mais elevada, resultante da depreciação cambial no segundo semestre de 2002.

10. O núcleo de inflação para o IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, elevou-se 1,05% em maio, acumulando alta de 12,14% nos últimos doze meses até maio. Também nesse caso deve-se mencionar que as variações do núcleo estão influenciadas pelo choque de câmbio no ano passado.

11. Em junho, os preços no atacado continuarão refletindo o impacto da recente apreciação cambial, registrando novas variações negativas, como sinalizaram os resultados parciais para a inflação do mês. Nos índices ao consumidor, deverão permanecer pressões dos preços do arroz, do leite e derivados e do vestuário, ainda que em menor magnitude do que as observadas em maio. Entretanto, as quedas esperadas no preço dos alimentos in natura, da carne bovina e dos combustíveis permitirão que as variações mensais continuem se desacelerando.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. Para preços da gasolina, projeta-se elevação de 5,3% em 2003, ante 6% da última Nota. Já as projeções para os reajustes do gás de botijão em 2003 caíram 2,1 p.p. em relação ao mês anterior, sendo 2,4% a projeção de reajuste acumulada em todo o ano. As projeções para o ano já incluem os reajustes ocorridos até o momento.

b. Em função da apreciação cambial e da nova estimativa dos IGPs, os reajustes de tarifa de energia elétrica e de telefone fixo estão projetados em torno de 23% e 19%, respectivamente, já incluindo os reajustes ocorridos até o momento.

c. Considerando todos os itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 28,65% no IPCA de maio, projeta-se aumento de 14,1% em 2003, 0,8 p.p. menor do que o projetado em maio, devido basicamente à apreciação cambial observada no período, e às projeções para reajustes de energia elétrica e de telefonia fixa. Para 2004, projeta-se uma inflação de itens administrados e por contrato de 8,9%.

d. A projeção para o spread de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR, utilizando as variáveis Selic e swap em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam à reunião do Copom, encontra-se em -100 p.b. no terceiro trimestre de 2003 e se eleva gradualmente até atingir 50 p.b no final de 2004.

13. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

14. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 26,5% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom, as projeções de inflação para 2003 estão acima da meta ajustada de 8,5% e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação da política monetária

15. A inflação tem apresentado trajetória declinante ao longo deste ano. Há três fatores básicos que explicam seu comportamento recente. Em primeiro lugar, as taxas de inflação ainda altas no começo do ano foram resultado dos efeitos defasados sobre os preços da forte depreciação observada no ano passado e do aumento do grau de persistência inflacionária, com uma maior proporção de agentes reajustando preços e salários com base na inflação passada. Em segundo lugar, a recente apreciação cambial tem como consequência um arrefecimento nas pressões sobre o custo das empresas e sobre os preços no atacado. Apesar de ainda existir alguma resistência a que os preços dos bens comercializáveis no varejo reflitam toda a apreciação cambial observada, os preços ao consumidor tendem a se acomodar sem pressões para novos reajustes. Em terceiro lugar, a política monetária tem contribuído para reverter as expectativas de inflação e combater as pressões inflacionárias por meio do controle do nível da demanda agregada.

16. A persistência inflacionária contribuiu para a inflação ainda elevada nos primeiros meses do ano. A maior persistência da inflação resultou do aumento da proporção de reajustes de preços baseados na taxa de inflação passada, e, como contrapartida, reduziu a parcela de preços cujos reajustes baseiam-se na inflação futura. Essa persistência derivou-se de reajustes de preços nos primeiros meses do ano, com o intuito de recompor margens de lucro. Esse comportamento teve como consequência uma forte queda das vendas num ambiente de menor demanda e de uma política monetária comprometida em não

sancionar reajustes de preços que venham a perpetuar a inflação em níveis elevados.

17. Como consequência desta maior persistência, desde o pico de 3% atingido em novembro de 2002, a velocidade de queda da inflação mensal tem sido menor que a esperada. Somente em abril, a inflação medida pelo IPCA voltou a ficar abaixo de 1% e, em maio, em 0,61%. Comportamento semelhante tem sido observado quando analisada a trajetória dos preços livres. A inflação desses itens tem caído gradualmente, de 2,5% em novembro para 0,5% em maio.

18. Por outro lado, a apreciação do câmbio contribuiu para a redução das pressões de custo sobre a inflação. A condução apropriada das políticas fiscal e monetária, além da elevação da liquidez internacional, colaborou para a continuação do movimento de apreciação do câmbio e para a redução da volatilidade de suas cotações. A taxa de rolagem dos títulos privados mantém-se em recuperação, bem como a rolagem de empréstimos diretos. O risco Brasil, medido pelo Embi+, manteve-se em queda, reduzindo-se de 833 b.p. na véspera da reunião do Copom em maio para 696 b.p. na véspera da reunião de junho, demonstrando a recuperação da confiança internacional na condução da política econômica brasileira.

19. A atividade econômica permanece em desaceleração. O grau e a duração desse episódio de desaceleração são semelhantes aos observados em outros episódios na recente história brasileira. No entanto, em função das mudanças de preços relativos, em especial dos preços dos bens comercializáveis versus os não comercializáveis, a desaceleração do nível de atividade não é uniforme. Os setores mais ligados à exportação, incluindo a agro indústria e a indústria extrativa mineral seguem apresentando expansão. Por outro lado, o setor de bens duráveis voltado para o consumo interno, que depende das condições de crédito da economia, é o que apresenta a maior retração na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

20. Como resultado da combinação dos fatores acima, a inflação mensal segue em trajetória descendente. A queda de 0,4 p.p. do IPCA em maio foi fortemente influenciada pela redução de 0,6 p.p.

no grupo de preços dos bens não comercializáveis decorrente principalmente da normalização da oferta de produtos in natura. Não obstante, os demais grupos também mostraram arrefecimento da pressão inflacionária. A redução dos preços da gasolina e do álcool foi o principal fator que contribuiu para queda da inflação dos bens monitorados. Eliminando-se os aumentos verificados em energia elétrica, ônibus urbano e taxa de água e esgoto, o IPCA se reduziria de 0,61% para 0,23% em maio. A queda na inflação dos preços ao consumidor veio acompanhada de deflação nos preços no atacado, tanto agrícolas quanto industriais.

21. Em maio, a redução do IPCA veio acompanhada, também, de uma menor proporção de itens que tiveram reajustes positivos: 66,0% ante 75,8% em abril. Esse valor é bastante inferior ao valor máximo da série desde 1995, ocorrido em janeiro, quando 85,9% dos itens que compõem o IPCA tiveram seus preços aumentados.

22. Os núcleos de inflação também estão em trajetória declinante. O núcleo por critério de exclusão de preços administrados, os preços livres, situou-se em 0,53%, ante 0,87% em abril, apontando para uma inflação anualizada de 6,9%. O comportamento do núcleo por exclusão de administrados e alimentos no domicílio foi semelhante, caindo de 0,81% para 0,56% entre abril e maio.

23. Em maio, o núcleo por médias aparadas simétricas apresentou variação de 1%, ante 1,1% em abril. Nessa metodologia de médias aparadas, o reajuste de alguns itens, por serem concentrados em poucos períodos do ano, são suavizados ao longo do tempo para evitar que sejam sistematicamente excluídos do núcleo. Quando ocorrem choques concentrados em um período, como no passado recente, o núcleo tende a ser contaminado por essa pressão passada, apresentando alguma resistência à queda. Na estimação do núcleo sem suavização, a tendência de desaceleração dos núcleos de exclusão também pode ser observada, com os valores sendo razoavelmente inferiores: 0,86% e 0,64% em abril e maio. Uma outra forma de mensurar o núcleo de médias aparadas, que mantém a suavização, mas evita a contaminação do choque cambial, seria a substituição dos valores suavizados do período

corrente pelos valores correspondentes observados nos doze meses anteriores. Baseado nesse critério, o núcleo seria de 0,85% e 0,76% em abril e maio.

24. Tanto as projeções do Banco Central quanto as expectativas dos analistas têm convergido para a trajetória das metas. As projeções de inflação do Banco Central para 2003 apontam para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5%, mas sua trajetória já no segundo trimestre do ano registra resultados compatíveis com aqueles apresentados na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda em 21.1.2003.

25. As expectativas de inflação dos analistas coletadas pela Gerin também convergem para a trajetória das metas para a inflação doze meses à frente. O dado mais recente das expectativas de inflação doze meses à frente encontra-se em 7,4%, próximo à trajetória das metas doze meses à frente, quando aferida em maio de 2003, que é de 7,2%.

26. A trajetória das metas doze meses à frente, quando aferida em junho de 2003, corresponde a uma inflação de 7%. A projeção de inflação do Copom para o mesmo período encontra-se abaixo desse número.

27. No entanto, ainda há riscos na concretização de uma trajetória de inflação consistente com a trajetória das metas, particularmente no que diz respeito à sua velocidade de queda. Nos últimos meses, o Copom tem avaliado continuamente o grau de persistência da inflação na economia. Uma das formas analíticas adotadas para esse fim tem sido comparar os modelos que são utilizados correntemente com outras especificações, que adotam maior grau de persistência. Verificou-se que os modelos correntes conseguiram prever com maior precisão a inflação de maio, o que se constitui no primeiro indício de que o grau de persistência inflacionária possa estar retornando à média histórica. Da mesma forma, analisou-se a assimetria observada no impacto da apreciação e da depreciação cambial sobre os preços e verificou-se que os modelos que incorporam menor impacto de apreciações cambiais, comparativamente às depreciações, apontavam para uma inflação dos preços livres acima daquela que efetivamente ocorreu em maio.

28. À luz dos resultados recentes obtidos no controle da inflação, o Copom entende que a política monetária deve continuar a se orientar de forma a garantir que a desaceleração recente da inflação seja sustentável.

29. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade fixar a meta para a taxa Selic em 26%.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 22 de julho de 2003 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

31. O Índice do Volume de Vendas do comércio varejista do país apresentou queda de 3,82% em abril e 5,45% no primeiro quadrimestre de 2003, comparativamente aos índices do mesmo período do ano passado, de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE. O desempenho negativo foi generalizado, atingindo todas as atividades e 24 das 27 Unidades da Federação.

32. As estatísticas da Fecomércio-SP mostraram queda de 1,45% nas vendas físicas no comércio varejista na RMSP em abril, relativamente a março, com dados ajustados sazonalmente, e queda de 15,2% comparativamente a abril de 2002. No acumulado do primeiro quadrimestre, observou-se recuo de 9,27%. Os segmentos de bens de consumo duráveis e semiduráveis apresentaram as maiores retrações no ano, de 19,9% e 20,9%, respectivamente. As consultas para compras a prazo e com cheques divulgadas pela ACSP mostraram estabilização em maio, embora em patamar relativamente baixo, após as seguidas quedas nos últimos meses.

33. Apesar dos resultados negativos da atividade varejista, pesquisa mensal da Fecomércio-SP evidenciou recuperação da confiança do consumidor em junho, pelo terceiro mês consecutivo, sinalizando perspectivas melhores para o setor. O IIC alcançou nível de 109,8 comparativamente a 104,3 em maio, em escala de zero a duzentos.

34. Os indicadores de investimento registraram fraco desempenho em abril, ainda refletindo as adversidades da conjuntura econômica e o período de transição governamental que têm postergado as decisões de investimento público e privado. A produção de insumos da construção civil recuou 3,2% em abril, em relação a março, a partir de dados dessazonalizados, acumulando retração de 5,2% no ano. Embora a produção de bens de capital tenha aumentado 1,4% em abril, a absorção interna desses produtos diminuiu, haja vista que o índice de *quantum* exportado cresceu 13,5% e o importado recuou 4,2% no mês. Outro indicador da evolução dos gastos com investimentos, o volume de financiamentos de médio e longo prazos concedidos pelo BNDES, manteve-se abaixo do observado no mesmo período do ano passado. Enquanto no primeiro trimestre de 2003 a redução estava em 9,4%, no quadrimestre atingiu 10,2%.

35. A produção industrial brasileira manteve-se praticamente estável em abril, em relação à de março, com variação de -0,1%, considerando os dados isentos de sazonalidade. Em relação a igual mês de 2002, observou-se queda de 4,2% segundo a pesquisa mensal do IBGE. Esses resultados devem ainda ser considerados com cautela, haja vista que o número de dias úteis em março de 2003 foi inferior ao usual, devido aos feriados do Carnaval. Além disso, em 2003, abril teve dois dias úteis a menos que em 2002, ano em que os feriados da Páscoa ocorreram em março e o feriado de Tiradentes ocorreu em um domingo.

36. Observando-se o comportamento recente da produção industrial, nota-se que a estabilidade no indicador geral em abril decorreu do efeito contrabalançado da expansão na produção extrativa mineral, de 1%, e do recuo de 0,2% na indústria de transformação. Por categorias de uso, houve quedas de 1,5% na produção de bens intermediários e de 0,8% na de bens semi e não duráveis. A produção de bens de capital cresceu 1,4% e a de bens de consumo durável aumentou 12%, expansão que deve ser relativizada, pois sucedeu à queda de 20,5% em março.

37. De janeiro a abril, a produção da indústria de transformação manteve-se praticamente estável, com variação de 0,1%, enquanto a produção extrativa

mineral aumentou 4,5%, comparativamente ao primeiro quadrimestre de 2002. Com o resultado, a indústria geral cresceu 0,6%, evidenciando, após ter registrado crescimento de 2,5% no primeiro trimestre na mesma base de comparação, a tendência de desaceleração da atividade fabril. Por categorias de uso, nota-se a influência positiva da agroindústria e das exportações no desempenho industrial neste ano, que se reflete no aumento de 2,7% na produção de bens intermediários. As demais categorias registraram quedas: 1,5% em bens de capital, 4,6% em bens de consumo duráveis e 5,3% em bens de consumo semi e não duráveis.

38. As estatísticas divulgadas pela CNI, referentes às vendas reais e às horas trabalhadas na produção na indústria de transformação, também indicaram arrefecimento da atividade industrial nos primeiros quatro meses do ano. Embora as taxas acumuladas no quadrimestre apresentassem variações positivas, 1,96% e 0,26%, respectivamente, foram inferiores às observadas no primeiro trimestre. O nível de utilização da capacidade industrial instalada atingiu 79,63% em abril, na série dessazonalizada, ante o pico recente de 81,59% verificado em outubro de 2002. A média do primeiro quadrimestre situou-se 0,6% abaixo da observada no mesmo período do ano passado.

39. No segmento automobilístico, a produção e as vendas internas de veículos recuperaram-se em maio, com acréscimos de 4,46% e 1,87%, respectivamente, nas séries dessazonalizadas, comparativamente às observadas no mês anterior, enquanto as vendas externas recuaram 0,03%, na mesma base de comparação. No acumulado do ano até abril, ante o mesmo período de 2002, a produção aumentou 3,94%, exclusivamente pela expansão de 39,5% nas vendas externas, haja vista que as vendas para o mercado doméstico recuaram 6,63%.

Mercado de trabalho

40. O índice de emprego formal cresceu 0,2% em abril, ante o de março, na série dessazonalizada, e 3,1% em relação ao de abril de 2002, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego. A taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 12,4% em abril, ante a de 12,1% em março, segundo a nova PME.

41. Ainda segundo a pesquisa do IBGE, o número de pessoas ocupadas manteve-se praticamente constante em abril, com variação de 0,1% em relação a março, assinalando-se, entretanto, aumento no trabalho informal nos últimos doze meses. Enquanto o número de empregados com carteira assinada cresceu 3,5% entre abril de 2002 e abril de 2003, o número de ocupados sem carteira assinada avançou 9,1%. O rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas em março de 2003 ficou 6,3% abaixo daquele percebido no mesmo mês de 2002.

Crédito e inadimplência

42. O saldo das operações de crédito com recursos livres situou-se em R\$214,8 bilhões em maio, mantendo-se praticamente no mesmo patamar do mês anterior. O resultado foi determinado pelos aumentos de 0,6% no saldo das carteiras de pessoas jurídicas com recursos internos e de 0,9% de pessoas físicas, compensando o decréscimo de 2% no estoque das operações de pessoas jurídicas referenciadas em moeda estrangeira, em decorrência do maior volume de liquidações. Nas operações com pessoas físicas, destacaram-se os acréscimos de 2,3% no saldo da modalidade crédito pessoal e de 0,8% no dos financiamentos para aquisição de bens e veículos. Entre as operações efetuadas por pessoas jurídicas com recursos internos, notou-se incremento de 2,6% na carteira de capital de giro.

43. A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras permaneceu estável em 8,8% em maio. Nos empréstimos voltados para as pessoas físicas, o percentual de atraso diminuiu de 15,7% em abril para 15,4% em maio, e nas operações direcionadas às empresas o percentual de atraso aumentou 0,1 p.p., atingindo 4,7%. A taxa média de juros das operações de crédito contratadas em maio recuou 0,1 p.p., atingindo 57,8% a.a. A queda nas taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras concentrou-se, principalmente, nas operações pactuadas a juros prefixados, parcialmente compensada pelo aumento nas taxas projetadas para as operações referenciadas em câmbio.

44. Em relação à inadimplência no comércio, houve expressiva melhora em maio. As estatísticas da ACSP

revelaram que o número de novos registros negativos recuou 2,66% e o de registros cancelados cresceu 11,13%, ante os do mês anterior, reduzindo a taxa líquida de inadimplência para 5,2%, comparativamente às de 7% em abril e de 8,8% em maio de 2002.

Ambiente externo

45. O rápido desfecho do conflito militar contra o Iraque ainda não se traduziu em forte impulso ao nível de atividade econômica mundial, principalmente nos países industrializados. As projeções de crescimento econômico para 2003 continuam sendo reduzidas.

46. Nos EUA, os últimos indicadores reforçam a hipótese de retomada lenta da atividade econômica, embora ainda não existam sinais de que essa retomada seja sustentável. No Japão e na Alemanha predomina o quadro recessivo, com crescimento nulo e tendência de deflação. O mercado de trabalho nas economias industrializadas continua desaquecido, mantendo as taxas de desemprego em patamares elevados.

47. A falta de dinamismo no mercado de trabalho influencia a confiança dos consumidores, principalmente na Europa. Nos EUA, apesar da melhora nos indicadores econômicos, a confiança do consumidor deu sinais de arrefecimento, segundo a Universidade de Michigan. As expectativas dos empresários estão em recuperação nos EUA, mas permanecem desalentadas nos demais países industrializados.

48. A inflação continuou arrefecendo nas principais economias. Nos EUA, em particular, o índice de preços ao produtor registrou, em maio, declínio de 0,3%, após queda de 1,9% em abril. No entanto, segundo o *Federal Reserve*, o risco de deflação é mínimo nos EUA. Os preços do petróleo voltaram a subir em meados de abril, sinalizando tendência de alta em virtude dos ajustes do mercado às novas condições de oferta e procura.

49. O BCE reduziu a taxa de juros em 50 p.b. em sua última reunião, passando-a para 2% a.a. No Reino Unido, o Banco da Inglaterra manteve a sua taxa em 3,75% a.a. No mercado financeiro internacional há menor volatilidade e redução da aversão ao risco,

expressa nas reduções do Embi+ para as economias emergentes e dos *spreads* dos títulos soberanos e corporativos. As bolsas de valores registraram significativa recuperação, tanto nos países desenvolvidos como nas economias emergentes.

Setor externo

50. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,5 bilhões em abril, totalizando US\$8 bilhões nos primeiros cinco meses de 2003. Tal resultado deveu-se fundamentalmente ao desempenho das exportações, que tiveram crescimento acentuado, enquanto as importações apresentaram ligeiro declínio.

51. As exportações registraram US\$6,4 bilhões no mês e US\$27,1 bilhões no ano, até maio, valores que representam expansões de 43,5% e de 29,3%, respectivamente, em relação aos mesmos períodos do ano anterior. As importações declinaram 4,9% no mês, comparativamente a maio de 2002, atingindo US\$3,9 bilhões. No ano, as importações totalizaram US\$19,1 bilhões, permanecendo estáveis em relação a idêntico período do ano passado.

52. As transações correntes foram positivas em US\$882 milhões em maio, comparativamente ao déficit de US\$1,9 bilhão no mesmo mês de 2002. O déficit nas contas de serviços e rendas atingiu US\$1,8 bilhão e as transferências unilaterais foram superavitárias em US\$212 milhões. O déficit em transações correntes acumulado nos doze meses terminados em maio alcançou US\$512 milhões, equivalentes a 0,13% do PIB. A conta financeira do balanço de pagamentos registrou ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos de US\$541 milhões e também a captação de US\$1 bilhão em bônus da República.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

53. A curva de juros apresentou seguidos deslocamentos para baixo e acentuação de sua inclinação negativa, para os quais contribuíram a divulgação de indicadores de inflação mais favoráveis, a apreciação da taxa de câmbio, a redução do risco-

país e a aprovação do projeto de reforma da Previdência pela CCJ da Câmara de Deputados.

54. Os vencimentos de títulos e *swaps* cambiais ocorridos no período foram rolados por meio de operações de *swaps*, em contratos com prazos entre 5 e 55 meses (média de doze meses). As menores taxas contratadas nessas operações, em relação ao período anterior, deveram-se à significativa redução da curva de cupom cambial, decorrente da melhora na percepção de risco soberano do país e de novas captações externas.

55. O Tesouro Nacional realizou cinco leilões de LTN, cujas vendas alcançaram R\$8,7 bilhões. As novas reduções da curva de juros e a significativa demanda por títulos prefixados permitiram o aumento do prazo médio de emissão e a redução das taxas nos leilões em relação ao período anterior. No mesmo período, foram realizados ainda quatro ofertas de LFT, com volume financeiro total de R\$19,5 bilhões. Também houve, no caso desses títulos, uma redução das taxas, assim como um alongamento do prazo de emissão, com destaque para a venda de R\$1,3 bilhão de LFT com vencimento em junho de 2007.

56. As liquidações financeiras realizadas entre 22 de maio e 18 de junho acarretaram impacto monetário contracionista de R\$3,5 bilhões, explicado principalmente pela colocação líquida de R\$8,7 bilhões em LTN, parcialmente compensada pelos resgates líquidos de R\$2,9 bilhões em títulos cambiais e de R\$1,6 bilhão em LFT.

57. No mesmo período, nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central realizou semanalmente operações compromissadas com prazos de duas semanas e manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. Essas operações, em conjunto, retiraram do mercado de reservas bancárias o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$46,8 bilhões.

58. Em maio, a dívida pública mobiliária interna apresentou aumento de R\$16,4 bilhões (2,5%), devido principalmente à colocação líquida de R\$3,2 bilhões em títulos e à apropriação de juros.

Notas da 86ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 22 e 23/7/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (22/7) e do 20º andar (23/7) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h10 (22/7) e 11h30 (23/7)

Horário de término: 18h30 (22/7) e 13h45 (23/7)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilaqua

Antônio Gustavo Matos do Vale

Beny Parnes

João Antônio Fleury Teixeira

Luiz Augusto de Oliveira Candiota

Paulo Sérgio Cavaleiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento

(todos presentes no dia 22)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

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

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva –

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 23)

Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 22)

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e

da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

Evolução recente da inflação

1. A inflação continuou a recuar em junho, observando-se variação negativa nos índices de preços no atacado e ao consumidor. A queda nos preços no atacado pelo segundo mês consecutivo refletiu os efeitos do aumento da oferta de cereais e de grãos com a colheita da nova safra e da recente apreciação cambial sobre preços agrícolas e industriais. No âmbito dos preços ao consumidor, a desaceleração nos preços também foi generalizada, mas a variação negativa em junho foi pontual, em decorrência da queda nos preços dos combustíveis e dos alimentos.

2. O IPCA teve redução de 0,15% em junho, após elevação de 0,61% no mês anterior, acumulando variação de 6,64% em 2003. O IGP-DI recuou 0,7%, ante declínio de 0,67% em maio, enquanto a variação negativa do IPA-DI passou de 1,68% em maio para 1,16% em junho. Em doze meses, a variação acumulada do IPCA apresentou a primeira queda desde agosto de 2002, atingindo 16,57%. As variações do IGP-DI e do IPA-DI acumuladas em doze meses apresentaram recuo pelo terceiro mês consecutivo, atingindo percentuais de 26,94% e 33,55%, respectivamente, ante 30,05% e 38,50%, observados em maio.

3. Quanto ao IPCA, a variação negativa observada em junho foi determinada pelas reduções nos preços da gasolina, do álcool e dos alimentos que, juntos, contribuíram com -0,45 p.p. no resultado. O preço do arroz subiu 6,2% em junho, ante alta de 14,46% em maio, ainda acusando os efeitos da quebra da produção no sul do país e, mesmo com o menor crescimento de um mês para outro, registrou a maior contribuição individual positiva no mês, 0,06 p.p.

4. Analisando o IPCA sob a ótica de preços livres e monitorados, notou-se novo arrefecimento na

evolução dos preços livres e reversão no comportamento dos monitorados. A alta nos preços livres passou de 0,53% em maio para 0,2% em junho, enquanto o conjunto dos preços monitorados acusou queda de 1,02%, ante elevação de 0,81% registrada no mês anterior.

5. A desaceleração da alta entre os produtos com preços livres decorreu, principalmente, da retração de 0,34% no preço dos alimentos, mesmo com as pressões ainda exercidas pelas elevações nos preços do arroz e do leite e derivados. Tiveram influência para a queda a maior oferta de cana, de feijão e de milho, este afetando os preços de carnes, sobretudo frango, que registrou declínio de 2,3%. No caso do açúcar, prevaleceu também o recuo das cotações internacionais. As condições para a produção de alimentos *in natura* permaneceram favoráveis em junho, sustentando recuo médio de 8,0% nos preços, após queda de 6,3% em maio. Excluídos os itens de alimentação, os demais produtos com preços livres registraram variação de 0,47%, ante 0,48% em maio, resultado que refletiu a aceleração da alta sazonal nos preços do vestuário, compensando a desaceleração quase generalizada na evolução dos preços dos demais produtos com preços livres.

6. A variação dos preços monitorados passou de 0,81% em maio para queda de 1,02% em junho, contribuindo com -0,29 p.p. para o resultado mensal do IPCA. Os preços da gasolina recuaram 4,9% nos postos de distribuição, ainda refletindo a redução de 6,5% nas refinarias, a partir de 30 de abril. A queda nos preços do álcool intensificou-se em junho, atingindo 12,1%, devido à maior oferta de cana, ao recuo na cotação internacional do açúcar e à recente apreciação cambial. Juntos, gasolina e álcool contribuíram com redução de 0,37 p.p. para o resultado mensal do índice geral.

7. Quanto aos preços no atacado, observou-se variação negativa pelo segundo mês consecutivo, tanto em preços agrícolas quanto em preços industriais. A redução de 1,04% do IPA agrícola foi menos intensa que a verificada em maio (3,08%), reflexo da reversão da variação nos preços do item *animais e derivados*, função do início da entressafra. Já a maior oferta de grãos, legumes e frutas continuou contribuindo para o declínio nos preços desses produtos. O IPA industrial

registrou variação de -1,21%, após redução de 1,15% em maio. Prevaleceu no resultado o impacto da nova queda nos preços dos produtos químicos, particularmente combustíveis e lubrificantes e fertilizantes, e o registro de variações negativas em importantes segmentos como produtos alimentares, matérias plásticas, metalúrgicos, material elétrico, papel e papelão, tecidos e vestuário. Destaque-se, por outro lado, a elevação nos preços dos produtos da indústria extrativa mineral, bebidas, mobiliário, madeira, borracha e minerais não-metálicos.

8. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados e monitorados, passou de 0,56% em maio para 0,52% em junho. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 10,97%.

9. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, alcançou 0,9% em junho, ante 1,0% em maio. A variação acumulada nos últimos doze meses elevou-se para 12,5%, refletindo ainda a influência da inflação mais elevada no segundo semestre de 2002.

10. O núcleo de inflação para o IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, elevou-se 0,74% em junho, ante 1,05% em maio, acumulando alta de 12,51% nos últimos doze meses até junho. As variações do núcleo, nesse caso, também estão influenciadas pelos efeitos da depreciação cambial no ano passado.

11. Em julho, há indícios de enfraquecimento dos efeitos da recente apreciação cambial sobre os preços no atacado, podendo ocorrer o registro de variações negativas menos acentuadas nos preços agrícolas e industriais. Os preços agrícolas devem refletir também as crescentes pressões no preço das carnes, do leite e derivados, pelos efeitos da entressafra. Apenas os preços dos produtos do setor sucroalcooleiro ainda devem manter o ritmo de queda. A redução de 0,42% nos preços agrícolas, registrada na segunda prévia do IGP-M de julho, ante queda de 1,5% na segunda prévia de junho, já reflete os efeitos desses movimentos.

12. Os índices de preços ao consumidor serão impactados pelos aumentos nos preços de bens

monitorados, destacando-se os reajustes nas tarifas de energia elétrica em São Paulo e nas tarifas de telefonia fixa em todo o país. Os preços dos combustíveis e dos alimentos trarão contribuição negativa menor no mês. Em relação ao item vestuário, espera-se reversão nas pressões altistas em função de liquidações antecipadas de inverno.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. Em relação às projeções para os reajustes da gasolina em 2003, houve uma redução de 5,2 p.p. desde a última reunião. As novas projeções para todo o ano acumulam 0,1%. Já as projeções para o preço do gás de botijão em 2003 mantiveram-se praticamente inalteradas, com redução de apenas 0,1 p.p. entre as reuniões de junho e julho. As projeções para o ano já incluem os reajustes ocorridos até o momento;

b. Houve uma pequena diminuição da projeção dos reajustes das tarifas de energia, de 23% para 21%, já incluindo os reajustes ocorridos até o momento. Em relação às tarifas de telefonia fixa, as novas previsões supõem reajuste de 25,5% em 2003;

c. Considerando os itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 28,7% no IPCA de junho, projeta-se uma inflação de 13,1% em 2003, 1,0 p.p. menor do que o projetado no mês anterior, apesar da significativa elevação da projeção acerca dos reajustes das tarifas de telefonia fixa. Essa queda observada nas projeções ainda é consequência da apreciação cambial observada nos últimos meses. Gasolina, álcool e as tarifas de energia elétrica residencial foram os maiores responsáveis pela diminuição das projeções para 2003;

d. Para 2004, supõe-se que os reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados seguem um modelo de determinação endógena de preços administrados, onde são considerados, além de componentes sazonais, variações cambiais,

inflação de preços livres e IGP. Seguindo a nova metodologia adotada, a projeção para os reajustes em 2004 atinge 9,6%;

e. A projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR utilizando as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam à reunião do Copom, encontra-se em -340 p.b. no terceiro trimestre de 2003 e se eleva gradualmente até atingir 40 p.b no final de 2004.

14. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

15. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 26,0% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,85), as projeções de inflação para 2003 estão acima da meta ajustada de 8,5% e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação da política monetária

16. A inflação manteve a tendência declinante observada ao longo dos últimos meses. Esse resultado positivo deve ser atribuído fundamentalmente à atuação da política monetária, que impediu a propagação dos choques ocorridos no final de 2002, e à consistência da política fiscal. Esses fatores, em conjunto com um ambiente internacional mais favorável, levaram à apreciação da taxa de câmbio no período e à convergência das expectativas de inflação para a trajetória das metas. As quedas acentuadas da inflação medida pelo IPCA de junho e pelo IPCA-15 de julho são evidências adicionais da eficácia da política monetária em reduzir a persistência da inflação, impedindo que ela se acomodasse em patamares mais elevados. Além disso, esses resultados reforçam a percepção de que a convergência da trajetória de inflação para as metas está se dando a uma velocidade maior do que a que vinha sendo observada até abril.

17. A deflação de 0,15% do IPCA, ocorrida em junho, foi resultado da queda de 1,02% dos preços

administrados por contrato e monitorados e do aumento de 0,20% dos preços livres. Esses números foram beneficiados por diversos fatores conjunturais e sazonais, como as reduções dos preços da gasolina, do álcool e dos alimentos. Ainda que tais fatores sejam levados em consideração, a dinâmica dos preços livres mostra desaceleração inequívoca da inflação: excluindo os alimentos, a inflação dos preços livres em maio e junho situa-se entre 0,45% e 0,50%, ante 0,81% em abril.

18. A inflação medida pelos diferentes núcleos de inflação caiu entre maio e junho, conforme descrito anteriormente. Comportamento similar pode ser visto em outros índices de preços, como o IPC–Fipe, cuja inflação caiu pelo quinto mês consecutivo e, assim como o IPCA, registrou deflação em junho.

19. A redução do IPCA em junho foi acompanhada de uma menor proporção de itens que tiveram reajustes positivos: 60,4%, ante 66,0% em maio. O valor de junho é bastante inferior aos 85,9% registrados em janeiro, maior valor da série desde 1995, e é menor do que a média de 63,7% observada desde janeiro de 1999.

20. O comportamento do câmbio tem contribuído para a queda da inflação. Entre junho e julho, a taxa de câmbio permaneceu praticamente estável, com a cotação do dólar norte-americano flutuando entre R\$2,80 e R\$2,90. O risco Brasil medido pelo Embi+ teve um pequeno aumento desde a véspera da última reunião do Copom, de 696 p.b. para 726 p.b. A taxa de rolagem dos títulos privados e dos empréstimos diretos continua em ascensão. Em junho, o IPA, que depende mais fortemente da taxa de câmbio, apresentou deflação. Foi o segundo mês consecutivo de deflação, no caso do IPA–produtos industriais, e o terceiro mês consecutivo, no caso do IPA–produtos agrícolas.

21. Contudo, a apreciação cambial ocorrida desde o início de 2003 ainda não se refletiu na intensidade esperada sobre os preços dos bens comercializáveis. À medida que o comportamento dos preços no atacado afete parcialmente e com alguma defasagem os preços ao consumidor, ainda há espaço para que a apreciação cambial ocorrida no início de 2003 afete o IPCA, mesmo que a taxa de câmbio se estabilize

em torno do patamar atual. De qualquer forma, ainda que os preços dos bens comercializáveis não venham a incorporar toda a apreciação cambial ocorrida, é razoável esperar que eles se acomodem sem pressões para novos reajustes.

22. A desaceleração na atividade econômica manteve seu curso, com redução nas vendas no varejo, aumento dos estoques e estabilidade da produção industrial. A taxa de desocupação medida pelo IBGE aumentou em maio, atingindo 12,8%. Por se basear em uma nova metodologia, a taxa de desocupação de maio não é diretamente comparável aos valores observados no mesmo mês de anos anteriores. Deve-se destacar que boa parte dos indicadores de atividade disponíveis na data da reunião do Copom reflete ainda a resposta defasada da atividade econômica aos efeitos do ambiente macroeconômico adverso prevalecente entre os últimos meses de 2002 e os primeiros meses de 2003. O Copom permanece atento à evolução do nível de atividade e avalia que o quadro de desaceleração recente tende a ser revertido a partir do segundo semestre de 2003, à medida que se consolidem os efeitos sobre a atividade da melhora significativa nos fundamentos macroeconômicos observada nos últimos meses.

23. As projeções do Banco Central e as expectativas dos analistas de mercado têm convergido para a trajetória das metas. As projeções de inflação do Banco Central para 2003 apontam para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5%. Entretanto, assim como observado por ocasião da reunião de junho do Copom, a trajetória da inflação, já a partir do segundo trimestre deste ano, registra resultados compatíveis com aqueles apresentados na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao ministro da Fazenda em 21.1.2003.

24. A mediana das expectativas de inflação dos analistas coletadas pela Gerin também vem convergindo para a trajetória das metas para a inflação. Entre as semanas que antecederam as reuniões de junho e julho, as expectativas para a inflação doze meses à frente caíram de 7,7% para 7,0%, valor este que já coincide com a inflação para os doze meses à frente a partir de julho, segundo a trajetória de metas para a inflação. No mesmo período,

a mediana das expectativas de inflação para 2004 caiu de 7,4% para 6,5%.

25. As projeções de inflação do Banco Central, supondo manutenção da taxa Selic em 26% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,85, apontam para uma inflação acumulada nos próximos doze meses abaixo da trajetória das metas para a inflação. Para 2004, a projeção encontra-se abaixo da nova meta de 5,5%, fixada pelo CMN no final de junho. Durante períodos de desinflação, contudo, espera-se que as taxas de juros nominais caiam gradativamente, e por isso projeções para horizontes relativamente longos baseadas em juros nominais constantes tendem a refletir maior otimismo quanto à trajetória de queda da inflação.

26. O Copom, além disso, permanece atento aos riscos para a concretização de uma trajetória de inflação consistente com a trajetória de metas, no que diz respeito ao grau de persistência inflacionária e à velocidade de queda da inflação. O Copom comparou as previsões fora da amostra para a inflação do segundo trimestre de 2003, obtidas a partir do modelo correntemente utilizado e a partir de outro modelo, que adota maior grau de persistência. Verificou-se que o modelo correntemente utilizado conseguiu prever com maior precisão a inflação do segundo trimestre do ano, o que se constitui em mais um indício de que o grau de persistência inflacionária está convergindo para a sua média histórica.

27. A persistir a tendência recente da inflação, os juros reais deverão convergir no futuro para níveis inferiores aos atuais. A convergência gradativa dos juros em direção aos novos níveis de equilíbrio no médio prazo preservará as conquistas recentes no combate à inflação, compatibilizando-as com os benefícios advindos de uma recuperação sustentada no nível de atividade.

28. Tendo em vista as projeções de inflação relativas aos valores acumulados para os próximos doze meses e para 2004, os números recentes do IPCA e as evidências adicionais de que a persistência inflacionária possa estar retornando aos níveis históricos, o Copom entende que a flexibilização adicional da política monetária neste momento não compromete as conquistas obtidas recentemente no combate à inflação.

29. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade fixar a meta para a taxa Selic em 24,5% a.a.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 19 de agosto de 2003 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

31. De acordo com informações do IBGE, o Índice do Volume de Vendas do comércio varejista do país teve retração de 6,1% em maio, ante igual mês de 2002, e 5,6% no acumulado do ano. O desempenho negativo foi generalizado, atingindo todas as atividades e 25 das 27 Unidades da Federação. Por atividade, o ramo que agrega *hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo* voltou a exercer a principal influência negativa no resultado global do varejo, com queda de 6,3% em maio e de 6,2% no acumulado do ano até maio, comparativamente a idênticos períodos de 2002.

32. As estatísticas da Fecomércio-SP mostraram recuo de 2% nas vendas físicas do comércio varejista na RMSP em junho (dados preliminares), ante as de maio, na série dessazonalizada. Esse resultado decorreu, basicamente, da retração nas vendas de bens de consumo semiduráveis, 6,1%, e do comércio automotivo, 7,3%. Por outro lado, as vendas de bens de consumo duráveis e das lojas de materiais de construção registraram variações positivas no mês. A retração no primeiro semestre atingiu 13,3%, comparativamente a igual período de 2002. As consultas para compras a prazo e com cheques divulgadas pela ACSP mostraram elevação em junho. No ano, esses indicadores mostraram declínios de 3,7% e 1,5%, respectivamente, sinalizando que o consumo continua concentrado em bens de menor valor ou via utilização de cheques pré-datados.

33. A pesquisa mensal da Fecomércio-SP sobre a confiança do consumidor registrou queda de 5% em julho no IIC. A retração do índice geral pode ser explicada, principalmente, pelo declínio de 9% nas

intenções atuais de consumir, pois o recuo nas intenções futuras foi menos intenso, 3%. Registre-se que, mesmo com esse comportamento, o IIC atingiu 104,4, em escala que vai de 0 a 200, mantendo-se, portanto, na faixa de otimismo.

34. Os indicadores de investimento acusaram ligeira recuperação em maio, com acréscimos na produção, na exportação, na importação de bens de capital e na produção de insumos para a construção civil. Contudo, no acumulado do ano, esses indicadores permanecem com resultados negativos, ainda refletindo as dificuldades da conjuntura econômica. A produção de insumos da construção civil acumulou retração de 5,8% no ano. O índice de *quantum* de importação de bens de capital registrou queda de 31,4% no ano até maio, principalmente pela retração nos investimentos nos setores de telecomunicações e de energia elétrica. Também na mesma base de comparação, o volume de financiamentos para investimentos de médio e longo prazos concedidos pelo BNDES continuou inferior àquele do mesmo período do ano passado, com recuo de 33,8%.

35. Em maio, a produção industrial ficou praticamente estável em relação à do mês anterior, com variação de 0,1% após ajuste sazonal. A variação positiva deveu-se ao desempenho da indústria extrativa mineral, com crescimento de 0,7%, tendo em vista que a produção da indústria de transformação ficou estável em maio (-0,02%). No acumulado do ano até maio, a produção industrial cresceu 0,6%.

36. Por categorias de uso, o desempenho favorável no mês pode ser explicado pelo resultado da produção de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis, com crescimento de 1,8% na série dessazonalizada. No entanto, essa categoria vinha apresentando retração desde fevereiro e a variação acumulada no ano é de - 3,8%. Os destaques positivos no mês foram os segmentos de alimentos e bebidas e de carburantes, particularmente a destilação de álcool, influenciada pela safra de cana e pelo aumento do percentual de álcool misturado à gasolina. No caso de bens de capital, mais uma vez a contribuição positiva restringiu-se aos segmentos relacionados com a agricultura, como a produção de tratores e máquinas agrícolas.

37. A produção de bens intermediários recuou pelo quarto mês consecutivo em maio, mas no acumulado do ano é a única categoria com crescimento de 2,2% ante o mesmo período de 2002. Esse comportamento reflete a influência positiva da agroindústria, da extração de petróleo e das exportações no desempenho da produção industrial nos últimos meses.

38. As estatísticas divulgadas pela CNI sobre o desempenho da atividade da indústria de transformação em maio também apontaram arrefecimento, com as vendas reais recuando 1,29%, na série dessazonalizada. Destaque-se, porém, que esse resultado pode estar influenciado em parte pela recente apreciação cambial, que diminui a receita em moeda nacional das exportações. As horas trabalhadas na produção cresceram 0,18% no mês, também na série isenta de influências sazonais. No acumulado do ano até maio, esses dois indicadores registraram variações positivas de 1,53% e de 0,37%, respectivamente. Ainda na série dessazonalizada, o nível de utilização da capacidade industrial instalada atingiu 79,63% em maio, ante o pico recente de 81,59% verificado em outubro de 2002, e na média do ano até maio ficou 0,66% abaixo do observado no mesmo período do ano passado.

39. Ainda segundo a CNI, informações de pesquisa com empresários indicam crescimento dos estoques ao longo do primeiro semestre do ano. O índice de confiança do empresário industrial recuou para 51,9 em julho, menor patamar da série em 2003, influenciado pelo declínio nas expectativas dos empresários e pela pior percepção das condições atuais.

40. No segmento automobilístico, a produção de veículos recuou 2,5% em junho, enquanto as vendas internas cresceram 4,8% e as externas 5,3%, todas séries isentas de sazonalidade. No primeiro semestre de 2003, ante o mesmo período de 2002, a produção aumentou 3%, principalmente pela expansão de 41,9% nas vendas externas, pois as vendas internas recuaram 6,8%.

Mercado de trabalho

41. O índice de emprego formal cresceu 0,15% em maio, ante o de abril, na série dessazonalizada, e 3,2%

no ano até maio, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego. Segundo a PME, a taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 12,8% em maio, ante 12,4% em abril e 11,9% em maio de 2002. Tal incremento na taxa de desocupação é resultante do aumento de 0,9% na PEA, de 0,4% na população ocupada e de 4,2% na desocupada.

42. Ainda segundo a pesquisa do IBGE, o rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas em abril de 2003 ficou 14% abaixo daquele percebido no mesmo mês de 2002. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, a massa salarial real em maio deste ano foi 7,7% inferior à observada no mesmo mês do ano anterior.

Crédito e inadimplência

43. O saldo total das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 0,5% em junho, condicionado pelo aumento dos empréstimos com recursos direcionados, tendo em vista a estabilidade do crédito concedido com recursos livres. Dentre os créditos direcionados, destacou-se a elevação de 3,2% nos financiamentos para a agricultura, devido à demanda sazonal por recursos para o pré-custeio da safra de grãos 2003/2004.

44. O estoque de crédito com recursos livres manteve-se no patamar de R\$214,7 bilhões em junho, revelando estabilidade pelo segundo mês consecutivo. O resultado continuou refletindo a desaceleração da atividade econômica, destacando-se que os ligeiros aumentos das carteiras de pessoas jurídicas com recursos internos e de pessoas físicas foram compensados pelo decréscimo nas operações de pessoas jurídicas referenciadas em moeda estrangeira.

45. A taxa média de juros das operações com recursos livres registrou retração em junho, acompanhando a redução das taxas de juros no mercado futuro. A taxa consolidada diminuiu 1,1 p.p., atingindo 56,7% a.a., principalmente pelo recuo de 2,3 p.p. naquelas praticadas nas operações com pessoas físicas. A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras permaneceu estável em 8,8% em junho.

46. Em relação à inadimplência no comércio, houve nova melhora em junho, sobretudo pela redução de 10,1% no número de novos registros. As estatísticas da ACSP revelaram também que o número de registros cancelados cresceu 10,9% no primeiro semestre de 2003, comparativamente ao contabilizado no mesmo período de 2002, indicando a disposição para renegociação por parte de credores e devedores. Com isso, a taxa de inadimplência atingiu 4,9% em junho e 6,2% na média do primeiro semestre de 2003, comparativamente à de 7,6% no período de janeiro a junho de 2002.

Ambiente externo

47. A atividade econômica global não apresentou melhora significativa nos últimos dois meses, embora as perspectivas para o segundo semestre estejam mais otimistas. As estimativas de crescimento econômico para 2003 continuam menores que as previstas no início do ano.

48. Nos EUA, os últimos indicadores divulgados assinalam clima mais favorável para a economia, porém ainda não corroboram uma recuperação vigorosa. A previsão do *Fed* para o crescimento econômico este ano está no intervalo de 2,5% a 2,7%. A economia européia mantém-se estagnada, mas no Japão as projeções estão mais otimistas, indicando que o crescimento poderá ultrapassar 1%, uma vez que os investimentos fixos e exportações estão se recuperando gradualmente. Na Ásia, a atividade econômica dá sinais de retorno à normalidade após os efeitos negativos da Sars, principalmente na China.

49. O mercado de trabalho nas economias industrializadas continua desaquecido, mantendo as taxas de desemprego em patamares elevados. A confiança dos consumidores permanece hesitante. Já as expectativas de empresários estão em alta nos EUA e em ligeira recuperação na Europa e no Japão.

50. Em junho, a inflação subiu nas principais economias, embora ainda se mantenha em patamares baixos. Na Área do Euro passou de 1,9% em maio para 2% em junho, em termos anuais. No Reino Unido, já se encontra acima da meta. Nos EUA, o índice de preços ao consumidor registrou alta de 0,2% em junho, tendo o núcleo do índice se mantido estável.

Segundo a percepção do *Fed*, o risco de deflação é remoto nos EUA.

51. As taxas de juros continuam em declínio. Após a queda de 50 p.b. na última reunião do BCE, o Banco da Inglaterra e o *Federal Reserve* também reduziram suas taxas, em 25 p.b., para 3,5% a.a. e 1% a.a., respectivamente, nas reuniões realizadas em junho. No Japão, as taxas permanecem nulas desde 1999. No mercado financeiro internacional registrou-se valorização dos títulos dos tesouros norte-americano e japonês, devido à menor preocupação do *Fed* com a deflação e as melhores perspectivas para o nível de atividade no segundo semestre. As principais bolsas de valores mundiais vêm registrando trajetória ascendente desde o fim da guerra do Iraque, destacando-se recentemente a valorização mais expressiva da bolsa de Tóquio com a melhora das perspectivas para a economia japonesa.

Setor externo

52. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,4 bilhões em junho, totalizando US\$10,4 bilhões no primeiro semestre de 2003 e US\$20,9 bilhões nos últimos doze meses. As exportações cresceram 44% em junho e 31,7% no semestre, comparativamente aos valores registrados nos mesmos períodos de 2002. As importações elevaram-se 3,4% e 0,6%, respectivamente, na mesma base de comparação. Em julho, até a terceira semana (quatorze dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$977 milhões, com as médias diárias registrando recuos de 3,1% nas exportações e de 11,8% nas importações, comparativamente aos valores médios diários observados em julho de 2002, sob a influência de paralisações na Receita Federal.

53. Conforme os valores médios diários, as exportações de produtos básicos cresceram 55,9%; as de semimanufaturados, 45,5%; e as de produtos manufaturados, 20,9%, em relação aos valores médios do período homólogo de 2002. Destaque-se que esses aumentos ocorreram, principalmente, pelo acréscimo das quantidades embarcadas e que a ampliação das vendas atinge grande variedade de produtos, indicando maior nível de competitividade e de diversificação da pauta de exportação. Com relação aos mercados compradores, dados acumulados até maio, as

exportações se ampliaram para todas as regiões, salientando-se a China, que se tornou o segundo maior comprador de produtos brasileiros, com crescimento de 229,8%, e a recuperação das exportações para a Argentina, com aumento de 83,2%.

54. No que se refere às importações, a elevação de 1,6% na média diária no primeiro semestre em relação ao mesmo período de 2002 deveu-se, principalmente, aos aumentos de 20,7% nos gastos com combustíveis e lubrificantes e de 7,7% com as compras de matérias-primas e produtos intermediários, sobretudo nafta. As importações de bens de capital, de bens de consumo duráveis e não-duráveis recuaram 14,7%, 2,1% e 11,2%, respectivamente, no mesmo período.

55. As transações correntes foram positivas em US\$479 milhões em junho, comparativamente ao déficit de US\$1,3 bilhão no mesmo mês de 2002. O déficit nas contas de serviços e rendas atingiu US\$2,1 bilhões e as transferências unilaterais foram superavitárias em US\$194 milhões. O resultado em transações correntes, acumulado nos doze meses terminados em junho, alcançou superávit de US\$1,3 bilhão, equivalente a 0,28% do PIB. A conta financeira do balanço de pagamentos registrou ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos de US\$186 milhões e também a captação de US\$1,25 bilhão em bônus da República.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

56. As seguidas divulgações de índices de preços mostrando arrefecimento da pressão inflacionária acarretaram a acentuação da inclinação negativa da curva de juros, principalmente na sua parte curta. Os *spreads* das taxas de um mês e de seis meses em relação à meta para a taxa Selic passaram de -90 e -311 p.b., respectivamente, para -277 e -511 p.b. entre 18 de junho e 22 de julho.

57. Em razão da diminuição da demanda por instrumentos cambiais, a rolagem dos vencimentos de títulos e *swaps* cambiais em julho alcançou 59,7% do principal, tendo sido realizada por meio da contratação de operações de *swap*, com prazos entre 5 e 67 meses (média de 16 meses). As taxas contratadas nessas operações registraram estabilidade em relação ao período anterior.

58. O Tesouro Nacional realizou quatro leilões de LTN, cujas vendas alcançaram R\$8,9 bilhões. O recuo nas projeções de juros futuros e a forte demanda por títulos prefixados permitiram novas reduções das taxas de colocação nos leilões. Foram realizadas também, no período, cinco ofertas de LFT, cujo volume financeiro total alcançou R\$21,7 bilhões. No caso desses títulos, as taxas de colocação mantiveram-se estáveis em relação às observadas no período anterior.

59. As liquidações financeiras realizadas entre 20 de junho e 23 de julho produziram impacto monetário contracionista de R\$1 bilhão, explicado principalmente pela colocação líquida de R\$8,9 bilhões em LTN, parcialmente compensada pelos

resgates líquidos de R\$4,9 bilhões em títulos cambiais e de R\$1,7 bilhão em LFT.

60. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central realizou semanalmente operações compromissadas com prazo de duas semanas e manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. Em conjunto, essas operações retiraram do mercado de reservas bancárias o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$49,0 bilhões no período.

61. Em junho, a parcela cambial da dívida pública mobiliária interna decresceu de 30,7% para 29,1%, devido principalmente à apreciação do real e à rolagem menor dos *swaps* cambiais.

Notas da 87ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/8/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/8) e do 20º andar (20/8) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h10 (19/8) e 12h (20/8)

Horário de término: 18h30 (19/8) e 14h (20/8)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilaqua

Antônio Gustavo Matos do Vale

Beny Parnes

João Antônio Fleury Teixeira

Luiz Augusto de Oliveira Candiota

Paulo Sérgio Cavalheiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento

(todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

José Antonio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 20)
Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 19)

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

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

Evolução recente da inflação

1. As taxas de inflação de julho mostraram a ausência de pressões altistas e ratificaram o processo de convergência da trajetória dos índices de preços em relação às taxas estabelecidas pelo regime de

metas. Os preços no atacado registraram variação negativa pelo terceiro mês consecutivo, embora com menor intensidade que no mês anterior. Os índices de preços ao consumidor tiveram incremento discreto, como resultado de reajustes pontuais em itens administrados específicos.

2. O IPCA variou 0,2% em julho, ante -0,15% no mês anterior, acumulando 6,85% no ano e 15,43% em doze meses. O IGP-DI apresentou queda de 0,2% no mês, ante queda de 0,7% em junho, refletindo o aumento da taxa do IPC-Br (0,34% ante -0,16%), e o recuo menos intenso do IPA (-0,59% ante -1,16%). As variações do IGP-DI e do IPA-DI, acumuladas em doze meses findos em julho, recuaram pelo quarto mês consecutivo, atingindo 24,14% e 29,12%, respectivamente.

3. O IPCA seguiu registrando desaceleração nos preços livres (de 0,2% em junho para -0,01% em julho) decorrente, sobretudo, da queda mais intensa nos preços dos alimentos. O segmento de preços monitorados acusou aumento de 0,73% em julho, ante redução de 1,02% no mês anterior, contribuindo com 0,21 p.p. para o resultado do IPCA no período. A elevação de 9% na tarifa de telefone fixo, com abrangência nacional, foi a principal responsável pelo crescimento dos preços monitorados. Registre-se, adicionalmente, o aumento de 2,1% no item energia elétrica, com destaque para o aumento observado em São Paulo. Os preços da gasolina e do álcool voltaram a recuar em julho, -2,7% e -10,3%, respectivamente, contribuindo, em conjunto, com -0,23 p.p. para a variação do IPCA.

4. No segmento atacadista, observou-se variação negativa dos preços pelo terceiro mês consecutivo. O resultado decorreu, mais uma vez, dos recuos tanto nos preços agrícolas como nos industriais. Ressalte-se, contudo, que as taxas negativas foram menores em valores absolutos, tendo a variação do IPA-agrícola passado de -1,04% em junho para -0,42% em julho e a do IPA-industrial de -1,21% para -0,66%, no mesmo período.

5. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, variou 0,37% em julho, ante 0,52% em junho. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 10,83%, recuando pela primeira vez neste ano.

6. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, alcançou 0,65% em julho, comparativamente a 0,87% em junho. A variação acumulada nos últimos doze meses elevou-se para 12,67%, ainda refletindo os efeitos da alta nos preços no segundo semestre de 2002. A mesma medida, quando calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, assinala taxas de 0,40% e 11,71%, no mês e em doze meses, respectivamente.

7. O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-BR), calculado pela FGV, pelo método das médias aparadas simétricas, registrou 0,53% em julho, acumulando alta de 12,65% nos últimos doze meses até julho.

8. Os índices de inflação seguirão indicando relativa estabilidade dos preços em agosto, a despeito de pressões localizadas que ora se delineiam. A trajetória dos preços da alimentação deve mostrar-se menos favorável devido, principalmente, à elevação dos preços da carne bovina e à atenuação das quedas dos preços do feijão, dos alimentos *in natura* e dos derivados da soja. Entre os monitorados, deixam de contribuir as taxas negativas do item gasolina, com maior repercussão nos índices de preços no atacado, e pesa o impacto dos reajustes das tarifas de energia elétrica em Belém (7/ago) e em São Paulo (4/jul). Por outro lado, os efeitos dos reajustes da telefonia, mantendo-se o reajuste concedido, esgotam-se ao longo de agosto.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. Houve revisão das projeções dos reajustes para a gasolina em 2003. As novas projeções para todo o ano acumulam 4,9%, um aumento significativo se comparado ao 0,1% projetado em julho. Esse aumento decorre da depreciação cambial ocorrida desde a reunião de julho do Copom e, principalmente, do aumento do preço internacional do petróleo. Não houve alteração da projeção para a evolução do

preço do GLP até o final do ano. Entretanto, tendo em vista o que ocorreu em julho, as projeções para reajuste do preço do gás de botijão em todo 2003 aumentaram de 2,3% para 5,8%;

b. Em relação às tarifas de energia elétrica residencial, a projeção de reajuste para 2003 elevou-se de 21,0% para 22,3%. As projeções do último Copom para os reajustes das tarifas de telefonia fixa em 2003 foram mantidas em 25,5%, embora com nova distribuição ao longo do ano. Em função das liminares contra o reajuste das tarifas telefônicas, esse item registrou um valor abaixo do previsto em julho. O Copom trabalhou com a hipótese de que a diferença entre o reajuste projetado e o ocorrido em julho será compensada até o final do ano;

c. Para os itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 28,5% no IPCA de julho, projeta-se uma inflação de 14,0% em 2003, 0,9 p.p. a mais do que o projetado no mês anterior. O aumento das projeções dos reajustes de derivados de petróleo (gasolina e gás de botijão) e das tarifas de energia elétrica residencial foram as principais causas para a elevação das projeções de administrados para 2003;

d. Para os reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados em 2004, o Copom continua utilizando o modelo de determinação endógena de preços administrados mencionado nas *Notas* de julho. A partir desse modelo, onde são considerados componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e IGP, a projeção de administrados em 2004 foi reduzida em 0,9 p.p., atingindo 8,7%;

e. A projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR utilizando as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, encontra-se em -260 p.b. no terceiro trimestre de 2003 e se eleva gradualmente até atingir 50 p.b no final de 2004.

10. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

11. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 24,5% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$3,00), as projeções de inflação estão acima da meta ajustada de 8,5% para 2003 e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação de política monetária

12. O comportamento da inflação em julho constituiu-se em mais uma sólida evidência de que a política monetária está sendo capaz de garantir a convergência da taxa de inflação para a trajetória das metas. Essa percepção baseia-se não somente na taxa observada de 0,20% para o IPCA em julho, como também na queda rápida e persistente das expectativas de inflação, na estabilidade da taxa de câmbio e na evolução favorável da inflação medida pelos demais índices de preços, tanto ao consumidor como no atacado. Dessa forma, pode-se atribuir à política monetária – dentro de um quadro geral de políticas macroeconômicas consistentes – a redução significativa da probabilidade de que a inflação adquirisse um elevado grau de persistência e se acomodasse em patamares mais elevados após o repique inflacionário ocorrido no final de 2002.

13. O aumento da inflação do IPCA entre junho e julho, de -0,15% para 0,20%, pode ser atribuído exclusivamente à maior inflação dos preços administrados por contrato e monitorados, que subiu de -1,02% para 0,73% no período. Deve-se destacar que a maior inflação dos preços administrados em julho já era prevista, em função da concentração de reajustes de tarifas de energia elétrica e de telefonia fixa no período. A inflação dos itens comercializáveis vem caindo significativamente nos últimos dois meses – de 0,95% em maio para 0,38% em junho e -0,06% em julho – respondendo, com alguma defasagem, à apreciação cambial que ocorreu no segundo trimestre do ano. Já a inflação dos itens não comercializáveis foi próxima a zero pelo terceiro mês consecutivo. Como resultado, a inflação dos preços livres, que corresponde à soma ponderada das inflações dos itens comercializáveis e não comercializáveis, vem caindo continuamente desde março e foi nula em julho. Houve também queda adicional na proporção de itens do IPCA que tiveram reajustes positivos, de 60,4% em junho para 57,2% em julho, o menor valor da série desde maio de 2001.

14. A mudança na dinâmica da inflação é captada também pelo comportamento dos núcleos e dos índices no atacado. Os núcleos do IPCA calculados pelo método de médias aparadas com suavização e pelo método de exclusão de preços administrados caíram pelo quarto mês consecutivo.

15. Houve deflação dos preços no atacado pelo terceiro mês consecutivo, embora os resultados de julho mostrem uma deflação menos acentuada. Esse comportamento foi observado tanto para os preços de produtos industriais como para os preços agrícolas. Levando-se em consideração que os impactos positivos da safra agrícola sobre os preços estão quase esgotados e que a taxa de câmbio manteve-se praticamente estável em julho, a deflação ocorrida no mês pode ser atribuída aos efeitos defasados da apreciação cambial ocorrida desde março deste ano, ainda em um contexto de desaceleração da atividade econômica. Apesar da pequena depreciação cambial ocorrida desde a reunião do Copom de julho, ainda há espaço para que a deflação dos preços no atacado contribua para a manutenção da inflação ao consumidor em patamares baixos, notadamente no caso dos produtos comercializáveis, mesmo em um contexto de retomada da atividade econômica.

16. O câmbio depreciou-se desde a reunião do Copom de julho, com a cotação do dólar norte-americano passando de valores entre R\$2,80 e R\$2,90, para cerca de R\$3,00 nas semanas que antecederam a reunião de agosto. O risco Brasil medido pelo Embi+ flutuou no período, partindo de valores próximos a 730 p.b. e aproximando-se de 900 p.b. no início de agosto, em função do movimento de rápida elevação nas taxas de juros de longo prazo da economia norte-americana e de uma maior volatilidade no cenário doméstico durante as últimas semanas de julho. O indicador retrocedeu para valores próximos a 750 p.b. na véspera da reunião do Copom de agosto. As contas externas brasileiras continuam apresentando resultados positivos, com níveis recordes no saldo da balança comercial em função do crescimento das exportações, obtenção de pequeno superávit no saldo em transações correntes e rápida recuperação das taxas de rolagem dos empréstimos externos. Além disso, o impacto potencialmente negativo no curtíssimo prazo do aumento dos juros longos nos Estados Unidos provavelmente será

compensado pelos efeitos positivos do crescimento mais rápido da economia norte-americana sobre a economia mundial no médio prazo.

17. Com a depreciação cambial ocorrida desde a reunião do Copom de julho, o nível corrente da taxa de câmbio equivale ao valor médio observado no segundo trimestre do ano. Adicionalmente, de acordo com simulações feitas pelo Banco Central, a apreciação cambial ocorrida durante o primeiro semestre de 2003 não foi ainda totalmente incorporada aos preços. Dessa forma, não se espera que a depreciação recente da taxa de câmbio venha a se constituir em uma fonte de pressão inflacionária.

18. O nível de atividade continuou caindo no fim do segundo trimestre. A queda da produção industrial em junho acelerou-se além das previsões anteriores. As vendas no comércio varejista permaneceram em queda e o nível dos estoques na indústria ficou acima do desejado. A utilização da capacidade instalada na indústria de transformação está estabilizada em cerca de 80% e a taxa de desocupação mantém-se em patamares elevados, em torno de 13%. De forma geral, não se trata propriamente de um quadro recessivo na atividade econômica, uma vez que a desaceleração não é generalizada, e algumas atividades importantes, como agricultura e setores ligados à exportação, vêm apresentando elevadas taxas de crescimento.

19. As perspectivas para o desempenho da economia no segundo semestre deste ano são melhores do que para o primeiro semestre. A atividade econômica, particularmente no último trimestre de 2003, deverá se beneficiar dos efeitos dos cortes na taxa de juros básica nas últimas três reuniões do Copom e da redução recente no recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. O aumento dos rendimentos reais, que deverá ocorrer com a queda da inflação, será um fator importante para a sustentação da retomada da atividade econômica. Tendo em vista o comportamento da economia no segundo trimestre, entretanto, o crescimento ao longo do segundo semestre se dará a partir de uma base de comparação mais deprimida do que se antecipava por ocasião da reunião de julho do Copom, contando assim com ampla margem de capacidade instalada. Isso permitirá que a recuperação ocorra de forma

balanceada, com retomada do consumo e investimento e sem geração de pressões inflacionárias significativas.

20. As projeções de inflação do Banco Central, supondo a manutenção da taxa Selic em 24,5% a.a. e da taxa de câmbio em R\$3,00, apontam para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5% em 2003. Não houve alteração significativa na projeção de inflação para 2003, uma vez que o resultado de julho, abaixo do esperado, foi compensado pela maior projeção para preços administrados até o final do ano. Dessa forma, a trajetória da inflação projetada permanece compatível com aquela apresentada na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao ministro da Fazenda em 21.1.2003.

21. As projeções de inflação do Banco Central para os próximos doze meses e para 2004, ainda supondo constantes a taxa de câmbio e a taxa Selic, apontam para valores abaixo da trajetória das metas. O impacto da queda na taxa de juros e da depreciação cambial ocorrida no último mês foi compensado pela menor projeção de reajuste para os preços administrados no próximo ano e pela redução expressiva das expectativas de inflação.

22. A mediana das expectativas de inflação dos analistas de mercado coletadas pela Gerin também vem apresentando comportamento favorável. Para 2003, as expectativas de mercado caíram de 10,6% para 9,7%. Em relação às expectativas para a inflação acumulada doze meses à frente, houve redução de 7,0% para 6,4% entre as semanas que antecederam as reuniões de julho e agosto, dando prosseguimento à tendência de queda que já havia sido observada entre as semanas que antecederam as reuniões de junho e julho. Com essa queda, a expectativa de inflação para os próximos doze meses está abaixo de 6,75%, valor que corresponde à inflação para o período de doze meses que se encerra em julho de 2004 segundo a trajetória das metas. Finalmente, para 2004, as expectativas de mercado caíram de 6,5% para 6,2%, aproximando-se ainda mais da meta de 5,5% para o ano.

23. Assim como em meses anteriores, com o objetivo de avaliar o grau de persistência da inflação, o Copom comparou as previsões fora da amostra para a inflação ocorrida em julho, obtidas a partir

do modelo correntemente utilizado e a partir de outro modelo, que adota maior grau de persistência. O desempenho do modelo correntemente utilizado foi superior, o que reforça novamente a percepção de que o grau de inércia esteja convergindo para a sua média histórica.

24. A política monetária deve ser calibrada de forma que a trajetória da inflação convirja para a trajetória das metas. No médio prazo, há uma estrutura a termo de taxas de juros reais na economia que é consistente com esse objetivo. Em períodos de transição, como o atual, cabe à autoridade monetária estabelecer uma trajetória para a taxa de juros básica que permita a convergência gradativa da estrutura de taxas de juros reais para aquela que vigorará a médio prazo, de forma a garantir que a inflação se aproxime das metas com a menor volatilidade possível no produto. À medida que se obtêm evidências de que a trajetória da inflação está se tornando mais próxima da trajetória de metas, é natural que diminua a distância entre as taxas de juros reais prevalecentes para diferentes maturidades e seus valores de equilíbrio no médio prazo.

25. Levando em conta a evolução recente da inflação e as perspectivas para a sua trajetória futura, bem como a melhora significativa no cenário fiscal de médio e longo prazos proporcionada pelo rápido andamento das reformas, o Copom entendeu ser adequado avançar no processo de flexibilização da política monetária, promovendo neste momento um ajuste na taxa de juros básica de forma a posicioná-la numa trajetória consistente com a estratégia de convergência gradativa da estrutura de taxas de juros reais da economia para a sua posição de equilíbrio, com o objetivo já mencionado de garantir a convergência da inflação para a trajetória das metas.

26. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade fixar a meta para a taxa Selic em 22% a.a.

27. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de setembro de 2003 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

28. O Índice do Volume de Vendas do comércio varejista do país registrou queda de 5,4% em junho, ante igual mês do ano anterior, acumulando retração de 5,6% no ano, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O ramo que agrega hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo continuou destacando-se entre as variações negativas observadas em todas as atividades, com decréscimo de 8,3% em junho, comparado ao nível observado no mesmo mês de 2002, e de 6,6% no acumulado do ano.

29. As estatísticas da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomércio-SP) mostraram redução de 4,2% nas vendas físicas do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo em julho (dados preliminares), relativamente a junho, com dados dessazonalizados. Apenas as vendas de bens de consumo semiduráveis apresentaram crescimento no mês, de 1,2%. No ano, até julho, a queda nas vendas atingiu 13,9%, comparativamente ao nível observado de janeiro a julho de 2002. As consultas para compras a prazo e com cheques, divulgadas pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), indicaram manutenção da atividade comercial em julho em patamar relativamente baixo.

30. A confiança do consumidor manteve-se praticamente estável em agosto, com o Índice de Intenções do Consumidor (IIC) atingindo 104,5, de acordo com pesquisa mensal da Fecomércio-SP. A manutenção do IIC refletiu crescimento de 1,7% nas intenções atuais, compensado por pequeno decréscimo nas intenções futuras, de 0,7%. Destaque-se que a recuperação das intenções atuais, revertendo parte da queda observada no mês anterior, permitiu que o IIC se mantivesse na faixa de otimismo, acima de 100, em escala que varia de 0 a 200.

31. Os indicadores de investimento em junho mostraram recuos generalizados, acentuando o desempenho negativo observado ao longo deste ano. A maior retração verificada no mês adveio da

produção de bens de capital, de -6,2%, a partir de dados dessazonalizados. A produção de insumos da construção civil e o índice de quantum de importação de bens de capital registraram declínios respectivos de 1,7% e 0,5% em junho. Também refletindo a conjuntura econômica desfavorável em relação ao investimento, o volume de financiamentos para investimentos de médio e longo prazos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) apresentou decréscimo de 16,8% no acumulado do ano até junho, comparativamente ao do mesmo período do ano passado.

32. A produção industrial brasileira apresentou declínio acentuado em junho, com variação de -2,6% em relação à do mês anterior, na série dessazonalizada. Esse resultado decorreu das quedas verificadas na indústria extrativa mineral, de 9,3%, e na indústria de transformação, de 1,9%. Com esse resultado, a atividade fabril encerrou o primeiro semestre de 2003 praticamente estagnada (+0,1%), comparativamente ao mesmo período do ano anterior. Os ramos industriais voltados para o mercado doméstico foram os que apresentaram piores desempenhos, com destaque para as quedas verificadas nos setores farmacêutico (-16,2%), vestuário e calçados (-14,8%), têxtil (-8,5%) e material elétrico e de comunicações (-6,9%). Entre as categorias de uso, o segmento de bens de consumo duráveis foi o destaque positivo no resultado de julho, apresentando crescimento de 0,9%, com ajuste sazonal. Todas as outras categorias tiveram desempenho negativo: bens de capital (-6,2%); bens intermediários (-2,4%); e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-1,7%).

33. As estatísticas divulgadas pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) referentes à evolução da indústria de transformação em junho apontaram mais uma vez arrefecimento da atividade industrial. As vendas reais e as horas trabalhadas recuaram, respectivamente, 1,2% e 0,5%, considerando os dados dessazonalizados. As seguidas retrações das vendas industriais têm gerado acúmulo indesejado de estoques na indústria, verificado por pesquisa trimestral da CNI. De fato, o indicador de estoque de produtos finais alcançou 54,2 pontos (valores acima de 50 pontos indicam estoques acima do planejado) no segundo trimestre de 2003, recorde da série iniciada no segundo trimestre de 1998.

34. No segmento automobilístico, a produção e as vendas de veículos registraram recuperação em julho. A produção e as vendas externas acusaram incrementos respectivos de 4,4% e 0,8%, na série com ajuste sazonal. O crescimento das vendas internas foi mais expressivo, de 9,8%, possibilitando maior escoamento das unidades em estoque.

Mercado de trabalho

35. O índice de emprego formal registrou crescimento mensal de 0,2% em junho, na série dessazonalizada, e 3,2% no primeiro semestre, relativamente ao mesmo período de 2002, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego.

36. Segundo a nova metodologia da Pesquisa Mensal do Emprego, a taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 13% em junho, ante a de 12,8% em maio, principalmente pela expansão de 0,26% na População Economicamente Ativa (PEA). O número de pessoas ocupadas cresceu 0,11% no mesmo período.

37. Ainda segundo a pesquisa do IBGE, o rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas, em maio de 2003, ficou 13,7% abaixo daquele percebido em igual mês de 2002. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, a massa salarial real em junho deste ano foi 6,7% inferior à observada no mesmo mês do ano anterior.

Crédito e inadimplência

38. O total das operações de crédito com recursos livres recuou 0,8% em julho, situando-se em R\$213 bilhões. Esse resultado foi condicionado pelas reduções de 1,9% e 1%, respectivamente, nos saldos dos empréstimos para pessoa jurídica com recursos internos e com recursos externos, já que os empréstimos para pessoa física apresentaram incremento de 0,3% no mês. As carteiras de crédito pessoal e aquisição de veículos foram as que tiveram melhor desempenho nas operações com pessoas físicas.

39. A taxa média de juros das operações com recursos livres registrou nova queda em julho, de 1,8 p.p, influenciada pelas diminuições na taxa Selic. A

redução foi mais significativa nas operações prefixadas direcionadas às pessoas físicas (-3,5%). A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras permaneceu estável em 8,8% pelo quarto mês consecutivo.

40. Em relação à inadimplência no comércio, houve pequena ampliação em julho, porém mantendo-se ainda em nível reduzido relativamente ao mesmo período de 2002. As estatísticas da ACSP revelaram que o número de registros cancelados cresceu 20,8% no mês, ante o do mês anterior, indicando a disposição dos consumidores de direcionar recursos para a quitação de dívidas. Assim, a taxa de inadimplência alcançou 5,2% em julho, com incremento em relação à de 4,9% de junho, mas com queda em comparação à de 7,2% de julho de 2002.

Ambiente externo

41. Nos Estados Unidos (EUA), os últimos indicadores econômicos vêm surpreendendo positivamente, trazendo fortes evidências de que a recuperação está em curso. O PIB anualizado e dessazonalizado expandiu-se 2,4% no segundo trimestre de 2003, com crescimento de 3,3% para o consumo, 1,3% para o investimento privado bruto e 7,5% para os gastos do governo. As vendas no varejo registraram alta de 1,4% e a produção industrial expandiu-se 0,5% em julho. A taxa de desemprego reduziu-se de 6,4% em junho para 6,2% em julho, e o número de pedidos de auxílio-desemprego voltou a ficar abaixo de 400 mil, indicando possível reaquecimento do mercado de trabalho.

42. No Japão também há um clima mais otimista quanto ao crescimento da economia este ano. No segundo trimestre, o PIB registrou crescimento anualizado de 2,3%, acima das expectativas. Já a economia européia manteve-se estagnada, com crescimento nulo no segundo trimestre. As economias alemã e italiana já apresentaram dois trimestres seguidos de variação negativa no produto. Há riscos de que a contração européia seja ainda mais severa pelos efeitos ainda não dimensionados do calor intenso que assola a região, com impactos negativos sobre a oferta de energia e a produção agrícola, e afetando os índices de inflação.

43. O fraco desempenho das economias industrializadas está afetando novamente o comércio internacional em 2003, levando a OMC a rever para menos de 3% o crescimento do comércio mundial este ano. No entanto, a recuperação nos preços de algumas *commodities* agrícolas e o crescimento do comércio entre países em desenvolvimento do hemisfério sul estão garantindo melhor desempenho comercial dos países em desenvolvimento.

44. As expectativas empresariais sinalizam recuperação nos EUA e Japão, enquanto prevalece o pessimismo na Europa. Nos EUA, os índices do *Institute for Supply Management* (ISM) sinalizam forte recuperação do setor de serviços e a manutenção do índice que mede a atividade da indústria acima da faixa de 50 pontos significa expansão do segmento. No âmbito dos consumidores, em julho houve recuo da confiança dos norte-americanos e ligeira melhora no ânimo dos europeus e japoneses.

45. Em julho, a inflação subiu nas principais economias, embora ainda se mantenha em patamares baixos, se os bancos centrais não alterarem as taxas básicas de juros. No mercado financeiro internacional registrou-se nova elevação nos rendimentos dos títulos do tesouro norte-americano devido aos menores riscos de deflação e às melhores perspectivas para o nível de atividade no segundo semestre. As principais bolsas de valores mundiais vêm registrando trajetória ascendente desde o fim da guerra do Iraque. O ajuste patrimonial das grandes corporações norte-americanas e européias, visando à diminuição do risco de *default* no curto prazo e o aumento da liquidez, tem favorecido a queda dos *spreads*, beneficiando tanto títulos corporativos quanto soberanos.

Comércio exterior

46. A balança comercial teve um superávit de US\$2,1 bilhões em julho, totalizando US\$12,5 bilhões no ano e US\$21,8 bilhões nos últimos doze meses, mais uma vez registrando níveis recordes. No ano até julho, as exportações cresceram 25% e as importações recuaram 3%, comparativamente aos valores registrados no mesmo período de 2002. Em julho, a média diária de exportações recuou 9,6% ante a do mês anterior e 1,9% em relação à de julho de

2002. As importações subiram 0,1% e decresceram 19,4%, respectivamente, em relação às mesmas bases de comparação. Em agosto, até a terceira semana (11 dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$1 bilhão, registrando-se recuos de 1,1% nas exportações e de 13,6% nas importações, comparativamente aos valores médios observados em agosto de 2002.

47. Em julho, as exportações de manufaturados alcançaram US\$3,4 bilhões e as de produtos semimanufaturados, US\$981 milhões, registrando valores recordes para meses de julho. As vendas de produtos básicos atingiram US\$1,7 bilhão, constituindo-se no segundo maior valor movimentado em meses de julho, ficando abaixo somente de julho de 2002. No acumulado do ano, o valor das exportações das três categorias de produtos registrou recordes históricos para o período e, pela média diária, as exportações de produtos semimanufaturados cresceram 37,1%, as de básicos 36,9% e as de manufaturados 20,5%, comparativamente às observadas no mesmo período de 2002. As vendas no período de janeiro a julho se ampliaram para todas as regiões, destacando-se os acréscimos de 152,7% nas exportações para a China e de 87,7% para a Argentina, além do crescimento de 15,1% no valor dos embarques para os Estados Unidos.

48. No que se refere às importações, a redução de 2,4% na média diária no período de janeiro a julho deveu-se à contração das importações de bens de capital e de bens de consumo, com variações negativas de 19,4% e de 9,4%, respectivamente. Ocorreram aumentos de 11,3% nos gastos com combustíveis e lubrificantes e de 5,1% nas compras de matérias-primas e produtos intermediários, sobretudo nafta.

49. As transações correntes atingiram superávit de US\$744 milhões em julho, comparativamente ao déficit de US\$548 milhões no mesmo mês do ano anterior. O déficit nas contas de serviços e rendas atingiu US\$1,7 bilhão e as transferências unilaterais foram superavitárias em US\$417 milhões. O resultado em transações correntes, acumulado nos doze meses terminados em julho, alcançou superávit de US\$2,6 bilhões, equivalente a 0,57% do PIB. A conta financeira do balanço de pagamentos registrou ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos

de US\$1,2 bilhão. O resultado global do balanço de pagamentos foi positivo em US\$112 milhões. As reservas internacionais situaram-se em US\$47,6 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, em US\$14,4 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

50. A tendência de declínio das taxas de inflação e a divulgação de vários indicadores que apontavam para a desaceleração do nível de atividade econômica reforçaram a expectativa dos participantes de mercado quanto à continuidade da política de redução da meta para a taxa Selic. Por outro lado, o aumento da taxa de retorno dos títulos norte-americanos e a conseqüente desvalorização dos títulos externos brasileiros determinaram a elevação da parte longa da curva. Dessa forma, diminuiu a inclinação negativa da curva de juros: o *spread* das taxas e de um ano em relação à meta para a taxa Selic passou de -547 p.b. para -347 p.b., entre os dias 23 de julho e 19 de agosto.

51. Devido à menor demanda por *hedge* cambial, as duas rolagens de vencimentos de títulos e de *swaps* cambiais ocorridas desde a última reunião do Copom alcançaram 39,7% do principal, o menor percentual do ano, tendo sido realizadas por meio da contratação de operações de *swap* de prazo entre 4 e 30 meses (média de 9 meses). Na primeira rolagem, as taxas contratadas caíram em relação ao evento precedente, voltando a subir na segunda rolagem em razão da elevação da curva de cupom cambial,

provocada, principalmente, pelo mencionado aumento da taxa de retorno dos títulos norte-americanos.

52. O Tesouro Nacional realizou quatro leilões de LTN, que totalizaram vendas de R\$8,3 bilhões, incluída a colocação, em oferta firme, de título com vencimento em janeiro de 2005. A maior volatilidade dos juros futuros no período provocou aumento das taxas de colocação desses títulos. Realizaram-se, também, duas ofertas de LFT, cujo volume financeiro alcançou R\$6,9 bilhões.

53. As liquidações financeiras realizadas entre 24 de julho e 20 de agosto produziram impacto monetário expansionista de R\$1,4 bilhão, explicado, principalmente, pelo resgate líquido de R\$7,2 bilhões em LFT e de R\$2,5 bilhões em títulos cambiais, parcialmente compensados por colocações líquidas de R\$8,3 bilhões em LTN.

54. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central realizou semanalmente operações compromissadas com prazo de duas semanas e manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. Em conjunto, essas operações retiraram do mercado de reservas bancárias o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$48,7 bilhões no período.

55. Em julho, a dívida pública mobiliária interna cresceu 3,1%, tendo sua parcela vinculada à variação cambial sido reduzida de 29,1% para 28,5%, em conseqüência, principalmente, da rolagem parcial dos vencimentos cambiais.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Medida Provisória 121, de 25.6.2003 – Autorizou o Banco do Brasil S.A. a criar subsidiárias integrais com o objetivo de atuação no segmento de microfinanças e consórcios. Nesse sentido, foi criado um banco múltiplo, com a finalidade de atuação especializada em microcrédito destinado à população de baixa renda, com ou sem comprovação de renda. Com o intuito de facilitar o acesso a bens duráveis e de consumo, foi permitido também o funcionamento de uma administradora de consórcios.

Medida Provisória 122, de 25.6.2003 – Dispôs que os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial, a Caixa Econômica Federal, bem como as cooperativas de crédito, inclusive com livre admissão de associados, manterão parcela da captação de depósitos à vista aplicada em operações de crédito destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores, com a cobrança de taxas de juros efetivas limitadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Resolução 3.086, de 25.6.2003 – Autorizou, com o objetivo de estimular a modernização do setor agropecuário, a disponibilização de recursos até o montante de R\$2 bilhões, no âmbito do Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras (Moderfrota), a serem aplicados no período de 1º de julho de 2003 a 30 de junho de 2004. Nesse sentido, foram mantidas as taxas efetivas de juros de 9,75% a.a. para o grupo de beneficiários com renda bruta anual inferior a R\$150 mil, e de 12,75% a.a. para aquele com renda igual ou superior a R\$150 mil.

Resolução 3.087, de 25.6.2003 – Estabeleceu, com intuito de incrementar a competitividade do complexo

agroindustrial das cooperativas nacionais, volume de recursos de até R\$450, milhões, a serem aplicados no período de 1º de julho de 2003 a 30 de junho de 2004, sob o amparo do Programa de Desenvolvimento Cooperativo para Agregação de Valor à Produção Agropecuária (Prodecoop), mantendo-se o limite de R\$20 milhões por cooperativa e taxa efetiva de juros de 10,75% a.a.

Resolução 3.088, de 25.6.2003 – Autorizou, com vistas à modernização da pecuária leiteira, recursos de até R\$100 milhões, a serem utilizados no período de 1º de julho de 2003 a 30 de junho de 2004, no âmbito do Programa de Incentivo à Mecanização, ao Resfriamento e ao Transporte Granelizado da Produção de Leite (Proleite). Assinale-se que o limite de crédito por produtor foi fixado em R\$80 mil, com encargos financeiros de 8,75% a.a.

Resolução 3.089, de 25.6.2003 – Determinou em até R\$50 milhões o montante de recursos para o Programa de Plantio Comercial de Florestas (Propflora), a serem utilizados no período de 1º de julho de 2003 a 30 de junho de 2004, permanecendo o limite de R\$150 mil por beneficiário e taxa efetiva de juros de 8,75% a.a.

Resolução 3.092, de 25.6.2003 – Instituiu o Programa de Incentivo à Irrigação e à Armazenagem (Moderinfra), que abrange, a partir de 1º de julho de 2003, os programas existentes relacionados à irrigação e à armazenagem. Até 30 de junho de 2004, serão disponibilizados R\$500 milhões, ampliando o limite de crédito individual de até R\$250 mil, para R\$400 mil, mantida a taxa efetiva de juros de 8,75% a.a.

Resolução 3.093, de 25.6.2003 – Instituiu o Programa de Modernização da Agricultura e Conservação de Recursos Naturais (Moderagro), resultante da unificação dos Programas de Incentivo ao Uso de Corretivos de Solos (Prosolo), Nacional de Recuperação de Pastagens Degradadas (Propasto) e de Sistematização de Várzeas (Sisvárzea). Foram disponibilizados R\$600 milhões, a serem utilizados no período de 1º de julho de 2003 a 30 de junho de 2004, com limite de R\$200 mil por beneficiário e taxa efetiva de juros de 8,75% a.a.

Resolução 3.094, de 25.6.2003 – Instituiu o Programa de Desenvolvimento do Agronegócio (Prodeagro), resultante da unificação dos programas relacionados à floricultura, ovinocaprinocultura, apicultura e aquíicultura, além de estender os seus benefícios para as culturas de aves, suínos e de seda. De 1º de julho de 2003 até 30 de

junho de 2004 serão disponibilizados R\$60 milhões, ampliando o limite de crédito individual de até R\$20 mil, para R\$150 mil, mantida a taxa efetiva de juros de 8,75%.

Resolução 3.095, de 25.6.2003 – Instituiu o Programa de Desenvolvimento da Fruticultura (Prodefruta), que passou a contemplar, a partir de 1º de julho de 2003, os programas relacionados ao cacau, ao vinho, ao caju e à fruticultura de modo geral. Até 30 de junho de 2004, serão disponibilizados R\$240 milhões, ampliando o limite de crédito individual de até R\$40 mil, para R\$200 mil, mantida a taxa efetiva de juros de 8,75%.

Resolução 3.103, de 25.6.2003 – Dispôs sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança rural. Com relação ao cumprimento da exigibilidade de direcionamento dos depósitos de poupança rural, foi autorizada a aquisição de Cédulas de Produto Rural (CPR), diretamente de seu emitente. As CPR poderão ser computadas no cálculo do direcionamento mínimo de 40% dos depósitos em operações com o setor rural. Permanece a regra de aplicação de 20% dos depósitos de poupança rural em encaixe obrigatório no Banco Central. Além disso, foi concedido prazo para cumprimento da deficiência das aplicações verificada no período de 1º de setembro de 2002 a 31 de agosto de 2003, que poderá ser cumprida no período de 1º de setembro de 2003 a 31 de agosto de 2004.

Resolução 3.104, de 25.6.2003 – Facultou aos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e à Caixa Econômica Federal a abertura de contas especiais de depósitos à vista. Essas contas somente podem ser abertas para pessoas físicas que não sejam titulares de outra conta de depósitos à vista, observando-se as seguintes restrições: não-movimentação por cheques, admitindo, em caráter excepcional, o uso de cheque avulso; saldo limitado, a qualquer tempo, a R\$1.000,00, bem como somatório mensal de depósitos não superior a esse mesmo valor. Entre as informações necessárias à abertura dessas contas, não será solicitado comprovante de renda. Além disso, é vedada às instituições financeiras a cobrança de remuneração pela abertura ou manutenção dessas contas, exceto na hipótese de ocorrer número de saques, depósitos e fornecimento de extratos superiores a quatro por mês, bem como havendo o fornecimento de folha de cheque avulso ou de recibo destinado à realização de saques.

Resolução 3.105, de 25.6.2003 – Concedeu prazo ao BNDES para enquadramento no limite de aplicação de recursos no ativo permanente. A concessão decorre da

determinação de não se incluir, na apuração do referido limite, as ações adquiridas pelo BNDES em programas instituídos por lei federal ou na execução de garantias de operações de crédito, pelo prazo de três anos a partir de 1º de julho de 2003.

Resolução 3.106, de 25.6.2003 – Alterou o regulamento que disciplina a constituição, autorização para funcionamento e alterações estatutárias das cooperativas de crédito. A principal alteração se refere à possibilidade da livre admissão de associados, seja na autorização de novas cooperativas, ou na alteração societária daquelas em funcionamento. Contudo, para a livre admissão de associados, as cooperativas devem observar, entre outras, as seguintes condições: filiação a uma cooperativa central de crédito com pelo menos três anos de funcionamento; participação em fundo garantidor, no caso de haver captação de depósitos; direcionamento mínimo de aplicação em créditos a associados, a partir do 13º mês de funcionamento, equivalente a 50% do valor médio dos saldos diários dos depósitos do mês anterior ou dos seis meses anteriores ao mês de referência, o que for menor. Ademais, visando à propagação dessas instituições em regiões menos desenvolvidas, ficou estabelecido que só será admitida a constituição de novas cooperativas com livre admissão de associados se a população da respectiva área de atuação não ultrapassar 100 mil habitantes.

Resolução 3.107, de 25.6.2003 – Manteve em 12% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a vigorar no terceiro trimestre de 2003.

Resolução 3.108, de 25.6.2003 – Fixou as metas de inflação e os respectivos intervalos de tolerância para os anos de 2004 e 2005. Dessa forma, as metas estabelecidas para esses períodos serão de 5,5% e 4,5%, respectivamente, ambas com intervalo de tolerância de menos ou mais 2,5 pontos percentuais.

Circular 3.194, de 2.7.2003 – Reduziu de 1,0 para 0,5 o fator aplicável às operações com ouro e referenciadas em variação cambial, para fins de apuração do patrimônio líquido exigido para cobertura dos riscos associados às atividades das instituições financeiras. Tal redução propicia menor aporte de recursos próprios para a cobertura de operações com risco de mercado decorrente da variação cambial.

Circular 3.196, de 17.7.2003 – Alterou o fator aplicável ao ativo ponderado pelo risco para as cooperativas de crédito, utilizado no cálculo da parcela do patrimônio

líquido exigido para cobertura de operações com risco de crédito. As mudanças nos fatores foram:

- I – cooperativas centrais de crédito: de 0,13 para 0,11;
- II – cooperativas de crédito singulares filiadas a cooperativas centrais: de 0,15 para 0,11;
- III – cooperativas de crédito singulares não filiadas a cooperativas centrais: de 0,20 para 0,15.

A redução dos fatores possibilita ampliar o grau de alavancagem das cooperativas de crédito, atingindo níveis semelhantes às demais instituições do sistema financeiro. Para os bancos cooperativos, já se utiliza o mesmo fator aplicável aos bancos múltiplos e comerciais, que é de 0,11 para o ativo ponderado pelo risco. Essa norma se insere no contexto das recentes medidas de estímulo ao setor.

Resolução 3.109, de 24.7.2003 – Dispõe sobre a realização de operações de microfinanças destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores, no âmbito da Medida Provisória 122, de 25.6.2003. Os bancos comerciais, múltiplos com carteira comercial, a Caixa Econômica Federal, bem como as cooperativas de crédito devem direcionar o mínimo de 2% dos saldos de depósitos à vista para operações de microcrédito, exceto no período de transição correspondente a agosto e setembro de 2003, em que esse percentual será de 1%. Essas operações apresentam as seguintes características:

- I – taxas de juros efetivas limitadas a 2% a.m.;
- II – prazo não inferior a 120 dias;
- III – valor limitado a R\$500,00 e taxa de abertura de no máximo 2% do valor do crédito quando se tratar de operações com pessoas físicas de baixa renda, observando-se que, se esses tomadores forem titulares de contas de depósitos, o saldo médio mensal, em conjunto com as aplicações, deve ser inferior a R\$1.000,00;
- IV – para microempreendedores, o valor do crédito não poderá ser superior a R\$1.000,00, e a taxa de abertura de crédito será limitada a 4% do valor da operação.

Circular 3.197, de 31.7.2003 – Dispõe sobre os depósitos interfinanceiros vinculados a operações de microfinanças. Para o cumprimento da exigibilidade de aplicação em microcrédito, definida pela Resolução 3.109, de 24.7.2003, serão considerados os recursos repassados para

outras instituições financeiras por intermédio da aquisição de depósito interfinanceiro vinculado a operações de microfinanças. Esses depósitos terão prazo mínimo de trinta dias e não poderão ser negociados.

Resolução 3.110, de 31.7.2003 – Alterou e consolidou as normas que dispõem sobre a contratação de correspondentes no País. Trata-se da possibilidade de determinadas instituições financeiras, sobretudo bancárias, de contratarem empresas, integrantes ou não do sistema financeiro, para a prestação de determinados serviços relacionados a recebimentos, pagamentos, recepção de propostas de abertura de contas, entre outros. A referida norma estendeu a possibilidade de contratação de correspondentes para bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo, bem como incluiu, entre os serviços a serem desempenhados pelo correspondente, a recepção e o encaminhamento de propostas para emissão de cartões de crédito. Ademais, foi facultada a possibilidade de substabelecimento do contrato a terceiros, total ou parcialmente, de maneira a permitir que determinadas empresas, contratadas por instituições financeiras para a prestação de serviços, possam transferir as funções de correspondente a firmas com as quais detêm relacionamento comercial.

Resolução 3.113, de 31.7.2003 – Estabeleceu normas para a abertura de contas de depósitos de poupança mediante a adoção das mesmas disposições referentes às contas especiais de depósitos à vista, conforme Resolução 3.104, de 25.6.2003.

Circular 3.199, de 8.8.2003 – Reduziu a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista, de 60% para 45%, com vigência a partir de 11 de agosto. A base de cálculo desse depósito compulsório permanece definida como a média aritmética dos VSR apurados no período de cálculo, compreendendo contas de depósitos à vista, de aviso prévio, entre outras relacionadas a recursos prontamente disponíveis, deduzindo-se 44 milhões de reais.

Circular 3.204, de 4.9.2003 – Introduziu alterações no Regulamento do Copom. A divulgação das decisões emanadas do Copom ocorrerá mediante edição de Comunicado pelo Diretor de Política Monetária (Dipom), que passará a ser divulgado, a partir das 18h, na data da segunda sessão da reunião mensal ordinária.

Medidas de política fiscal

Lei 10.707, de 30.7.2003 – Dispôs sobre as diretrizes para a elaboração da lei orçamentária de 2004. A meta de superávit primário para o exercício de 2004 foi fixada em R\$55,7 bilhões (equivalentes a 3,15% do PIB), dos quais R\$43,3 bilhões correspondem à meta do governo central e R\$12,4 bilhões à meta das empresas estatais. Da grade de parâmetros macroeconômicos projetados para 2004 constam as seguintes informações:

- I – PIB real (crescimento %): 3,50;
- II – Taxa real de juro implícita sobre a dívida líquida do governo (média % a.a.): 8,38;
- III – Taxa nominal de juro implícita sobre a dívida líquida do governo (média % a.a.): 14,88;
- IV – Câmbio (R\$/US\$ – final do ano): 3,56.

Lei Complementar 116, de 31.7.2003 – Definiu a base de cálculo, as alíquotas e os serviços que estarão sujeitos à cobrança do Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza, de competência dos Municípios e do Distrito Federal.

Decreto 4.800, de 5.8.2003 – Reduziu as alíquotas do IPI incidentes sobre automóveis com até 2000 cilindradas, para vigorar no período de 6.8.2003 até 30.11.2003.

Medidas relacionadas ao setor externo

Circular Bacen 3.187, de 16.4.2003 – Alterou os artigos 9º e 10 da Circular 2.677, de 10.4.1996, que trata de contas em moeda nacional tituladas por domiciliados no exterior e dispõe sobre as transferências internacionais em reais.

Resolução Codefat 320, de 29.4.2003 – Dispôs sobre a aplicação de recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), pelo BNDES, destinados ao financiamento da produção e comercialização de bens de reconhecida inserção no mercado internacional (FAT – Cambial).

Lei 10.668 de 14.5.2003 – Autorizou o Poder Executivo a instituir o Serviço Social Autônomo Agência de Promoção de Exportações do Brasil (Apex-Brasil), altera os artigos 8º e 11 da Lei 8.029, de 12.4.1990, e dá outras providências.

Decreto 4.702 de 21.5.2003 – Promulgou o Acordo entre o Brasil e os Estados Unidos relativo à cooperação entre suas autoridades de defesa da concorrência na aplicação de suas leis de concorrência.

Decreto 4.719 de 4.6.2003 – Promulgou o Acordo sobre Arbitragem Comercial Internacional do Mercosul.

Acordo Quadro Mercosul-África do Sul, de 5.6.2003 – Objetivou a criação de uma área de livre comércio entre o Mercosul e a África do Sul.

Resoluções Camex 16, de 10.6.2003, e 21, de 14.7.2003 – Alterou, para 4%, até 30.6.2005, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital e Bens de Informática e Telecomunicações, e sobre os componentes dos Sistemas Integrados especificados. Neste último caso, o tratamento tributário previsto somente se aplica quando tratar-se da importação da totalidade dos componentes especificados em cada sistema, a serem utilizados em conjunto na atividade produtiva do importador. Prorroga, até 30.6.2005, o prazo de vigência dos ex-tarifários especificados, que foram publicados na Resolução Camex 32, de 29.8.2001 (DOU de 13.9.2001).

Decreto 4.732, de 10.6.2003 – Dispôs sobre as novas competências da Câmara de Comércio Exterior, do Conselho de Governo.

Portaria MDIC 244, de 11.6.2003 – Estabeleceu as normas e procedimentos necessários para efeito de implementação do Acordo Automotivo entre a Argentina e o Brasil, que faz parte do 31º Protocolo ao Acordo de Complementação Econômica 14, de 11.11.2002, internado pelo Decreto 4.510, de 11.12.2002.

Resolução Camex 18, de 18.6.2003 (DOU 18.6.2003) – Alterou o inciso I do art. 1º da Resolução Camex 12, de 18.6.2002, que concedeu o benefício do *drawback* para matéria-prima e outros produtos utilizados no cultivo dos produtos agrícolas ou na criação dos seguintes animais, cuja destinação é a exportação, incluindo o produto frutas, suco e polpa de frutas.

Decreto 4.765, de 24.6.2003 – Alterou o Decreto 4.543, de 26.12.2002, que regulamenta a administração das atividades aduaneiras, a fiscalização, o controle e a tributação das operações de comércio exterior.

Acordo Quadro Mercosul-Índia, publicado no DOU de 25.6.2003 – Objetivou fortalecer as relações entre os países membros do Mercosul e a Índia, promover a expansão do comércio e estabelecer as condições e mecanismos para negociar uma área de livre comércio de conformidade com as regras e disciplinas da OMC.

Resolução Camex 19, de 30.6.2003 – Prorrogou, até 31.12.2003, o prazo de vigência fixado no artigo 3º da Resolução Camex 42, de 26.12.2001, que reduz a zero por cento as alíquotas do Imposto de Importação dos medicamentos especificados.

Circular Secex 52, de 8.7.2003 (SGP – Estados Unidos) – Divulgou informações selecionadas, de forma concisa e consolidada, sobre a Revisão Anual Combinada do período 2001/2002, do esquema do Sistema Geral de Preferências (SGP) dos Estados Unidos, cujo resultado foi publicado no Federal Register, em 1º.7.2003.

Portaria MDIC 290, de 11.7.2003 – Divulgou o critério de distribuição entre empresas nacionais do contingente exportável de 5.000 toneladas de carne bovina *in natura*, na modalidade Cota Hilton, concedido pela União Européia ao Brasil, para o período compreendido entre 1º.7.2003 e 30.6.2004.

Resolução Codefat 330, de 10.7.2003 – Instituiu linha de financiamento à exportação para micro e pequenas empresas (Proger – Exportação).

Resolução Codefat 344, de 10.7.2003 – Instituiu o Programa FAT – Exportar e autoriza a alocação de recursos de até R\$1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais) do FAT no BNDES, para a concessão de financiamentos destinados ao fomento das exportações brasileiras.

Resolução Camex 23, de 28.7.2003 – Alterou as alíquotas do Imposto de Importação que compõem a TEC, de que trata o Anexo I da Resolução Camex 42, de 26.12.2001, na forma especificada por esta norma, além de fazer mudanças nas Listas de Exceções.

Resolução Camex 25, de 22.8.2003 – Reduziu para 4% (quatro por cento), no período de 1º.10.2003 a 31.12.2003, para a cota global especificada, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação dos tipos de arroz especificados.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Beny Parnes
Diretor

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Luiz Augusto de Oliveira Candiota
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua (Dipec)
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale (Dilid)
Diretor

Beny Parnes (Direx)
Diretor

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo (Diesp)
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira (Dirad)
Diretor

Luiz Augusto de Oliveira Candiota (Dipom)
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro (Difis)
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves (Dinor)
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

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

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Marcelo Kfoury Muinhos
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Siglas

a.a.	ao ano
Abimaq	Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos
Abraciclo	Associação Brasileira dos Fabricantes de Motocicletas, Ciclomotores, Motonetas e Bicicletas
ACC	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anefac	Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
ANP	Agência Nacional de Petróleo
Apex-Brasil	Agência de Promoção de Exportações do Brasil
Asean	<i>Association of Southeast Asian Nations</i>
Bacen	Banco Central do Brasil
BAI	<i>Business Activity Index</i>
BCE	Banco Central Europeu
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIB	<i>Brazil Investment Bonds</i>
Bird	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Camex	Câmara de Comércio Exterior
CDB	Certificados de Depósitos Bancários
CEF	Caixa Econômica Federal
Cepal	Comissão Econômica para a América Latina e Caribe
Cide	Contribuição por Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CPR	Cédula de Produto Rural
CUT	Custo Unitário do Trabalho
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
Dipom	Diretoria de Política Monetária
DJIA	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
DLSP	Dívida líquida do setor público
DOU	Diário Oficial da União

Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	formação bruta de capital fixo
Fecomercio SP	Federação de Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve System</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Fiesp	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIF	Fundos de Investimento Financeiro
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FITVM	Fundos de investimento em títulos e valores mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP	Fundos mútuos de privatização
FOMC	<i>Federal Open-Market Committee</i>
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
GLP	Gás Liquefeito de Petróleo
HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
Icei	Índice de Confiança do Empresário Industrial
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-C	Índice Geral de Preços – Centrado
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IIA	Índice de Intenções Atuais
IIC	Índice de Intenção do Consumidor
IIF	Índice de Intenções Futuras
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção Civil
Inec	Índice Nacional de Expectativas do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPA-OG	Índice de Preços por Atacado – Oferta Global
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCA-15	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – 15
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPC-Fipe	Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Isae	<i>Istituto di Studi e Analisi Economica</i>
ISM	<i>Institute for Supply Management</i>
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mapa	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
MDA	Ministério do Desenvolvimento Agrário
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

Mercosul	Mercado Comum do Sul
Moderagro	Programa de Modernização da Agricultura e Conservação de Recursos Naturais
Moderfrota	Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras
Moderinfra	Programa de Incentivo à Irrigação e à Armazenagem
MTE	Memorando Técnico de Entendimentos
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NFSP	Necessidades de financiamento do setor público
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional – Série C
Ocepar	Organização das Cooperativas do Paraná
OMC	Organização Mundial do Comércio
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	pontos base
p.p.	pontos percentuais
PAF	Programa de Assistência Financeira
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	<i>Purchasing Managers Index</i>
PMSS	Programa de Modernização do Setor de Saneamento
Prodeagro	Programa de Desenvolvimento do Agronegócio
Prodecoop	Programa de Desenvolvimento Cooperativo para Agregação de Valor à Produção Agropecuária
Prodefruta	Programa de Desenvolvimento da Fruticultura
Proger	Programa de Geração de Renda
Proleite	Programa de Incentivo à Mecanização, ao Resfriamento e ao Transporte Granelizado da Produção de Leite
Pronaf	Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar
Propasto	Programa de Renovação de Pastagens Degradadas
Propflora	Programa de Plantio Comercial de Florestas
Prosolo	Programa de Incentivo ao Uso de Corretivos de Solos
RMSP	Região Metropolitana de São Paulo
RPIX	<i>Retail Prices Index</i>
S&P	<i>Standard and Poor's</i>
Sars	Síndrome Respiratória Aguda Grave
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SGP	Sistema Geral de Preferências
Sisvárzea	Programa de Sistematização de Várzeas
SPC	Serviço de Proteção ao Crédito
TEC	Tarifa Externa Comum
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UE	União Européia
Unctad	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
VAR	Vetor Auto Regressivo
VSR	Valores sujeitos a recolhimento
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>

Tipo e corpo/entrelinha – Texto principal: Times New Roman 11/14pt; títulos e intertítulos: Humnst 777 Bt; capa: Myriad

Papel – Miolo: couché fosco 95g/m2; capa: supremo 230g/m2

Tintas – Miolo: ciano/magenta/amarelo/preto; capa: amarelo/preto

Acabamento – Miolo: lombada quadrada colada; capa: laminação fosca

Tiragem – 800 unidades

Ordem-de-Serviço – Nº 1.135

Execução – Setembro de 2003 – Brasília – DF