

Relatório de Inflação



Março 2006
Volume 8 – Número 1

Relatório de Inflação



Março 2006
Volume 8 – Número 1

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 8	n. 1	mar	2006	P. 1 - 165
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

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

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

Departamento Econômico (Depec)

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

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 8, n. 1.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Dimep
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – M1
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3567
Fax: (61) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 820 exemplares

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Vendas no varejo	12
1.2 Produção	15
Agropecuária	15
Produção da lavoura	15
Pecuária	16
Produção industrial	16
1.3 Mercado de trabalho	19
Emprego	19
Rendimentos	23
1.4 Produto Interno Bruto	24
1.5 Investimentos	25
1.6 Conclusão	26
Preços	29
2.1 Índices gerais	29
2.2 Índices de preços ao consumidor	30
2.3 Monitorados	31
2.4 Núcleos	31
2.5 Expectativas de mercado	34
2.6 Conclusão	35
Políticas creditícia, monetária e fiscal	37
3.1 Crédito	37
Operações de crédito com recursos direcionados	38
Operações de crédito com recursos livres	39
3.2 Agregados monetários	45
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	46
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	47
Mercado de capitais	48
Aplicações financeiras	49
3.3 Política fiscal	51
Necessidades de financiamento do setor público	51
Evolução em 2005	51

Evolução em janeiro de 2006	54
Dívida mobiliária federal	58
Dívida Líquida do Setor Público	59
3.4 Conclusão	60

Economia internacional **63**

4.1 Atividade econômica	63
4.2 Política monetária e inflação	65
4.3 Mercados financeiros internacionais	66
4.4 Comércio mundial	69
4.4.1 <i>Commodities</i>	70
4.4.1.1 Petróleo	78
4.5 Conclusão	78

Setor externo **81**

5.1 Movimento de câmbio	82
5.2 Comércio de bens	83
5.3 Serviços e renda	86
5.4 Conta financeira	87
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	89
5.6 Conclusão	90

Perspectivas para a inflação **103**

6.1 Determinantes da inflação	104
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados	110
6.3 Previsão de inflação	116

Boxes

Evolução Recente do Nível de Emprego e da Ocupação	20
Preços Administrados por Contrato e Monitorados na Composição do IPCA: Atualização da Pesquisa de Orçamentos Familiares	32
Fontes de Financiamento Alternativas ao Crédito Bancário	40
Exposição Cambial do Setor Público e Sensibilidade da Relação Dívida/PIB	55
Perspectivas para a Evolução dos Preços das <i>Commodities</i>	72
Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa	92
Projeções para o Balanço de Pagamentos – 2006	99
Decomposição da Inflação, 2001-2005	119
A Previsibilidade das Decisões do Copom	123

Anexo **125**

Apêndice **159**

Sumário executivo

A retomada da atividade econômica no quarto trimestre de 2005 ocorreu de forma generalizada. Todos os subsetores da atividade, bem como os principais componentes da demanda, registraram crescimento, destacando-se o desempenho do consumo das famílias, que se expandiu pelo terceiro trimestre consecutivo, e o dos investimentos, o que fortalece ainda mais as condições necessárias para o crescimento sustentado da economia.

A expansão do nível de emprego e da renda, o crescimento do crédito, o fortalecimento da confiança dos consumidores e o processo de flexibilização da política monetária são fatores que impulsionarão a atividade ao longo dos próximos trimestres. A esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo, dos impulsos fiscais ocorridos no último trimestre do ano passado e dos esperados para o primeiro semestre deste ano. Não se pode descartar, ademais, uma possível recomposição de estoques depois da redução estimada para 2005. A dimensão do processo de ajustamento de estoques indica que a economia deverá acelerar seu ritmo de crescimento ao longo de 2006, com perspectivas favoráveis do ponto de vista da ampliação da oferta de bens e serviços.

A evolução das operações de crédito do sistema financeiro no trimestre encerrado em janeiro refletiu características sazonais. Nos últimos dois meses de 2005, as operações contratadas com empresas registraram crescimento acentuado, em linha com o ciclo de negócios, enquanto as contratadas com as famílias sofreram desaceleração, tendo em vista a ampliação da renda dos trabalhadores determinada pelo recebimento do décimo terceiro salário. Por outro lado, no início de 2006, a redução na demanda por empréstimos por parte das empresas, associada ao menor volume de negócios nesse período, foi acompanhada por uma maior contratação pelas famílias, nas diversas modalidades de

crédito oferecidas pelo sistema financeiro, tendo em vista a concentração de compromissos nessa época do ano.

A composição da demanda por crédito por parte das famílias tem evidenciado a consolidação do processo de migração em favor de modalidades menos onerosas, com destaque para crédito consignado e financiamento de bens de consumo. Em relação às empresas, o moderado crescimento registrado nas diversas modalidades deve ser associado, em parte, à facilidade de acesso a fontes de crédito não bancário por parte das grandes empresas. As expectativas quanto à evolução do canal de crédito, diante do processo de flexibilização monetária em curso desde setembro de 2005, são de expansão da demanda por parte das famílias, bem como por parte das empresas, em linha com as perspectivas de aceleração do ritmo de atividade da economia.

Os resultados registrados na esfera fiscal favoreceram a dinâmica de sustentabilidade da dívida pública, processo que deverá se intensificar em 2006 com a consecução da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB), fixada para o ano na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). De fato, as perspectivas geradas pela continuidade do esforço fiscal, pela flexibilização da política monetária, bem como pela melhora no perfil da dívida e pelas medidas adotadas para a redução de seu custo de financiamento, devem concorrer para a geração de um círculo virtuoso, garantindo uma redução consistente da relação DLSP/PIB, no médio e no longo prazo, inclusive pela aceleração do ritmo de crescimento do PIB.

Os resultados expressivos proporcionados pela balança comercial permanecem sustentando a geração de superávits em transações correntes. Ressalte-se que as perspectivas para a economia mundial em 2006 seguem favoráveis, não sendo prevista redução acentuada no resultado da balança comercial, mesmo em um cenário de retomada da atividade econômica doméstica. No acumulado de doze meses, o saldo das transações correntes atingiu US\$13,5 bilhões em fevereiro de 2006, equivalentes a 1,69% do PIB. A elevação das remessas líquidas referentes a viagens internacionais, lucros e dividendos, determinada, em parte, pela apreciação do câmbio, tem sido mais que compensada pelo dinamismo do setor exportador.

O desempenho das contas externas em 2005 permitiu a antecipação de pagamentos referentes aos próximos anos. Nesse sentido, o programa de emissão de bônus da República antecipou, em 2005, a captação de US\$3,5 bilhões referentes às necessidades de 2006.

Contribuíram para o sucesso dessa estratégia as excepcionais condições de liquidez do mercado internacional. Tais desenvolvimentos tiveram como consequência imediata a melhoria expressiva da avaliação de risco dos títulos soberanos brasileiros. De fato, o prêmio de risco-Brasil atingiu 215 pontos em 27 de fevereiro, o nível mais baixo desde o início da série, em 1994.

Em 2006, permaneceu em vigor a política de recomposição de reservas, via realização de compras líquidas pelo Banco Central. Adicionalmente, continuaram sendo implementadas medidas com o objetivo de melhorar o perfil da dívida externa, como o anúncio da recompra de títulos de dívida soberana, seguido pelo anúncio do exercício da opção de compra ao par dos títulos *Bradies* remanescentes. Os indicadores de sustentabilidade das contas externas têm sido influenciados tanto pela elevação das exportações líquidas, quanto pela expansão do estoque de ativos externos líquidos em poder da Autoridade Monetária, e reforçam as perspectivas de manutenção de um quadro favorável no futuro.

A taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) encerrou 2005 em declínio pelo terceiro ano seguido e, pelo segundo ano consecutivo, a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) foi cumprida. A taxa de 5,69% corresponde ao menor valor anual verificado desde a implementação do regime de metas para a inflação, em 1999. As expectativas sugerem que a inflação voltará a recuar em 2006, aproximando-se ainda mais da meta de 4,50% fixada para o ano. Dentre os fatores que respaldam as expectativas de recuo da inflação, pode-se destacar o bem-sucedido esforço de desinflação levado a cabo em 2005, que possibilitará uma convergência ainda mais suave para a trajetória de metas. No início de 2005, a distância entre a taxa de inflação acumulada no ano anterior, 7,60%, e o objetivo para o ano, 5,10%, atingiu 2,5 p.p. Para 2006, ressalte-se que essa distância se reduziu a menos da metade, ilustrando a importância da avaliação dos efeitos intertemporais da política monetária para o entendimento de seus benefícios sobre a economia.

A projeção associada ao cenário de referência indica desaceleração da inflação medida pelo IPCA, que, para o acumulado em doze meses, parte de 5,3% no primeiro trimestre de 2006 e alcança 3,7% no último trimestre. Houve ligeiro declínio em relação ao projetado no último Relatório, por conseguinte, esse valor permanece abaixo da meta de 4,5% fixada pelo CMN para o ano corrente. Para 2007, o

cenário de referência projeta inflação de 3,9%, também inferior à meta fixada pelo CMN para o período. Esse valor supera o estimado no Relatório de dezembro, essencialmente em decorrência da redução em 150 p.b. na meta para a taxa Selic verificada deste então.

Similarmente, a projeção associada ao cenário de mercado indica tendência de redução da inflação em 2006, que encerraria o ano em 4,6%. A despeito da redução em relação ao valor estimado no Relatório anterior, a projeção para 2006 ainda supera a meta de 4,5%. Para 2007, registrou-se discreto aumento em relação ao valor estimado em dezembro, com a projeção passando de 5,3% para 5,4%, permanecendo, portanto, acima da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN. A elevação se deve à incorporação de projeção de taxas de juros menores ao longo de 2006, com efeitos que se manifestariam com defasagem e, portanto, com maior intensidade nas projeções para 2007.

De acordo com o cenário de referência, a projeção para o crescimento do PIB em 2006 se encontra em 4%, mesmo valor apresentado no Relatório de dezembro.

O desempenho da economia brasileira em 2005 esteve condicionado pelos efeitos tanto do ciclo da política monetária, conduzida de forma a assegurar a manutenção dos ganhos relacionados à estabilidade dos preços, como das incertezas do cenário político; da quebra da safra agrícola; e da manutenção do cenário externo favorável.

De fato, a evolução da taxa de juros apresentou dois momentos distintos no decorrer de 2005. Até o início do segundo trimestre do ano, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) manteve a estratégia de elevação gradual das taxas de juros iniciada no segundo semestre de 2004, acomodando o ritmo de expansão da demanda agregada, tendo em vista a necessidade de assegurar a convergência da inflação para as metas estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Nesse contexto, a economia apresentou desaceleração no trimestre encerrado em março, registrando recuo do consumo das famílias e, mais significativamente, dos investimentos. No segundo trimestre do ano, registrou-se recuperação marcada da atividade econômica, com expansão significativa dos investimentos e retomada do crescimento do consumo, em função das perspectivas de reversão do ciclo restritivo da política monetária, motivadas pela redução no ritmo de elevação da taxa Selic. O terceiro trimestre do ano foi caracterizado pelo recuo do produto, evidenciando, fundamentalmente, a quebra da safra agrícola, a deterioração das expectativas associada à intensificação das incertezas no cenário político, e o início de um movimento significativo de ajuste de estoques da indústria. Nesse período, os investimentos voltaram a recuar. O consumo das famílias, entretanto, manteve-se em trajetória ascendente, apresentando crescimento consistente com a melhora progressiva da renda real ocorrida nos últimos anos. No último trimestre do ano, em cenário de esgotamento do processo de ajuste de estoques, observou-se a intensificação do ritmo da atividade econômica, sustentada pela

manutenção do crescimento do consumo e pela retomada dos investimentos.

O setor externo manteve, em 2005, o desempenho favorável registrado em anos anteriores, ressaltando-se a contribuição do desempenho recorde das exportações para a sustentação da atividade econômica ao longo do ano.

Para 2006, antecipa-se a continuidade do crescimento observado ao final de 2005. O aumento da renda real, favorecido pelo controle da inflação, deverá impulsionar a venda de bens de consumo semidurável e não durável, enquanto o desempenho do segmento de bens de consumo durável estará condicionado pelas melhores condições de crédito e pelo aumento da confiança dos consumidores. Projetam-se, ainda, resultados favoráveis para o setor agropecuário, tendo em vista as perspectivas de produção anual de grãos recorde.

Os investimentos deverão apresentar crescimento expressivo em 2006, evidenciando os efeitos da flexibilização da política monetária, da manutenção de níveis ainda elevados de utilização da capacidade produtiva, da queda expressiva do risco-país e da adoção de diversas medidas visando incentivar o setor da construção.

1.1 Vendas no varejo

Os principais indicadores do comércio varejista registraram crescimento das vendas nos últimos meses de 2005, após relativa estabilidade em patamar elevado verificada no início do segundo semestre. Expectativas favoráveis quanto à manutenção da inflação em patamar reduzido, ao crescimento da renda real, à melhoria das condições de crédito e à evolução dos índices de confiança do consumidor sinalizam a continuidade do dinamismo das vendas no varejo ao longo de 2006.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo cresceu 4,8% em 2005, registrando aumento das vendas em todos os segmentos, com exceção de combustíveis e lubrificantes, no qual o recuo de 7,4% esteve associado à elevação dos preços.

As vendas do comércio varejista aumentaram 0,7% no último trimestre de 2005, ante o trimestre encerrado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados, destacando-se as elevações de 0,8% nas vendas de tecidos,

Gráfico 1.1 – Índice de Volume de Vendas no Varejo – Total

Dados dessazonalizados
2003=100

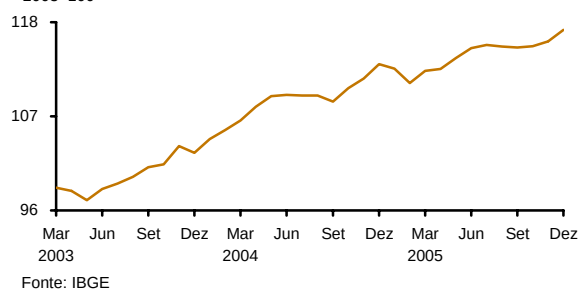


Gráfico 1.2 – Índice de Volume de Vendas no Varejo

Dados dessazonalizados
2003=100

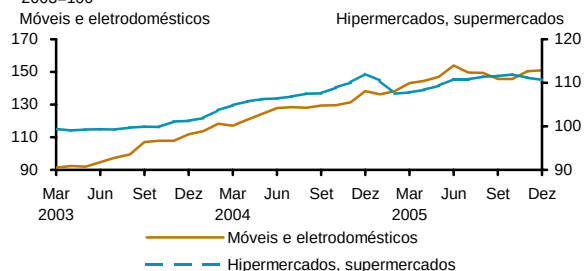
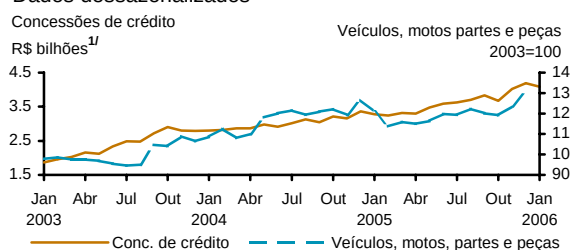


Gráfico 1.3 – Índice de Volume de Vendas no Varejo e concessões de crédito
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

1/ Operações de crédito a pessoa física com recursos livres, para aquisição de veículos, a preços de dezembro de 2005.

Tabela 1.1 – Índice de vendas no varejo – Brasil – 2005

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	10,2	4,8	5,1
Combustíveis e lubrificantes	5,7	-7,4	14,1
Hipermercados e supermercados	5,3	2,9	2,3
Tecidos, vestuário e calçados	14,9	5,9	8,6
Móveis e eletrodomésticos	21,5	16,0	4,7
Automóveis e motocicletas	9,6	1,6	7,9

Fonte: IBGE

Tabela 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo

Discriminação	Variação percentual				
	2005				
	Ago	Set	Out	Nov	Dez
No mês^{1/}					
Comércio varejista	-0,1	-0,1	0,1	0,5	1,2
Combustíveis e lubrificantes	1,3	-0,3	-1,8	0,4	1,8
Hipermercados e supermercados	0,5	0,2	0,3	-0,7	-0,5
Tecidos, vestuário e calçados	-1,4	5,2	-3,1	0,3	2,6
Móveis e eletrodomésticos	-0,1	-2,4	-0,1	3,3	0,4
Automóveis e motocicletas	2,5	-1,9	-0,8	3,7	5,7
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	2,0	1,2	0,4	0,1	0,7
Combustíveis e lubrificantes	-0,1	-1,9	-1,7	-2,0	-0,7
Hipermercados e supermercados	2,3	1,6	1,2	0,5	0,0
Tecidos, vestuário e calçados	-0,3	2,5	4,3	3,9	0,8
Móveis e eletrodomésticos	4,2	-0,1	-2,1	-2,4	0,5
Automóveis e motocicletas	4,1	3,0	1,7	0,4	3,2
No ano					
Comércio varejista	4,9	5,0	4,8	4,8	4,8
Combustíveis e lubrificantes	-7,0	-7,1	-7,2	-7,4	-7,4
Hipermercados e supermercados	3,5	3,6	3,3	3,2	2,9
Tecidos, vestuário e calçados	3,8	4,6	5,1	5,4	5,9
Móveis e eletrodomésticos	18,9	18,1	17,4	17,1	16,0
Automóveis e motocicletas	2,3	1,8	1,5	1,7	1,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

vestuário e calçados e de 0,5% nas de móveis e eletrodomésticos. As vendas de combustíveis e lubrificantes recuaram 0,7% nessa base de comparação, mas apresentaram recuperação nos dois últimos meses de 2005, registrando taxas positivas de 0,4% em novembro e de 1,8% em dezembro, em relação aos meses imediatamente anteriores.

As vendas do segmento automóveis, motocicletas, partes e peças, que não integram o índice geral, elevaram-se 1,6% em 2005. Esse resultado evidenciou o aumento de 3,7% ocorrido no último trimestre do ano, em relação ao trimestre encerrado em setembro, segundo dados dessazonalizados. A continuidade de melhoria nas condições de crédito à pessoa física deverá favorecer as vendas desse segmento nos próximos meses.

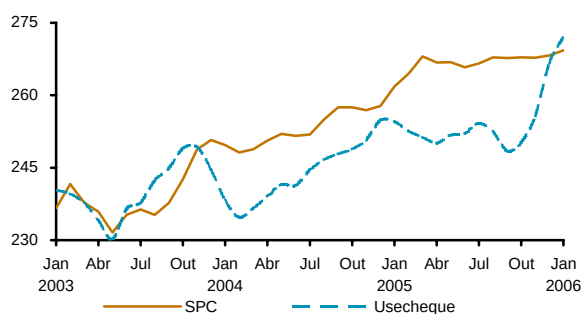
A receita nominal de vendas expandiu-se 10,2% em 2005, registrando-se aumentos de 4,8% no volume e de 5,1% nos preços do varejo, com ênfase para os crescimentos das receitas em móveis e eletrodomésticos, 21,5%; tecidos, vestuário e calçados, 14,9%; e automóveis e motocicletas, 9,6%. Os únicos segmentos que apresentaram expansão de receita inferior à inflação média de 6,9% registrada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no ano, foram hipermercados e supermercados, 5,3%; e combustíveis e lubrificantes, 5,7%.

Considerando as 27 unidades da Federação pesquisadas, apenas no Rio Grande do Sul e no Paraná ocorreram recuos no volume de vendas no varejo em 2005. No quarto trimestre do ano, em relação ao trimestre julho-setembro, segundo dados dessazonalizados, registraram-se aumento nas vendas em dezenove unidades da Federação, em especial nos estados de Roraima, 11,1%; Sergipe, 9,4%; e Acre, 5,7%; e redução no volume de vendas em oito estados, com ênfase em Alagoas, 4%; Amapá, 3,9%; e Pará, 2,6%.

Em sintonia com a pesquisa do IBGE, estatísticas da Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio RJ) evidenciaram, no final de 2005, elevação das vendas no varejo. Nesse sentido, o faturamento real do comércio varejista no estado do Rio de Janeiro aumentou 3,7% no quarto trimestre, ante o trimestre encerrado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados. O crescimento registrado em 2005 alcançou 1,7%.

Outros indicadores relacionados ao comércio ratificaram a continuidade das vendas no varejo em patamar elevado, com destaque para as vendas mais relacionadas à evolução da renda dos consumidores. O número de

Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista
Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral



Fonte: ACSP

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa %				
	2005		2006		Ano ^{1/}
	Nov	Dez	Jan	Fev	
SPC (SP) ^{2/}	4,6	-1,8	4,8	6,1	5,4
Cheques devolvidos ^{3/}	6,6	5,6	6,3	6,4	6,3
Telecheque (RJ) ^{4/}	2,9	...	...	...	...
Telecheque (Nacional) ^{4/ 5/}	2,8	...	...	...	...

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Média no ano.

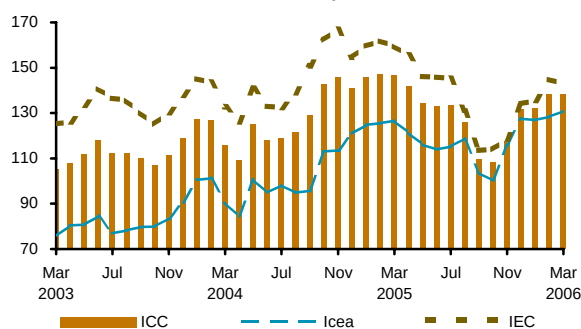
2/ (Novos registros (-) registros cancelados)/(consultas realizadas (t-3)).

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

4/ Cheques devolvidos/cheques recebidos.

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

Gráfico 1.5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), indicador de compras a prazo e de maior valor agregado, divulgado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), cresceu 0,5% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2005, segundo dados dessazonalizados. O Usecheque, indicador de compras à vista e de menor valor, registrou crescimento expressivo – 8,7% – nessa mesma base de comparação.

Os indicadores de inadimplência relacionados à utilização de cheques situaram-se, no fim de 2005 e no início de 2006, em patamar mais elevado do que em períodos correspondentes do ano anterior, mas compatível com a elevação das vendas no comércio varejista. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,4% em fevereiro de 2006, ante 5,7% no mesmo período do ano anterior.

A taxa líquida de inadimplência no estado de São Paulo, mensurada a partir de estatísticas da ACSP envolvendo novos registros e cancelamentos no SCPC, atingiu 6,1% em fevereiro de 2006, ante 7% no mesmo período de 2005.

Os resultados das pesquisas destinadas a avaliar as expectativas dos consumidores revelaram, nos primeiros meses de 2006, continuidade do otimismo observado no final de 2005. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), aumentou 5,1% no trimestre encerrado em março, em relação a dezembro de 2005. Considerados seus componentes, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, cresceu 6,5%, e o Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), que representa o restante do índice geral, aumentou 2,7%, atingindo o valor máximo da série, registrado anteriormente em dezembro de 2005. Assinale-se a recuperação expressiva do indicador das expectativas dos consumidores em relação à melhoria das condições econômicas futuras.

O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, construído a partir de pesquisa realizada entre 3 e 7 de dezembro de 2005 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), avançou 2,9% no último trimestre de 2005, em relação ao trimestre encerrado em setembro. Quanto à composição do índice geral, destacaram-se positivamente as expectativas em relação tanto à renda geral quanto à renda pessoal. Por outro lado, os consumidores mostraram-se mais pessimistas em relação à inflação para os próximos seis meses.

1.2 Produção

Agropecuária

A produção do setor agropecuário aumentou 0,8% em 2005, de acordo com estatísticas do IBGE. Levantamentos recentes relativos à safra de grãos de 2006 indicam produção recorde, sustentada pelos desempenhos das culturas de soja, em continuidade aos resultados positivos de milho e de feijão dos últimos anos. A pecuária, estimulada, principalmente, pelas exportações de carnes e derivados, segue contribuindo expressivamente para o aumento do produto do setor primário, evidenciando que o impacto da ocorrência de febre aftosa foi menos intenso do que o previsto inicialmente.

Produção da lavoura

A produção de grãos deverá alcançar 123,9 milhões de toneladas em 2006, com aumento de 10,2% em relação à safra anterior, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE em janeiro de 2006. Registre-se o crescimento de 35,3% previsto para a safra da região Sul, resultado, em parte, da base de comparação deprimida em função das condições climáticas adversas ocorridas na região em 2005.

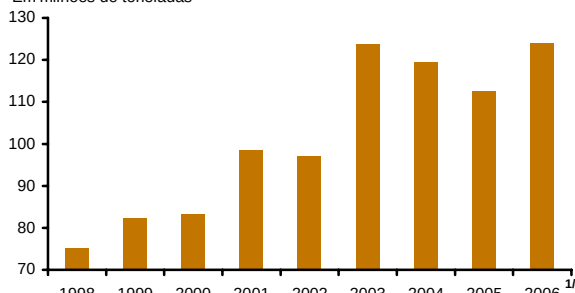
A produção de soja deverá situar-se em 57,1 milhões de toneladas, 11,6% superior à obtida na safra anterior. Ressalte-se que os efeitos da recente estiagem nos estados do Paraná e de Santa Catarina encontram-se incorporados nas estimativas da produção de soja, bem como de milho, 1ª safra.

Nesse contexto, a produção nacional de milho (nas três safras) deverá alcançar 42,2 milhões de toneladas, 20,8% acima da registrada em 2005. Esse desempenho, em sequência ao declínio de 16,5% observado na safra anterior, em virtude de condições climáticas inadequadas nas principais regiões produtoras, reflete a recuperação dos níveis de produtividade e o aumento na área plantada, principalmente pela substituição de outras culturas, notadamente soja. A demanda doméstica de milho, estimada pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), atinge 40 milhões de toneladas, devendo ser suprida pela oferta interna, não devendo exercer pressão relevante sobre os preços domésticos.

O volume da produção de arroz em 2006 é avaliado em 11,3 milhões de toneladas, insuficiente para suprir a

Gráfico 1.6 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		Variação %
	Produção 2005	2006 ^{1/}	
Produção de grãos	112 454	123 933	10,2
Caroço de algodão	2 308	1 793	-22,3
Arroz (em casca)	13 230	11 307	-14,5
Feijão	3 012	3 404	13,0
Milho	34 906	42 171	20,8
Soja	51 136	57 092	11,6
Trigo	4 710	4 929	4,6
Outros	3 153	3 238	2,7

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

demanda interna. O recuo de 14,5% na produção no ano reflete a diminuição de 20,7% na área plantada, associada aos baixos preços praticados na comercialização da safra anterior. A estimativa para a produção de feijão em 2006 totaliza 3,4 milhões de toneladas de grãos, representando elevação de 13%, enquanto a demanda interna é estimada em 3,2 milhões de toneladas.

A produção de cana-de-açúcar deverá totalizar 443 milhões de toneladas, com elevação de 5% em relação a 2005. A elevação nas cotações internacionais do açúcar e o aumento das demandas interna e externa de álcool estimulam a cultura do produto. O mesmo levantamento indica que a colheita de café deverá totalizar 2,6 milhões de toneladas, 19,4% superior à safra do ano anterior.

Pecuária

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, realizada pelo IBGE, a produção de carne bovina alcançou 4,8 milhões de toneladas, no período de janeiro a setembro de 2005, com expansão de 8,6% em relação ao mesmo período de 2004. Adicionalmente, a produção de carnes de aves totalizou 5,8 milhões de toneladas e a de carne suína, 1,6 milhão de toneladas, com crescimentos de 11,9% e de 14,1%, respectivamente, na mesma base de comparação.

De acordo com a Secretaria de Comércio Exterior (Secex), as exportações de carnes de aves atingiram 2,8 milhões de toneladas em 2005, seguindo-se as de carne bovina, 1,1 milhão de toneladas; e a de carne suína, 579,4 mil toneladas, representando crescimentos anuais de 17,4%, 13,9% e 23%, respectivamente.

As exportações de carnes de aves deverão refletir, em 2006, o avanço da gripe aviária. A confirmação da presença do vírus em aves silvestres na União Européia poderá desencadear a queda do consumo mundial, com impacto negativo sobre as exportações brasileiras. Em sentido inverso, essas vendas poderão ser favorecidas caso não sejam confirmados casos da doença no País.

Produção industrial

O setor industrial retomou trajetória de expansão nos meses finais de 2005, especialmente em dezembro, quando voltou a registrar níveis recordes de produção, seguindo-se um movimento de acomodação em janeiro de

Gráfico 1.7 – Pecuária – Abate de animais

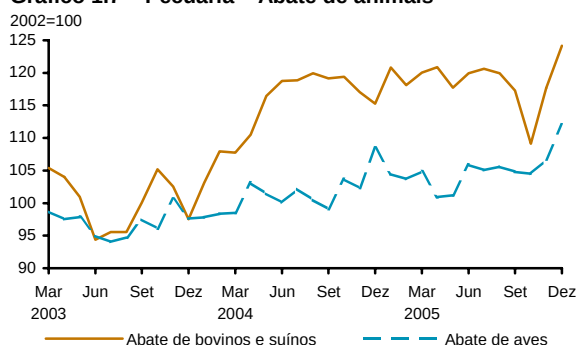


Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação 2004	Variação % acumulada no ano									
	2005	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Bovinos	19,0	8,1	8,5	6,9	9,4	9,5	9,7	9,5	9,6	8,6
Suínos	-2,6	3,4	5,4	5,6	7,3	8,9	10,8	11,5	13,0	14,1
Aves	13,4	10,5	10,6	8,6	8,8	9,4	10,5	10,3	11,3	11,9

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2005	2006		
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral				
No mês ^{1/}	0,4	0,8	2,4	-1,3
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-1,2	-1,7	0,5	1,5
Mesmo mês do ano anterior	0,3	0,9	2,7	3,2
Acumulado no ano	3,4	3,1	3,1	3,2
Acumulado em 12 meses	4,1	3,5	3,1	2,9
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	0,1	1,4	2,9	-1,9
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-1,4	-2,0	0,6	1,9
Mesmo mês do ano anterior	-0,3	0,5	2,3	2,7
Acumulado no ano	3,0	2,8	2,7	2,7
Acumulado em 12 meses	3,8	3,2	2,7	2,5
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	0,6	0,2	0,2	1,6
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-0,6	0,6	1,3	1,5
Mesmo mês do ano anterior	10,8	10,5	9,5	12,8
Acumulado no ano	10,2	10,3	10,2	12,8
Acumulado em 12 meses	9,6	10,0	10,2	10,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

2006. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF), do IBGE, a atividade industrial cresceu 1,5% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao trimestre agosto-outubro de 2005, segundo dados dessazonalizados. Em 2005, a produção industrial cresceu 3,1%, resultado de aumentos de 10,2% na indústria extrativa e de 2,7% na indústria de transformação.

Ressalte-se que a produção da indústria brasileira em 2005 apresentou comportamento distinto do padrão histórico, que registra nível produtivo mais intenso de julho a outubro, em contrapartida às encomendas de final de ano. O desempenho da indústria foi relativamente menos intenso no terceiro trimestre, em relação ao segundo e ao quarto trimestres, refletindo um movimento de normalização de estoques, na medida em que a produção relativamente maior registrada no primeiro semestre não foi acompanhada pelo crescimento das vendas industriais, gerando aumento indesejado de estoques. Desse modo, a produção industrial refletiu com atraso as encomendas do comércio para as festas de fim de ano.

A evolução da indústria ao longo de 2005 esteve condicionada pelo dinamismo da produção de bens de consumo, impulsionada por melhores condições de crédito e de renda. A produção de bens de consumo durável aumentou 11,4% e a de bens de consumo semidurável e não durável, 4,6%, em relação ao ano anterior, superando pela primeira vez, desde 1999, a taxa de crescimento geral da indústria. Adicionalmente, a fabricação de bens de capital cresceu 3,6% e a de bens intermediários, 0,9%.

A análise de dados dessazonalizados de 23 segmentos industriais revela que a produção de dezenove deles experimentou crescimento no trimestre encerrado em janeiro, em comparação ao período agosto-outubro, com ênfase para máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 11,6%; mobiliário, 9,9%; e perfumaria e produtos de limpeza, 7,6%. Em sentido contrário, assinalem-se, na mesma base de comparação, as quedas registradas na produção dos segmentos fumo, 23,1%; material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, 1,3%; e refino de petróleo e álcool, 1%.

Dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central, indicam a continuidade do crescimento das vendas externas. Nesse sentido, no trimestre encerrado em janeiro, comparativamente ao trimestre finalizado em outubro, os índices de *quantum* das exportações de produtos

Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2005	2006		
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}				
Produção industrial	0,4	0,8	2,4	-1,3
Bens de capital	-5,2	4,6	5,4	-3,6
Bens intermediários	0,1	0,2	1,2	0,4
Bens de consumo	1,7	1,2	5,2	-3,0
Duráveis	3,6	-2,0	17,7	-5,7
Semi e não duráveis	1,2	1,4	3,3	-1,8
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	-1,2	-1,7	0,5	1,5
Bens de capital	-0,6	-0,9	1,3	3,8
Bens intermediários	-0,9	-0,9	0,3	1,0
Bens de consumo	-2,5	-3,7	0,9	2,9
Duráveis	-8,8	-11,5	0,1	6,1
Semi e não duráveis	-1,4	-2,4	0,7	2,3
No ano				
Produção industrial	3,4	3,1	3,1	3,2
Bens de capital	3,1	3,3	3,6	6,8
Bens intermediários	1,1	1,0	0,9	2,9
Bens de consumo	6,6	6,1	6,0	3,7
Duráveis	12,6	11,2	11,4	18,4
Semi e não duráveis	5,0	4,8	4,6	0,2

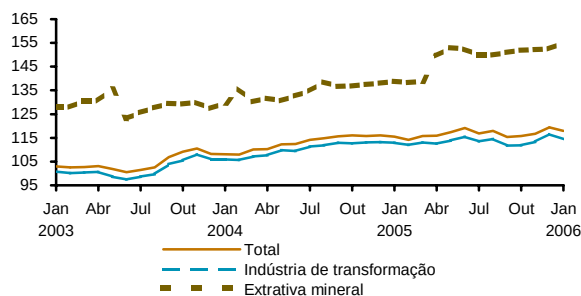
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados

2000=100



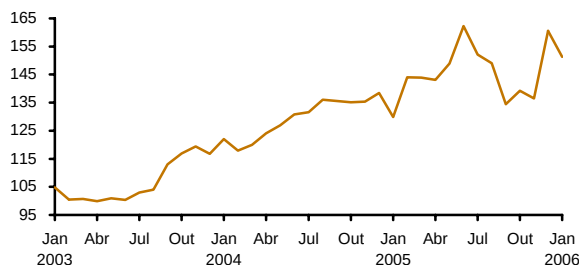
Fonte: IBGE

Gráfico 1.9 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



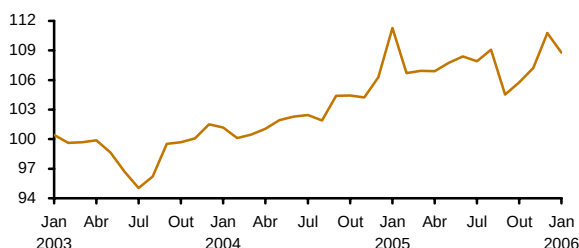
Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



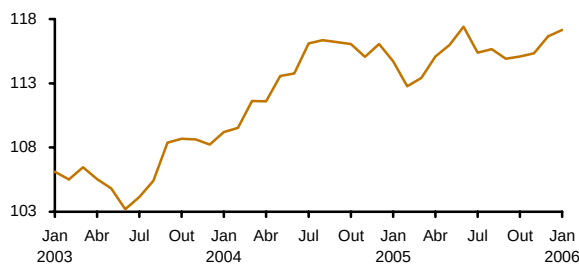
Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

semimanufaturados e manufaturados aumentaram 22,3% e 4,3%, respectivamente.

Outros indicadores também apresentaram melhora na margem. As vendas industriais reais, após recuarem no terceiro trimestre de 2005, voltaram a apresentar crescimento no quarto trimestre de 2005 e em janeiro de 2006, elevando-se 2,8% na média de novembro a janeiro ante os três meses anteriores, de acordo com dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central. Note-se que, em um contexto de apreciação cambial, o indicador deve ser considerado com cautela, haja vista que as vendas reais totais poderão ser subestimadas, na medida em que o valor da parcela exportada, ao ser convertido para reais, refletirá a trajetória da taxa de câmbio.

As hora trabalhadas na produção cresceram 0,3% no trimestre encerrado em janeiro de 2006, em relação ao período de agosto a outubro, conforme dados da pesquisa Indicadores Industriais, da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central. O número de empregados na indústria manteve-se estável no período.

De acordo com pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 83,5% em janeiro de 2006, ante 83,8% em igual mês de 2005. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o nível médio de ocupação do parque industrial situou-se em 84,5% no quarto trimestre de 2005, ante 84,2% no trimestre encerrado em setembro. A variação mais acentuada ocorreu no segmento de bens de consumo, de 81,1%, no trimestre julho-setembro, para 83,3%, no último trimestre do ano, enquanto a maior redução foi registrada no setor de bens de capital, de 80,6% para 77,9%.

O movimento de ajuste de estoques persistiu com menor intensidade no quarto trimestre, registrando-se crescimentos de 0,6% na produção e de 0,9% nas vendas da indústria de transformação, em relação ao trimestre encerrado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados. Esse processo favoreceu a normalização dos estoques, captada pelas pesquisas Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, e Sondagem Industrial, da CNI. Segundo a FGV, a diferença entre as empresas que afirmaram estar com estoques excessivos e aquelas com estoques insuficientes alcançou 7 pontos percentuais (p.p.) em janeiro, ante a diferença de 12 p.p. assinalada em julho. De acordo com a CNI, os estoques de produtos finais bem como os de matérias-primas e produtos intermediários recuaram no quarto trimestre, tanto nas

Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000=100

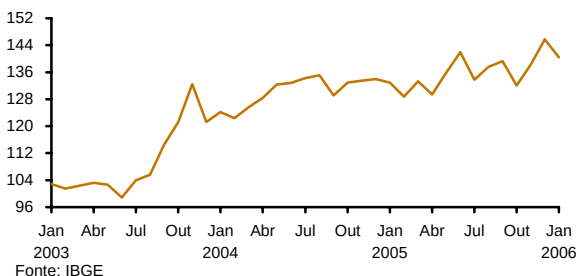


Gráfico 1.13 – Exportações industriais – Quantum

Dados dessazonalizados

2002=100

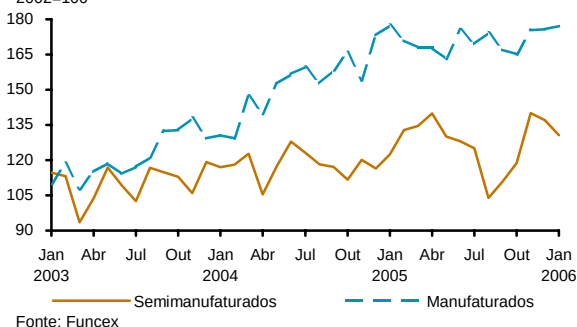


Gráfico 1.14 – Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados

2000=100

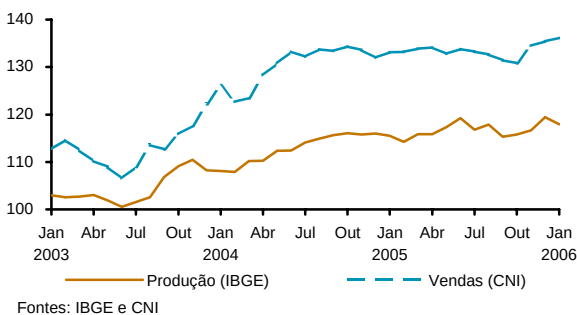
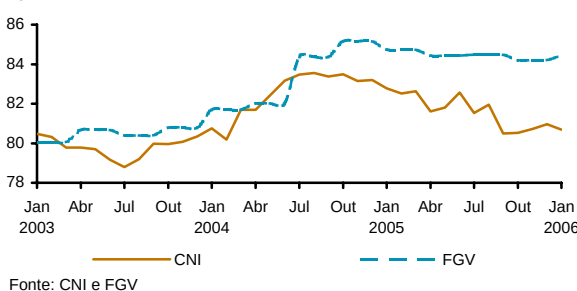


Gráfico 1.15 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

Dados dessazonalizados

%



grandes como nas pequenas e médias empresas. Contudo, enquanto os estoques de insumos encontravam-se ajustados ao nível planejado, os estoques de produtos finais permaneceram ligeiramente superiores ao desejado pelas empresas, podendo ainda afetar, mas de forma residual, a produção dos primeiros meses de 2006.

A confiança do empresariado voltou a crescer no final de 2005. Nesse sentido, o Índice de Confiança do Empresário Industrial divulgado pela CNI atingiu 57,2 pontos em janeiro, ante 52,7 pontos em outubro. Apesar da melhora, o indicador situou-se no menor valor para essa época do ano desde 1999 e 7,7 pontos inferior ao de janeiro de 2005. Na comparação com os dados de outubro, a evolução foi positiva, especialmente no componente relativo às expectativas para os próximos seis meses, não ocorrendo melhora significativa no item condições atuais.

A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, divulgada pela FGV no final de janeiro, revelou que 8% dos entrevistados consideraram a demanda atual forte e 23%, fraca. A diferença negativa de 15 p.p. entre os dois extremos constitui o pior resultado para essa época do ano desde 1999. Assinale-se, entretanto, que as expectativas são relativamente mais otimistas, tendo em vista que o percentual de empresas que projeta melhora na situação dos negócios nos próximos seis meses supera em 41 p.p. a parcela daquelas que prevêem a sua deterioração.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego atingiu 8,3% em dezembro, com recuo de 1,3 p.p. em relação a dezembro de 2004. Essa é a menor taxa registrada desde a introdução da nova série, em outubro de 2001. Em janeiro de 2006, refletindo as influências sazonais do período, a taxa elevou-se para 9,2%, situando-se 1 p.p. abaixo da relativa a janeiro de 2005.

A taxa média de desemprego situou-se em 9,8% em 2005, ante 11,5% em 2004. O número de ocupados aumentou, em média, 3% nesse período, registrando-se a criação, em 2005, de 474 mil vagas, comparativamente a 646 mil novos postos de trabalho em 2004. Ressalte-se que, embora a criação de postos de trabalho em 2005 tenha sido inferior à registrada no ano anterior, ocorreu melhora na

Evolução Recente do Nível de Emprego e da Ocupação

Nos últimos anos, tem-se verificado recuperação substancial nos indicadores do mercado de trabalho, em especial, no número de postos de trabalho com carteira assinada. Essa trajetória pode ser avaliada, entre outros indicadores, pela evolução das estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE); da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e da Pesquisa de Emprego e Desemprego na Região Metropolitana de São Paulo (PED), divulgada pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese) em conjunto com a Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (Seade).

O MTE disponibiliza, com base no Caged, estatísticas mensais de abrangência nacional sobre a evolução do emprego formal, com abertura por setores de ocupação e por regiões, o que possibilita a identificação de tendências da atividade econômica, além de sua migração entre as regiões. No final de dezembro de 2005, registravam-se 25.897 mil empregos com carteira assinada no País, comparativamente a 24.643 mil, em dezembro de 2004. A PME do IBGE, realizada em dezembro de 2005, indicava que a População Economicamente Ativa (PEA) nas seis regiões metropolitanas objeto da pesquisa domiciliar (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife) totalizava 22.079 mil pessoas no final do ano, das quais 20.238 mil ocupadas¹.

1/ Uma comparação entre as estatísticas do MTE e do IBGE foi realizada no box "Emprego Formal – Características Recentes", publicado no "Relatório de Inflação" de setembro de 2005.

Tabela 1 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado (em mil)			
	1985-2003	2004	2005	2004-2005
Total	2 634,3	1 523,3	1 254,0	2 777,3
Indústria de transformação	- 170,8	504,9	177,5	682,4
Comércio	1 170,6	403,9	389,8	793,8
Serviços	1 955,2	470,1	569,7	1 039,8
Construção civil	- 418,8	50,8	85,1	135,8
Agropecuária	- 20,8	79,3	- 12,9	66,4
Serviços industriais de utilidade pública	- 102,8	4,6	13,5	18,1
Outros ^{1/}	221,8	9,7	31,2	40,9

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

A crescente absorção de mão-de-obra no mercado de trabalho formal é evidenciada, de acordo com estatísticas do MTE, pela criação, nos dois últimos anos, de 2.777 mil novos postos de trabalho com carteira assinada, volume superior ao total de 2.634 mil empregos gerados entre o início da pesquisa, em janeiro de 1985, e dezembro de 2003. No biênio 2004/05, foi registrada a criação de 1.039,8 mil empregos no setor de serviços, 793,8 mil na atividade varejista, 682,4 mil na indústria de transformação, 135,8 mil no setor de construção civil e 66,4 mil na agropecuária.

A análise dos dados do MTE relativos aos estados da Federação abrangidos pela PME do IBGE, revela que, no biênio 2004/05, ocorreu a criação de 970,6 mil postos em São Paulo, com a reversão, em 2005, da tendência de criação mais acentuada de postos de trabalho no interior do que na região metropolitana da capital, observada em anos anteriores. Em Minas Gerais, foram criados 330,7 mil empregos com carteira assinada no período, dos quais 35,7% na região metropolitana de Belo Horizonte. No Rio de Janeiro, foram gerados 228,9 mil empregos, seguindo-se Rio Grande do Sul, 143,1 mil; Bahia, 116,7 mil; e Pernambuco, 77,9 mil; dos quais 65,7%, 45,3%, 51,3% e 61,6%, nas regiões metropolitanas das respectivas capitais.

Tabela 2 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no ano (em mil)	
	2004	2005
Brasil	1 523,3	1 254,0
Regiões metropolitanas		
São Paulo	240,7	286,8
Rio de Janeiro	72,3	78,1
Belo Horizonte	55,2	62,8
Porto Alegre	51,8	13,1
Salvador	23,8	36,1
Recife	22,7	25,3
Interior do estado		
São Paulo	256,9	186,1
Rio de Janeiro	35,5	43,0
Minas Gerais	120,0	92,6
Rio Grande do Sul	65,1	13,2
Bahia	28,9	27,9
Pernambuco	14,9	14,9

Fonte: MTE

De acordo com a pesquisa do IBGE, considerando as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife, ocorreu a incorporação de 1.119 mil pessoas à população ocupada e 630 mil pessoas à PEA, no biênio. Em linha com os dados do MTE, registrou-se crescimento mais intenso da ocupação e da PEA em 2004, totalizando 646 mil e 414 mil pessoas, ante 473 mil e 216 mil pessoas em 2005, respectivamente. Ressalte-se, entretanto, que embora quantitativamente o resultado de 2004 tenha sido mais representativo, em termos qualitativos sobressaiu o relativo a 2005, ocorrendo, nesse ano, a criação de 561 mil postos de trabalho com carteira assinada, comparativamente a 348 mil em 2004. O rendimento médio e a massa salarial, como reflexo da melhor qualidade dos empregos criados, elevaram-se em 2% e 5%, respectivamente, em 2005, enquanto no anterior haviam sido registrados recuo de 0,7% no rendimento médio e aumento de 2,4% na massa salarial.

Tabela 3 – Evolução do número de ocupados

Discriminação	Acumulado no ano (em mil)	
	2004	2005
Brasil		
PEA	414	216
Ocupados	646	473
São Paulo		
PEA	105	-14
Ocupados	279	170
Rio de Janeiro		
PEA	161	30
Ocupados	151	122
Belo Horizonte		
PEA	44	65
Ocupados	83	93
Porto Alegre		
PEA	32	50
Ocupados	53	45
Salvador		
PEA	66	30
Ocupados	61	38
Recife		
PEA	6	56
Ocupados	19	7

Fonte: IBGE

O número de ocupados cresceu em todas as regiões metropolitanas consideradas na pesquisa, no biênio 2004/05. Em São Paulo, as elevações no número de ocupadas e na PEA totalizaram 449 mil e 91 mil pessoas, respectivamente, registrando-se, também, desaceleração na criação de vagas em 2005. Ressalte-se que o recuo no número de novos postos de trabalho ocorreu de forma generalizada, exceto na região metropolitana de Belo Horizonte.

De acordo com a PED, divulgada pelo Dieese/Seade, o número de pessoas ocupadas na região metropolitana de São Paulo aumentou em 553 mil, no biênio 2004/05, enquanto a PEA elevou-se em 268 mil pessoas. Por setor de atividade, assinalem-se os crescimentos no número de ocupados nos setores serviços, 291 mil; indústria, 116 mil; e, comércio, 90 mil.

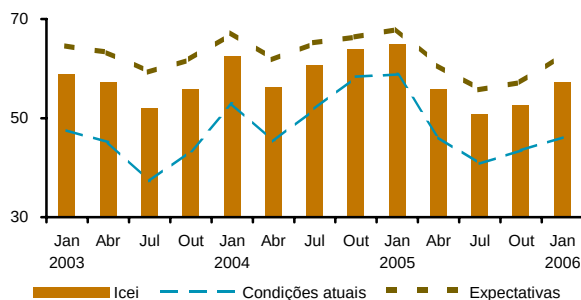
As diversas pesquisas e estatísticas sobre o mercado de trabalho indicaram, portanto, elevação do número de empregados e da ocupação nos últimos anos, favorecendo a continuidade do crescimento sustentado da economia.

Tabela 1.8 – Estoques na indústria de transformação^{1/}

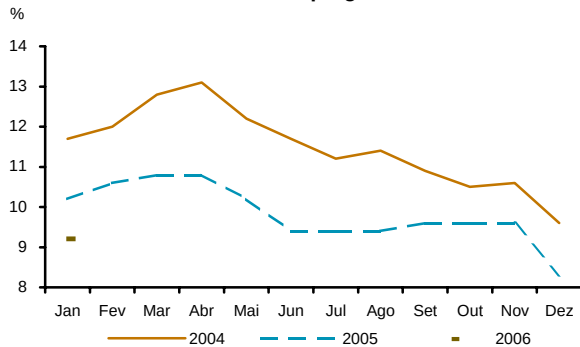
Discriminação	2004		2005			
	III	IV	I	II	III	IV
Indústria de transformação						
Produtos finais	49,6	51,3	54,4	55,5	54,6	52,8
Matérias-primas e intermediários	48,8	49,8	50,4	50,1	51,0	50,3
Grandes empresas						
Produtos finais	51,5	53,8	56,6	58,3	58,9	54,1
Matérias-primas e intermediários	51,2	53,6	54,0	53,1	56,3	52,0
Pequenas e médias empresas						
Produtos finais	48,6	50,0	53,3	54,1	52,4	52,2
Matérias-primas e intermediários	47,6	47,8	48,6	48,6	48,3	49,4

Fonte: CNI

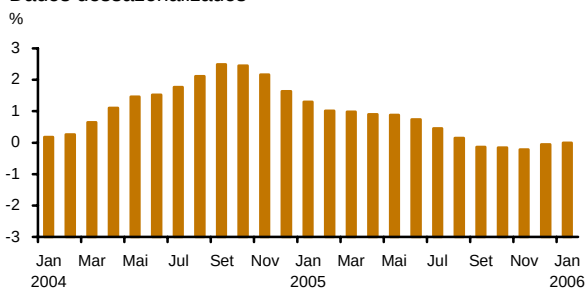
1/ Valores acima de cinquenta significam estoque acima do planejado.

Gráfico 1.16 – Índice de Confiança do Empresário Industrial

Fonte: CNI

Gráfico 1.17 – Taxa de desemprego aberto

Fonte: IBGE

Gráfico 1.18 – Emprego na indústria de transformação – Média móvel trimestral
Dados dessazonalizados

Fonte: CNI

qualidade da geração de emprego, na medida em que foram registrados 315 mil novos postos com carteira assinada em 2004 e 466 mil, em 2005, representando aumentos de 4,2% e 6%, respectivamente.

A taxa média de desemprego recuou em todas as regiões metropolitanas abrangidas pela PME, em 2005, excetuando-se Recife, onde cresceu 0,5 p.p. As reduções mais acentuadas ocorreram em São Paulo, 2,4 p.p., e em Belo Horizonte, 1,8 p.p.

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), de abrangência nacional, registrou-se, em 2005, a criação de 1.254 mil vagas com carteira de trabalho assinada. Desse total, 569,7 mil vagas foram proporcionadas pelo setor de serviços, seguindo-se o comércio, 389,8 mil; a indústria de transformação, 177,5 mil; e a construção civil, 85,1 mil.

Ressalte-se que no biênio 2004/05 foram criados 2.777 mil novos postos de trabalho com carteira assinada, total superior aos 2.634 mil novos empregos formais gerados desde o início da série, em janeiro de 1985, até dezembro de 2003.

O número de empregos na indústria de transformação aumentou 4,2% em 2005, conforme estatísticas da CNI junto a doze federações estaduais, embora ocorresse redução do ritmo de contratações ao longo do ano. Nesse sentido, o aumento do contingente de empregados nesse segmento industrial atingiu 2% no primeiro semestre e 0,1% no período subsequente, em relação aos semestres anteriores, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central. Em janeiro de 2006, observou-se queda de 0,1% no pessoal ocupado, mantendo-se a trajetória, iniciada no segundo semestre de 2005, de acomodação do emprego na indústria.

Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores das seis regiões metropolitanas pesquisadas na PME aumentou 2% em 2005. Tendo em vista que o número de ocupados elevou-se 3% no ano, a massa salarial cresceu 5%, comparativamente a 2,4% em 2004. Em janeiro de 2006, o rendimento médio aumentou 2,3% em relação a janeiro do ano anterior.

Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal

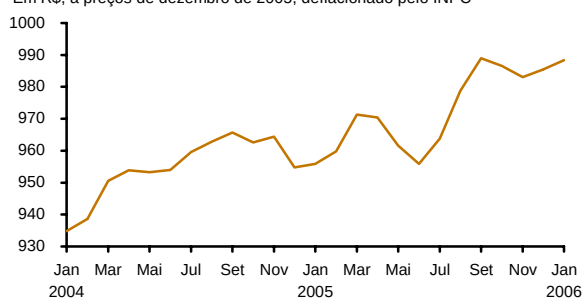
Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no ano (em mil)			
	2004	2005		Ano
		1º Sem.	2º Sem.	
Total	1 523,3	966,3	287,7	1 254,0
Ind. de transformação	504,9	194,0	- 16,5	177,5
Comércio	403,9	133,1	256,7	389,8
Serviços	470,1	351,1	218,6	569,7
Construção civil	50,8	59,4	25,6	85,1
Agropecuária	79,3	187,5	- 200,4	- 12,9
Serv. ind. de util. pública	4,6	8,8	4,8	13,5
Outros ^{1/}	9,7	32,3	-1,1	31,2

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.19 – Rendimento habitual médio real^{1/}

Em R\$, a preços de dezembro de 2005, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

1/ Média móvel trimestral

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda^{1/}

Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	Variação %					
	2004		2005			
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
PIB a preços de mercado	5,0	4,9	2,8	3,4	2,6	2,3
Consumo das famílias	3,7	4,1	3,3	3,2	3,0	3,1
Consumo do governo	-0,1	0,1	1,1	2,1	1,8	1,6
Formação Bruta de						
Capital Fixo	11,5	10,9	2,3	3,1	1,2	1,6
Exportação	18,7	18,0	13,6	13,3	12,9	11,6
Importação	14,9	14,3	12,2	12,5	11,4	9,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

De acordo com a CNI, a massa salarial real na indústria de transformação, deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE, aumentou 8,1% em 2005, ante 9% em 2004. Relativamente às variações na margem, observou-se comportamento homogêneo durante o ano, com crescimentos de 3,5% nos dois semestres do ano, relativamente aos semestres anteriores, segundo dados dessazonalizados.

1.4 Produto Interno Bruto

O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,3% em 2005, de acordo com o IBGE. Esse resultado refletiu o aumento da demanda interna, em função das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego, e o bom desempenho do comércio exterior. Nesse contexto, o consumo das famílias cresceu 3,1%; as exportações, 11,6%; e as importações, 9,5%, no período. Adicionalmente, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e o consumo do governo elevaram-se, igualmente, em 1,6%.

Os resultados acumulados no ano, por setores, também apresentaram evolução positiva. A taxa de crescimento da agropecuária atingiu 0,8%, refletindo a queda de 5,7% na produção de grãos. Esse desempenho esteve associado, fundamentalmente, à queda de produtividade do setor causada por condições climáticas adversas. Na pecuária, por outro lado, persistiu a trajetória de crescimento tanto na criação quanto na exportação de bovinos, suínos e aves.

A atividade industrial aumentou 2,5% em 2005, registrando-se taxas positivas em todos os subsetores. A indústria extrativa mineral cresceu 10,9%, resultado influenciado, principalmente, pelo aumento na produção de petróleo. Adicionalmente, registraram-se aumentos de 3,6% nos serviços industriais de utilidade pública, setor constituído, basicamente, pela geração de energia elétrica, e de 1,3% nas indústrias de transformação e da construção civil.

O setor de serviços cresceu 2% em 2005, evidenciando o comportamento favorável dos segmentos comércio e transportes, que apresentaram crescimentos respectivos de 3,3% e de 3,2%. No mesmo sentido, registraram-se aumentos nos segmentos aluguéis, 2,5%; instituições financeiras, 2,4%; serviços de administração pública, 1,7%; “outros serviços”, 1,3%; e comunicações, 0,1%.

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto
Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	2004	Variação %			
		2005	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	5,3	2,6	2,9	1,4	0,8
Indústria	6,2	3,1	4,4	2,9	2,5
Extrativa mineral	-0,7	3,7	10,6	10,5	10,9
Transformação	7,7	3,6	3,9	2,1	1,3
Construção civil	5,7	0,6	2,2	0,7	1,3
Serviços ind. de util. pública	4,6	3,3	3,9	3,8	3,6
Serviços	3,3	2,2	2,4	2,1	2,0
Comércio	7,9	4,2	4,0	3,4	3,3
Transporte	4,9	3,9	4,0	3,7	3,2
Comunicações	-1,4	-2,8	-1,6	-0,8	0,1
Instituições financeiras	4,2	2,8	3,1	2,5	2,4
Outros serviços	5,6	2,2	1,5	1,3	1,3
Aluguel de imóveis	1,8	3,7	3,2	2,9	2,5
Administração pública	0,9	0,6	2,0	1,7	1,7
Dummy financeiro	4,4	2,7	3,3	2,5	2,1
Valor adic. a preços básicos	4,6	2,6	3,2	2,3	2,1
Impostos sobre produtos	8,2	4,7	5,3	4,4	3,9
PIB a preços de mercado	4,9	2,8	3,4	2,6	2,3

Fonte: IBGE

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	2004	Variação %			
		2005	I	II	III
Acumulado no ano	4,9	2,8	3,4	2,6	2,3
Acumulado em 4 trimestres	4,9	4,6	4,4	3,1	2,3
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	4,7	2,8	4,0	1,0	1,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,4	0,1	1,4	-0,9	0,8
Agropecuária	1,0	-0,3	0,9	-2,1	0,8
Indústria	0,4	-0,6	1,5	-0,9	1,4
Serviços	0,4	0,1	0,7	0,3	0,7

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados

O PIB apresentou elevação de 0,8% no quarto trimestre, em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados, resultado inferior ao sugerido pela evolução de indicadores antecedentes e coincidentes.

A produção agropecuária cresceu 0,8% no trimestre, resultado atribuído, principalmente, ao impacto negativo das culturas de café, trigo e laranja sobre o resultado do terceiro trimestre, enquanto nos setores industrial e de serviços registraram-se aumentos de 1,4% e 0,7%, respectivamente, na mesma base de comparação.

A análise pela ótica da demanda indica um quadro mais favorável que o sugerido pela ótica da oferta. O consumo das famílias aumentou 1,3% no quarto trimestre, em relação ao trimestre encerrado em setembro, considerados dados dessazonalizados. Na mesma base de comparação, o consumo do governo apresentou estabilidade e a FBCB elevou-se em 1,7%. Relativamente ao setor externo, as exportações elevaram-se em 0,7%, e as importações recuaram 1,3%. O desempenho da demanda, superior ao do produto agregado, mostrou-se consistente com o movimento de ajuste de estoques efetuado nos dois últimos trimestres do ano.

Usualmente, por ocasião da publicação dos resultados do PIB referentes ao terceiro trimestre do ano, o IBGE faz as revisões dos resultados anteriores, objetivando incorporar informações estatísticas não disponíveis à época da divulgação original, além de eventuais modificações de ordem metodológica. Para 2005, tal revisão só ocorrerá em conjunto com a divulgação da nova série das Contas Nacionais na base atualizada.

A expansão do PIB no último trimestre de 2005 ratifica a previsão de crescimento mais acelerado em 2006. A estimativa de crescimento anual de 4% é sustentada pelas perspectivas favoráveis para a safra agrícola, pelo esgotamento do movimento de ajuste de estoques e pela continuidade da expansão da demanda interna, estimulada pelos reflexos positivos do cenário macroeconômico benigno sobre as decisões de consumo e investimento.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 1,6% em 2005,

Gráfico 1.20 – Investimento (FBCF) e risco-Brasil

Dados dessazonalizados

1990=100

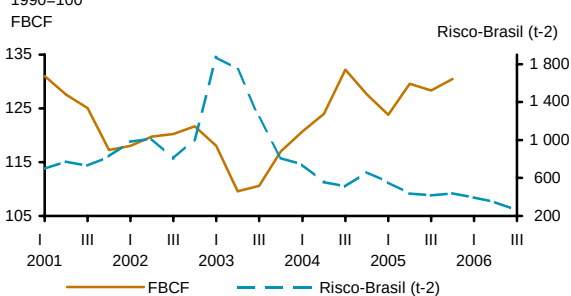
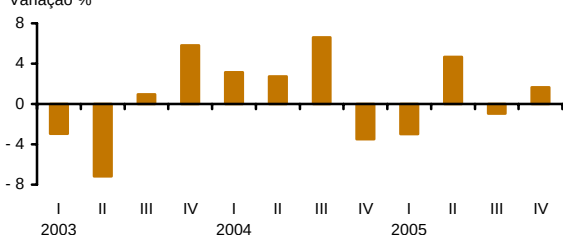


Gráfico 1.21 – Formação Bruta de Capital Fixo

(FBCF)^{1/}

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Variação %

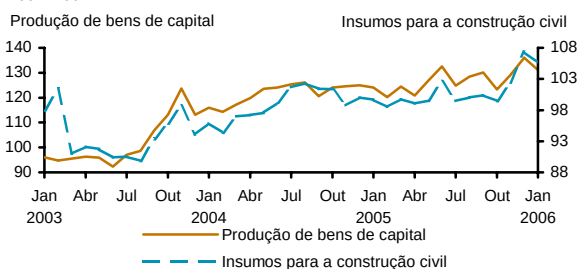


1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.22 – Produção de bens de capital e de insumos para a construção civil

Dados dessazonalizados

2002=100



registrando taxa positiva no último trimestre, após o recuo observado no terceiro trimestre do ano. A manutenção dessa recuperação é sugerida pela evolução de indicadores antecedentes, em especial pelas reduções sucessivas do risco Brasil medido pelo *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), do JP Morgan. A evolução do risco-país indica que o ambiente propício à retomada dos investimentos deverá se manter nos próximos meses, com desdobramentos favoráveis para o aumento da capacidade produtiva e para a continuidade da expansão do nível de atividade.

Entre os diversos indicadores antecedentes da FBCF, com periodicidade mensal, os insumos da construção civil, com peso aproximado de 60%, apresentaram elevação de 1,3% no ano, enquanto a produção, exportações e importações de bens de capital aumentaram 3,6%, 18,5% e 21,4%, respectivamente, determinando o crescimento de 4,1% na absorção dessa categoria de produto em 2005.

A produção de bens de capital desagregada por setor registrou crescimento generalizado no ano, excetuando-se o desempenho de segmentos associados à evolução do setor agropecuário, em especial peças agrícolas e máquinas e equipamentos agrícolas, que apresentaram reduções de 69% e de 37,7%, respectivamente. Assinalem-se os aumentos na produção de bens de capital destinados aos setores da construção, 32%; de energia elétrica, 28,5%; e de transportes, 6,7%. A produção desse setor continua sendo impulsionada, principalmente, pelo desempenho de itens destinados à construção de aviões, além de ônibus e caminhões.

Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de máquinas agrícolas decresceu 23,8% no ano, evidenciando as quedas de 59,5% na produção de colheitadeiras e de 22,5% na relativa a tratores de rodas. Em sentido inverso, as produções de ônibus e de caminhões, destinadas, em parte, ao mercado externo, elevaram-se 22,6% e 9,8%, respectivamente.

1.6 Conclusão

A retomada da atividade econômica no quarto trimestre de 2005 ocorreu de forma generalizada e em um cenário de maior solidez dos fundamentos econômicos. Todos os componentes da demanda e os subsetores da atividade registraram expansão, destacando-se o desempenho do consumo das famílias, que cresce de forma sustentada por três trimestres consecutivos, e dos

Tabela 1.13 – Indicadores de investimento

Discriminação	Variação percentual			
	2005			
	Set	Out	Nov	Dez
No mês ^{1/}				
Bens de capital				
Produção	0,8	-4,9	5,5	5,8
Importação	1,7	-0,3	-17,3	29,5
Exportação	3,7	-10,3	14,3	0,1
Insumos da construção civil	0,4	-1,1	3,4	4,4
No ano				
Bens de capital				
Produção	3,4	3,1	3,3	3,6
Importação	23,9	24,2	22,2	21,4
Exportação	34,4	23,3	23,2	18,5
Insumos da construção civil	0,8	0,5	0,8	1,3
Financiamentos do BNDES	12,3	6,5	12,6	17,9

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

1/ Dados dessazonalizados.

investimentos, favorecendo, em um contexto de continuidade do ajuste fiscal e de consolidação das contas externas, o fortalecimento das condições necessárias para o crescimento sustentado da economia.

As expectativas para os primeiros meses de 2006 combinam um movimento residual de ajuste de estoques e uma conjuntura mais favorável para o consumo, sustentada pela consolidação dos aumentos da massa de rendimentos reais, das melhores condições de crédito e do fortalecimento da confiança dos consumidores. Dessa forma, o cenário esperado é de expansão da atividade econômica.

A variação dos índices de preços apresentou forte desaceleração em fevereiro de 2006, evidenciando o caráter transitório das pressões sazonais, especialmente sobre os preços dos alimentos *in natura*, de itens monitorados e do álcool, que haviam sensibilizado os índices no mês anterior.

Apesar da alta em janeiro, a inflação acumulada no trimestre encerrado em fevereiro decresceu comparativamente ao trimestre terminado em novembro. A trajetória esperada para os preços ao consumidor é de convergência para a meta, em linha com a continuidade do processo de flexibilização da política monetária iniciada na segunda metade de 2005.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal							
	2005						2006	
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	-0,40	-0,79	-0,13	0,63	0,33	0,07	0,72	-0,06
IPA	-0,69	-1,04	-0,28	0,79	0,24	-0,14	0,81	-0,12
IPC-Br	0,13	-0,44	0,09	0,42	0,57	0,46	0,65	0,01
INCC	0,11	0,02	0,24	0,19	0,28	0,37	0,34	0,19

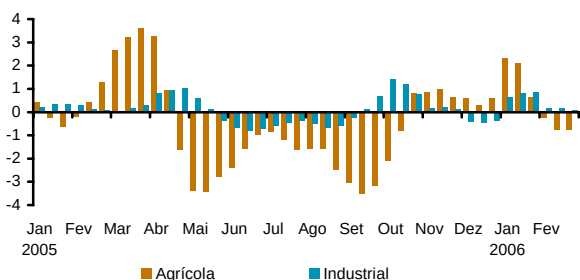
Fonte: FGV

A taxa de variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da FGV acumulada no trimestre dezembro-fevereiro atingiu 0,73%, ante 0,83% no trimestre encerrado em novembro. Essa redução refletiu, especialmente, o recuo dos preços no atacado, evidenciando a desaceleração nos preços dos produtos industriais.

O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) aumentou 0,54% no trimestre encerrado em fevereiro, comparativamente a 0,75% no trimestre setembro-novembro de 2005. Os preços dos produtos agropecuários, após recuarem 1,79% no período setembro-novembro de 2005, elevaram-se 0,47% no trimestre encerrado em fevereiro. Esse movimento refletiu, por um lado, os aumentos de 11,06% no preço da cana-de-açúcar, em período de entressafra, e de 8,75% nos preços dos alimentos *in natura*, impactados pelas fortes chuvas nos últimos meses, e, em sentido inverso, a continuidade da tendência declinante dos preços dos produtos de origem animal e de seus derivados, em especial de bovinos, leite, suínos e aves.

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

Os preços dos produtos industriais desaceleraram no período, registrando variação de 0,57%, ante 1,59% no trimestre encerrado em novembro. A redução esteve associada à menor pressão exercida pelos preços dos combustíveis e lubrificantes, que variaram, nos mesmos períodos, 1,58% e 10,08%, respectivamente.

A variação do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) permaneceu relativamente estável no trimestre encerrado em fevereiro, apresentando variação de 1,13% no período, ante 1,08% no trimestre setembro-novembro. Esse resultado refletiu aumentos de preços sazonais nos grupos educação, leitura e recreação e transportes.

Em 2005, o IGP-DI variou 1,22%, menor resultado anual desde a criação do índice, em 1944. O IPA-DI recuou 0,97% no ano, refletindo queda de 6,32% nos preços dos produtos agrícolas e alta de 0,88% nos preços dos produtos industriais.

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, medido pelo IBGE, aumentou 5,69% em 2005, registrando-se elevações de 8,96% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 4,32% nos preços livres.

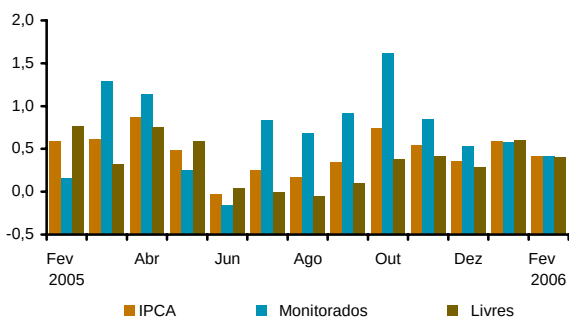
As variações mensais do IPCA, refletindo pressões pontuais, situaram-se em níveis relativamente elevados após setembro de 2005. No trimestre encerrado em fevereiro de 2006, o índice acumulou 1,37%, comparativamente a 1,66% no trimestre setembro-novembro. Essa desaceleração foi determinada, fundamentalmente, pelo recuo de 3,42% para 1,53% na variação dos preços monitorados, segmento cuja participação na composição do índice é de cerca de 30%.

Destacaram-se, no trimestre, as elevações nos preços dos itens cursos, álcool, condomínio, empregado doméstico, alimentação fora do domicílio e, em virtude da entressafra da cana-de-açúcar, do açúcar refinado, além de arroz e feijão.

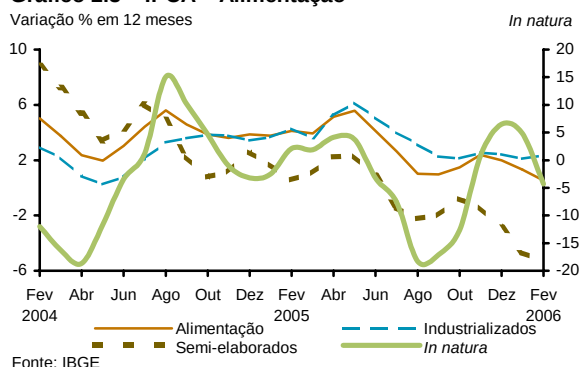
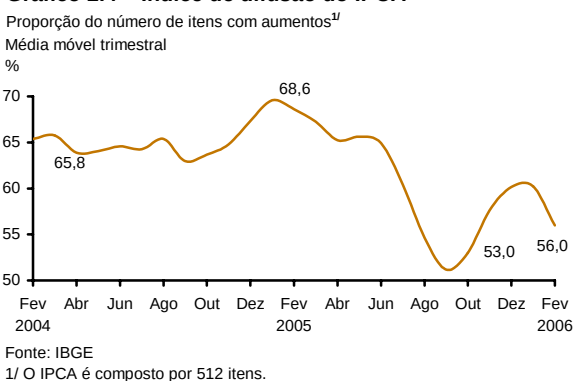
O índice de difusão, indicador da proporção do número de itens que apresentaram variação positiva no IPCA, registrou média de 56% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 57,6% no trimestre setembro-novembro de 2005. Esse patamar é o menor da série, iniciada em setembro de 1994, para trimestres terminados em fevereiro.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

Variação % mensal

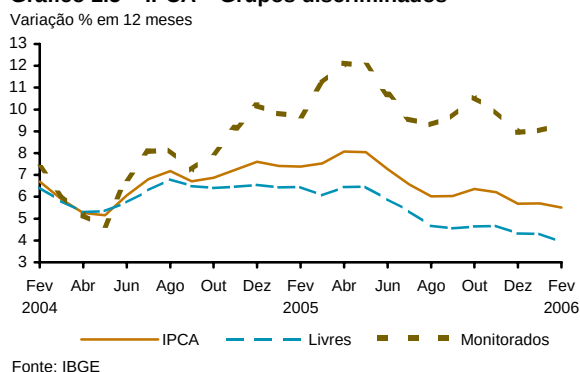


Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação**Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA****Tabela 2.2 – Preço ao consumidor**

Discriminação	Pesos	Variação % mensal				
		2005		2006		
		Nov	Dez	No ano	Jan	Fev
IPCA	100,00	0,55	0,36	5,69	0,59	0,41
Livres	66,67	0,42	0,29	4,32	0,60	0,40
Monitorados	33,33	0,85	0,53	8,96	0,58	0,42
Principais itens						
Energia elétrica	4,75	1,30	0,55	8,07	-0,94	0,15
Água e esgoto	1,95	0,33	0,16	13,42	0,21	0,00
Ônibus urbano	5,19	0,64	0,24	10,44	1,82	1,25
Passagem aérea	0,74	5,04	0,90	28,10	-1,20	-1,43
Gasolina	4,43	0,83	-0,18	7,76	1,19	0,57
Plano de saúde	2,65	1,01	0,99	12,03	1,89	1,07

Fonte: IBGE

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

A pressão sazonal exercida sobre os índices de preços pelos segmentos cursos e álcool combustível tende a esgotar-se nos próximos meses. Esse fator e a continuidade da redução dos preços em importantes segmentos do setor primário contribuirão para a desaceleração da variação do IPCA nos próximos meses.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 8,96% em 2005, respondendo por 2,67 p.p. da variação total do IPCA no ano. As maiores pressões ocorreram nas tarifas de energia elétrica, 8,1%; de água e esgoto, 13,4%; e de ônibus urbano, 10,4%; nas passagens aéreas, 28,1%; e nos planos de saúde, 12%. Ressaltem-se, ainda, as menores elevações, em 2005, nos preços da gasolina, 7,8%; e do álcool, 5,7%; comparativamente aos aumentos de 14,7% e de 31,6%, respectivamente, ocorridos em 2004.

No trimestre dezembro-fevereiro, os conjuntos de preços livres e monitorados do IPCA apresentaram taxas de variação de 1,28% e 1,53%, respectivamente, em comparação a 0,78% e 3,42% no trimestre encerrado em novembro. A variação dos preços monitorados representou 0,51 p.p. da variação de 1,37% do IPCA no trimestre encerrado em fevereiro.

As tarifas de ônibus intermunicipais elevaram-se em 2,18% no trimestre, e as passagens de ônibus urbano, em 4,4% em Recife, em 20% em Brasília, em 12,1% em Belo Horizonte, em 5,14% em Porto Alegre e em 5,14% no Rio de Janeiro, acumulando alta de 3,34% de dezembro a fevereiro.

Os preços monitorados deverão ser pressionados, nos próximos meses, pelos reajustes de energia elétrica, em março e abril, nos estados do Rio de Janeiro, Pernambuco, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Bahia e Ceará; e de telefonia, em abril.

2.4 Núcleos

Os núcleos de inflação apresentaram evolução distinta no período de dezembro a fevereiro de 2006. O núcleo do IPCA calculado com a exclusão de preços monitorados e alimentos em domicílio acumulou alta de 1,89% no trimestre, comparativamente a 0,95%, no período setembro-novembro de 2005. O aumento refletiu a mudança

Preços Administrados por Contrato e Monitorados na Composição do IPCA: Atualização da Pesquisa de Orçamentos Familiares

A atualização periódica de índices de preços consiste em prática desejável para que tais indicadores reflitam, efetivamente, os padrões de consumo de sua população alvo. Com esse objetivo, a estrutura dos itens que compõem o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), será atualizada, a partir de julho de 2006, com base nas informações da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) realizada em 2002/03, substituindo a atual estrutura derivada da POF de 1995/96. Serão, ainda, alteradas, por consequência, a composição e a estrutura de pesos do grupo de produtos com preços administrados por contrato e monitorados.

Relativamente à composição do grupo, foram retirados os itens imposto predial e transporte público-navio, e incorporados os itens gás veicular e multa de trânsito. A exclusão do imposto predial é justificada por se tratar de um item vinculado ao patrimônio, não possuindo característica de gasto de consumo. Assinale-se que o Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) permaneceu na estrutura do IPCA por estar associado ao uso de um bem de consumo. Esse procedimento é aplicado na maioria das metodologias internacionais de índices de preços. O item transporte público-navio, retirado por não se enquadrar nos novos critérios de inclusão¹, atualmente é, entre os monitorados, o item de menor peso (0,0039%).

Os dois itens incluídos refletem a atualização das estruturas de consumo e dos gastos das famílias. A ponderação do gás veicular foi estimada em

1/ Os critérios de inclusão estão descritos no box "INPC e IPCA – Atualização da Pesquisa de Orçamentos Familiares e Aprimoramentos Metodológicos", publicado no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2005.

Tabela 1 – Estruturas de ponderação do IPCA em janeiro de 2003

Principais itens do grupo com preços administrados

Itens	POF		Diferença (POF 2002/2003 – POF 1995/1996)	
	2002/2003	1995/1996	Em p.p.	Em %
Ônibus urbano	3.32	4.61	-1.28	-27.85
Produtos farmacêuticos	2.97	3.93	-0.95	-24.29
Energia elétrica residencial	3.41	4.12	-0.71	-17.33
Gás de bujão	1.33	1.76	-0.43	-24.52
Taxa de água e esgoto	1.27	1.60	-0.33	-20.58
Ônibus intermunicipal	1.03	1.02	0.01	1.35
Telefone fixo	3.25	2.98	0.27	9.20
Plano de saúde	2.76	2.46	0.30	12.16
Gasolina	5.02	4.37	0.65	14.75
Telefone celular	1.34	0.23	1.11	491.52
Outros itens	3.24	3.55	-0.31	-8.86
Administrados	28.94	30.63	-1.68	-5.49

Fonte: IBGE

0,112% do IPCA em janeiro de 2003, e a relativa a multa de trânsito, em 0,1033%. O primeiro, de acordo com a POF realizada em 2002/03, faz parte da cesta de consumo das famílias nas regiões metropolitanas de Fortaleza, Belo Horizonte, Rio de Janeiro e São Paulo, enquanto o segundo está presente em todas as regiões, exceto em Recife e no Rio de Janeiro.

A estrutura de ponderação foi alterada para toda a cesta de consumo das famílias. Dentro do grupo de produtos com preços monitorados, as principais alterações podem ser observadas na Tabela 1, onde são comparados os pesos atribuídos aos itens nas diferentes POFs, evidenciando a mudança ocorrida entre os períodos das pesquisas.

A nova estrutura implicará queda da participação dos preços monitorados. Baseando-se na ponderação de janeiro de 2003, a queda alcança 1,68 p.p. (5,49%), com reduções mais significativas em ônibus urbano, 1,28 p.p.; produtos farmacêuticos, 0,95 p.p.; e energia elétrica residencial, 0,71 p.p. Em sentido inverso, registrem-se os aumentos das participações dos gastos com plano de saúde, 0,3 p.p.; gasolina, 0,65 p.p.; e telefone celular, 1,11 p.p. Ressalte-se que na nova estrutura de pesos, gasolina passou a ser o item de maior contribuição individual no grupo com preços monitorados do IPCA, enquanto, anteriormente, ônibus urbano exercia essa influência.

Apesar das diversas mudanças de ponderação, o grupo dos preços monitorados deverá manter a mesma dinâmica da série anterior, tendo em vista que as duas estruturas de pesos apresentam elevada correlação, conforme sinalizado pelo Gráfico 1.

Gráfico 1 – Ponderação dos preços administrados

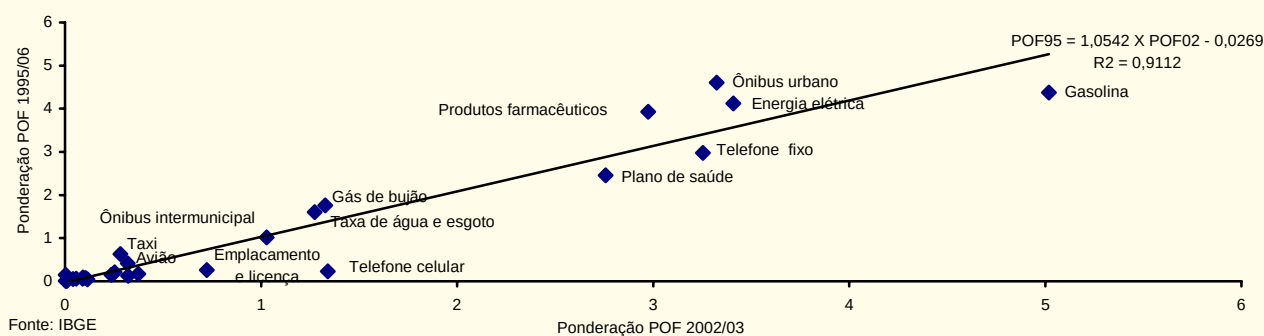


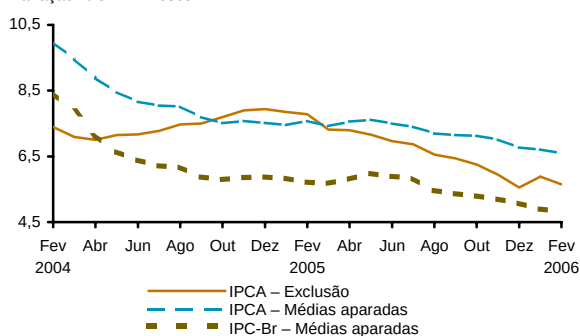
Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal						
	2005					2006	
	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA (cheio)	0,17	0,35	0,75	0,55	0,36	0,59	0,41
Exclusão	0,26	0,30	0,38	0,27	0,30	0,87	0,71
Médias aparadas							
Com suavização	0,36	0,51	0,58	0,51	0,43	0,61	0,49
Sem suavização	0,28	0,34	0,50	0,49	0,33	0,61	0,42
IPC-Br (cheio)	-0,44	0,09	0,42	0,57	0,46	0,65	0,01
Médias aparadas	0,07	0,29	0,37	0,31	0,36	0,44	0,29

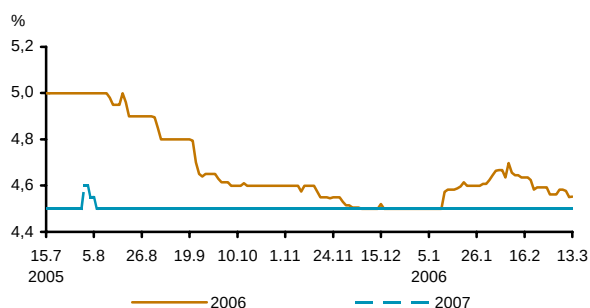
Fonte: IBGE, Bacen e FGV

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fonte: Bacen e FGV

Gráfico 2.7 – Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IPCA (mediana)

na classificação dos itens monitorados, que passou a incluir remédios e a excluir o álcool combustível, assim como as elevações nos preços dos cursos e condomínio.

A variação trimestral do núcleo calculado pelo procedimento de médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos atingiu 1,54% no trimestre finalizado em fevereiro, apresentando recuo em relação ao resultado do trimestre setembro a novembro de 2005. O núcleo de inflação por médias aparadas sem o procedimento de suavização apresentou estabilidade nos períodos considerados, registrando variações acumuladas de 1,37% e 1,34%, respectivamente.

O núcleo de inflação para o IPC-Br da FGV, calculado pelo método das médias aparadas, apresentou tendência ascendente no trimestre encerrado em fevereiro, elevando-se 1,09% nesse período, comparativamente a 0,97% no trimestre encerrado em novembro.

2.5 Expectativas de mercado

Segundo a pesquisa conduzida pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central, as expectativas do mercado para o IPCA de 2006 e de 2007 mantiveram-se no trimestre ancoradas à meta de 4,5% definida pelo CMN para os dois anos. No caso da mediana do IPCA para 2006, observou-se alguma oscilação próxima à meta por conta de ajustes pontuais nas expectativas do mês corrente, sem entretanto alterar sua tendência. Para 2007, a mediana das expectativas para o IPCA permaneceu estável em 4,5% durante todo o trimestre.

Considerando as expectativas suavizadas para o IPCA para os próximos doze meses, as projeções recuaram de 4,6% em janeiro para 4,4% na segunda semana de março, o patamar mais baixo apurado pela pesquisa de expectativas desde agosto de 2002.

Em relação às expectativas do mercado para os índices gerais de preços, verificou-se, ao longo do trimestre, recuo nas previsões para 2006 e estabilidade nas previsões para 2007, com a mediana para o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) dos dois anos atingindo respectivamente 4,3% e 4,5% na segunda semana de março.

O comportamento favorável das expectativas de inflação no primeiro trimestre do ano pode ser explicado pelos

Gráfico 2.8 – Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IGP-M (mediana)

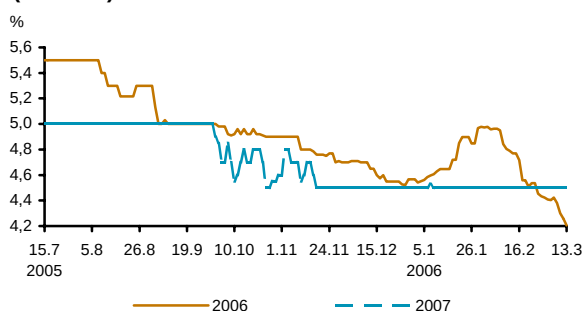


Gráfico 2.9 – Evolução diária das expectativas de mercado para preços administrados (mediana)

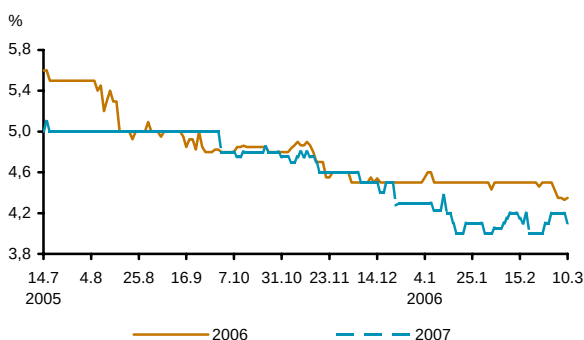


Gráfico 2.10 – Evolução diária das expectativas de mercado para taxa de câmbio – Fim de período (mediana)

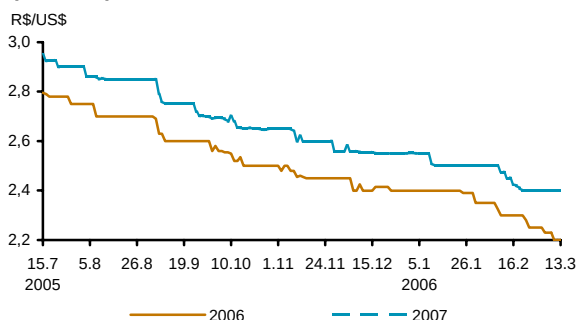


Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

	30.9.2005		30.12.2005		10.3.2006	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
IPCA	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,5
IGP-M	5,0	4,9	4,6	4,5	4,3	4,5
IPA-DI	5,2	5,0	4,8	4,7	4,0	4,6
Preços Administrados	4,8	5,0	4,5	4,3	4,4	4,1
Selic (fim de período)	16,0	14,0	15,0	13,5	14,5	13,4
Selic (média do período)	16,5	14,7	15,9	14,5	15,5	14,0
Câmbio (fim de período)	2,56	2,69	2,40	2,55	2,20	2,40
Câmbio (média do período)	2,50	2,61	2,35	2,45	2,20	2,31
PIB	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7

efeitos defasados do ajuste de política monetária implementado em 2004/2005 e pelas perspectivas do mercado de apreciação da taxa de câmbio. A estabilidade das projeções para os índices gerais de preços e para o reajuste dos preços administrados em 2006 também foi importante para ancorar as expectativas inflacionárias no patamar da meta.

No que diz respeito à condução da política monetária, observa-se que, no primeiro trimestre de 2006, o mercado ajustou sua expectativa para a evolução da taxa de juros até 2007, sinalizando uma perspectiva de maior flexibilidade na condução da política monetária. Para 2006, a projeção para a taxa Selic de final de período recuou de 15% a.a. para 14,5% a.a., enquanto para 2007 ficou estável em 13,4% a.a.

As expectativas para a taxa de câmbio em 2006 e em 2007 continuam favorecendo a formação de um quadro de menor pressão inflacionária. No primeiro trimestre de 2006, as medianas para a taxa média de câmbio apreciaram-se, trazendo a expectativa para a média de 2006 de R\$2,35/US\$, no final de 2005, para R\$2,20/US\$, na segunda semana de março; a expectativa para a média de câmbio em 2007 passou de R\$2,45/US\$ para R\$2,31/US\$, no mesmo período.

Quanto às estimativas para o reajuste dos preços administrados em 2006, a mediana das expectativas para 2006 recuou de 4,5% para 4,35%, sinalizando a perspectiva de que esse componente não será um fator de pressão sobre o IPCA, ao contrário do verificado nos últimos anos.

2.6 Conclusão

A inflação ao consumidor situou-se em patamar relativamente elevado desde outubro de 2005, evidenciando a ocorrência de fatores pontuais ao longo do período, que não parecem ter acarretado maiores riscos em relação à convergência para as metas estabelecidas pelo CMN. A perspectiva para os próximos meses é de manutenção de uma trajetória benigna para a inflação, num contexto de recuperação da atividade econômica.

Essa perspectiva favorável resulta, fundamentalmente, da política monetária implementada ao longo dos últimos anos, que reagiu de forma tempestiva e consistente às pressões inflacionárias existentes, criando as condições necessárias para que a economia mantenha um crescimento sustentável nos próximos anos.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro realizadas com recursos livres e direcionados, totalizaram R\$608,7 bilhões em janeiro de 2006, registrando crescimentos de 5,7% no trimestre e de 20,2% em doze meses. O volume total de empréstimos passou a representar 31,1% do PIB, ante 30,2% em outubro e 27,2% em janeiro de 2005.

A evolução dos empréstimos no trimestre encerrado em janeiro esteve associada às características sazonais do período, refletindo a retração da demanda do setor produtivo, evidenciada pela acomodação dos negócios relacionados às transações mercantis, após período de crescimento observado no final do ano. Ao mesmo tempo, a procura de crédito por parte das pessoas físicas, após moderado crescimento em dezembro, tendo em vista a disponibilidade adicional de recursos representada pelo 13º salário, mostrou-se mais intensa em janeiro, em virtude da concentração de compromissos financeiros nos primeiros meses do ano.

Relativamente à segmentação do crédito conforme o controle de capital das instituições financeiras, os financiamentos realizados pelos bancos privados nacionais somaram R\$249,5 bilhões, com elevações de 5,9% no trimestre e de 24,8% em doze meses, passando a representar 41% dos empréstimos do sistema financeiro. Os financiamentos concedidos pelas instituições estrangeiras responderam por 22,3% do total de crédito em janeiro, com aumentos de 4,8% em relação a outubro e de 22,8% em doze meses. Nesses dois segmentos, destacaram-se as operações relativas a pessoas físicas e a outros serviços. As carteiras dos bancos públicos corresponderam a 36,8% do volume do sistema financeiro, em janeiro de 2006, tendo aumentado 6% no trimestre e 14% em doze meses, com ênfase para os setores rural e outros serviços.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2005			2006		Variação %	
	R\$ bilhões						
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses	
Total	575.9	590.2	606.7	608.7	5.7	20.2	
Recursos livres	385.7	395.0	403.5	405.3	5.1	24.6	
Direcionados	190.2	195.2	203.2	203.4	6.9	12.2	
Participação %:							
Total/PIB	30.2	30.8	31.3	31.1			
Rec. livres/PIB	20.2	20.6	20.8	20.7			
Rec. direc./PIB	10.0	10.2	10.5	10.4			

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

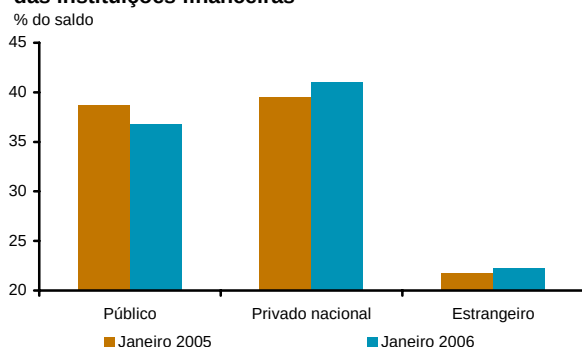


Gráfico 3.2 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais

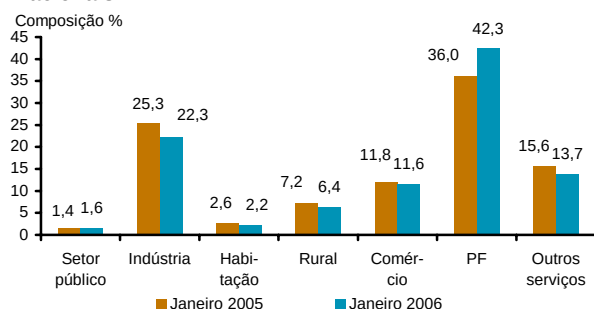


Gráfico 3.3 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

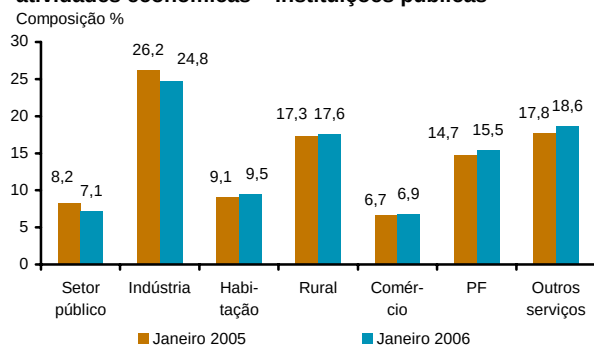


Gráfico 3.4 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

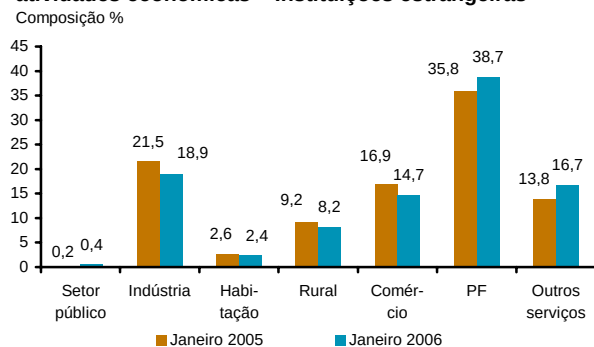


Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2005			2006	Variação %	
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses
Total	190.2	195.2	203.2	203.4	6.9	12.2
BNDES	114.9	118.2	124.1	123.5	7.5	11.7
Direto	59.9	62.4	66.3	65.2	8.8	7.9
Repasse	55.0	55.8	57.9	58.3	6.1	16.2
Rural	42.1	43.4	45.1	45.2	7.4	11.8
Bancos e agências	40.5	41.7	43.4	43.3	6.9	11.1
Cooperativas	1.6	1.7	1.8	1.8	18.1	32.8
Habitação	27.2	27.6	28.1	28.9	6.0	16.1
Outros	6.0	6.0	5.9	5.9	-2.6	7.3

Com relação à distribuição dos empréstimos por setor da atividade econômica, as operações com o setor privado somaram R\$588,3 bilhões, com expansão de 5,8% no trimestre, sustentada, em grande parte, pelas elevações assinaladas nas operações classificadas nos segmentos outros serviços, 10,5%, e rural, 6,9%, que totalizaram R\$98,7 bilhões e R\$66,3 bilhões, respectivamente.

Adicionalmente, os créditos para o setor público elevaram-se em 2,9% no trimestre, atingindo R\$20,5 bilhões em janeiro. Esse desempenho esteve associado ao aumento de 4,8% nas dívidas bancárias dos governos estaduais e municipais, que alcançaram R\$16 bilhões, refletindo, principalmente, a concessão de recursos para empresas de energia elétrica. As operações contraídas pela esfera federal totalizaram R\$4,4 bilhões, com declínio de 3,3% no período, devido a amortizações de contratos com empresas estatais dos ramos de gás e geração de energia elétrica.

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados atingiram R\$203,4 bilhões em janeiro, com crescimentos de 6,9% em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2005 e de 12,2% em doze meses. O resultado trimestral foi determinado pela expansão de 7,5% nos financiamentos concedidos pelo sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), destacando-se as operações realizadas sob a forma direta. No mesmo sentido, os empréstimos destinados ao setor rural cresceram 7,4% no período, seguidos pelos financiamentos concedidos ao segmento habitacional, 6%. Os créditos destinados à agropecuária com recursos controlados corresponderam a 68,1% do volume total de crédito rural, destacando-se a modalidade de custeio agrícola, cuja participação no crédito rural elevou-se de 39,4%, em outubro, para 41,2%, em janeiro.

Os financiamentos habitacionais concedidos a pessoas físicas e cooperativas somaram R\$28,9 bilhões em janeiro de 2006, registrando aumento de 6% em relação a outubro de 2005, destacando-se as aplicações com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). No mesmo período, os desembolsos com recursos da caderneta de poupança cresceram 56,3%, situando-se em R\$1,5 bilhão.

A carteira de empréstimos do BNDES, que correspondeu a 60,7% do total do crédito direcionado, somou

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan		Variação %
	2005	2006	
Total	3 795	2 489	-34.4
Indústria	2 102	647	-69.2
Outros equipamentos de transportes ^{1/}	1 498	0	-100.0
Veículo automotor	113	179	58.4
Máq. e equipamentos	87	40	-54.0
Prod. alimentício e bebidas	77	143	85.7
Produtos químicos	58	27	-53.4
Celulose e papel	79	23	-70.9
Comércio/Serviços	1 194	1 443	20.9
Transporte terrestre	514	795	54.7
Eleticidade, gás, água quente	381	177	-53.5
Construção	79	130	64.6
Comércio e reparação de veículos	47	202	329.8
Agropecuária	499	399	-20.0

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

R\$123,5 bilhões em janeiro, superando em 7,5% o valor registrado em outubro. Esse resultado esteve associado às elevações de 8,8% nos financiamentos concedidos diretamente pelo BNDES, que totalizaram R\$65,2 bilhões, e de 6,1% nas operações realizadas sob a forma de repasses às instituições financeiras, que atingiram R\$58,3 bilhões.

Os desembolsos efetuados pelo BNDES somaram R\$2,5 bilhões em janeiro. O recuo de 34,4% em relação a igual período do ano anterior evidenciou as reduções de 69,2% nos financiamentos contratados pela indústria, em especial no ramo outros equipamentos de transporte, e de 20% nos desembolsos para a atividade agropecuária. Em sentido inverso, as concessões para o segmento de comércio, inclusive serviços, elevaram-se 20,9%, refletindo a procura mais acentuada nos segmentos transporte terrestre e comércio e reparação de veículos. Assinale-se que os financiamentos contratados pelas micro, pequena e média empresas, embora recuassem 3,9% em relação a janeiro de 2005, responderam por 42,1% do total de desembolsos.

As consultas apresentadas ao BNDES, que representam desembolsos potenciais para investimentos de médio e longo prazos, somaram R\$6,7 bilhões em janeiro de 2006, com elevação de 71,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Essa variação traduziu, basicamente, o aumento de 109% nas solicitações da indústria, totalizando R\$5,2 bilhões, com ênfase no segmento aeronáutico. Os pedidos formulados pelo setor de comércio e serviços alcançaram R\$1,3 bilhão, registrando-se expansão de 29,4%, vinculada, basicamente, às consultas da área de energia e eletricidade.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2005			2006	Variação %	
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses
Total	385.7	395.0	403.5	405.3	5.1	24.6
Pessoa jurídica	203.0	208.1	213.0	210.6	3.7	15.3
Recursos domésticos	154.9	161.1	164.9	163.4	5.5	20.9
Referencial ^{1/}	130.2	135.1	137.3	136.2	4.7	20.5
Leasing	12.8	13.1	13.6	13.7	7.4	36.9
Rural	1.9	2.1	2.1	2.1	12.0	33.5
Outros	10.1	10.8	11.9	11.4	12.8	7.8
Recursos externos	48.2	47.0	48.1	47.2	-2.0	-0.5
Pessoa física	182.6	186.9	190.4	194.7	6.6	36.5
Referencial ^{1/}	151.8	155.9	155.2	160.2	5.6	37.0
Cooperativas	8.2	8.3	8.3	8.4	3.4	18.2
Leasing	7.2	7.6	8.2	8.6	19.9	96.5
Outros	15.5	15.0	18.8	17.4	12.4	23.6

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

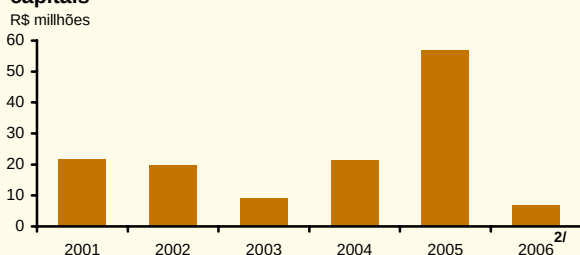
Operações de crédito com recursos livres

As operações de crédito com recursos livres totalizaram R\$405,3 bilhões em janeiro de 2006, elevando-se 5,1% em relação a outubro de 2005 e 24,6% em doze meses. A participação desses empréstimos no estoque total do sistema financeiro recuou 0,4 p.p. no trimestre, ao alcançar 66,6%.

Os empréstimos para pessoas jurídicas apresentaram elevação trimestral de 3,7%, alcançando R\$210,6 bilhões. Esse desempenho refletiu, por um lado, o acréscimo de 5,5% nos financiamentos com recursos domésticos, cujo volume atingiu R\$163,4 bilhões, e, por outro lado, a retração de 2% nos créditos lastreados em recursos

Fontes de Financiamento Alternativas ao Crédito Bancário

Gráfico 1 – Emissões consolidadas no mercado de capitais^{1/}



Fonte: CVM

1/ Ofertas primárias registradas na CVM, de ações, debêntures, notas promissórias e FIDC.

2/ Acumulado até fevereiro

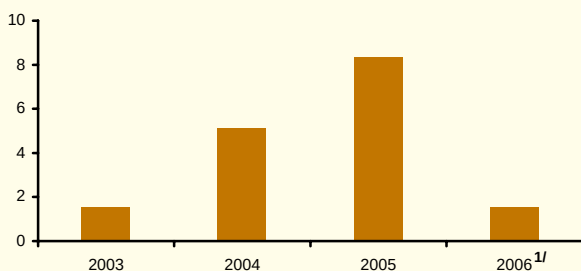
O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, elevou-se em 21,5% em 2005. A evolução, em continuidade à trajetória de crescimento verificada em 2004, quando essas operações aumentaram 19,5% no ano, mostrou-se mais expressiva nos empréstimos para pessoas físicas. Essa expansão, no entanto, vem sendo acompanhada, recentemente, por significativa ampliação de fontes internas alternativas de financiamento^{1/}.

Dentre essas, assinalem-se o desempenho das captações de recursos no mercado de capitais mediante a emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívidas (debêntures, notas promissórias e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC). Em 2005, consolidou-se a importância do mercado acionário para o financiamento das empresas, com as novas emissões totalizando R\$4,4 bilhões, superior, pelo segundo ano consecutivo, ao total relativo ao quadriênio 2000/03. As novas emissões de debêntures, 332,1% superiores às registradas em 2004, somaram R\$41,5 bilhões, novo recorde histórico de captações nesse segmento. As perspectivas para 2006 são igualmente favoráveis. No primeiro bimestre, as ofertas primárias registradas (Gráfico 1) atingiram R\$7,1 bilhões, com aumento de 38,7% em relação a igual período de 2005, destacando-se o crescimento verificado nas ofertas de ações e de FIDC. Com relação às emissões de debêntures, prevê-se que se mantenham em patamar elevado em 2006, tendo em vista que, até 13 de março, os registros na Comissão de Valores

1/ Serão abordadas aqui, exclusivamente, algumas fontes de financiamento formais, não sendo considerado o uso de recursos próprios (lucros retidos), ou de créditos de fornecedores, que têm, reconhecidamente, papel de grande importância no Brasil.

Gráfico 2 – Emissão primária de fundos de investimento em direitos creditórios

R\$ milhões – Acumulado no ano



Fonte: CVM

1/ Acumulado até fevereiro.

Mobiliários (CVM) totalizaram R\$2,6 bilhões, existindo, nessa data, ofertas em processo de análise no montante de R\$4,6 bilhões.

O fortalecimento do mercado de capitais no período pode ser associado ao conjunto de ações microeconômicas adotadas nos últimos anos, que buscou estimular o crescimento do setor de dívida corporativa no País. Nesse contexto, destacou-se o aperfeiçoamento dos instrumentos de crédito e de securitização, sobressaindo a criação de mecanismos de financiamento específicos para o setor de construção civil e de agronegócio, bem como melhorias em instrumentos de crédito já existentes para as empresas, como os FIDC.

Os FIDC, instituídos pela Resolução CMN 2.907/2001 e direcionados, principalmente, para investidores de médio e grande portes, devem destinar pelo menos 50% de seus recursos a aplicações em direitos creditórios diversos (recebíveis)². Dessa maneira, constituem instrumento de captação de recursos pelas empresas e de otimização da estrutura de capital das firmas³.

Os dados relativos às captações desses fundos evidenciam seu acentuado crescimento nos últimos anos. Segundo a CVM, o volume total captado em 2003, primeiro ano de efetivo funcionamento desses fundos, atingiu R\$1,5 bilhão, aumentando para R\$8,6 bilhões em 2005, dos quais R\$5,2 bilhões oriundos de créditos de empresas não financeiras.

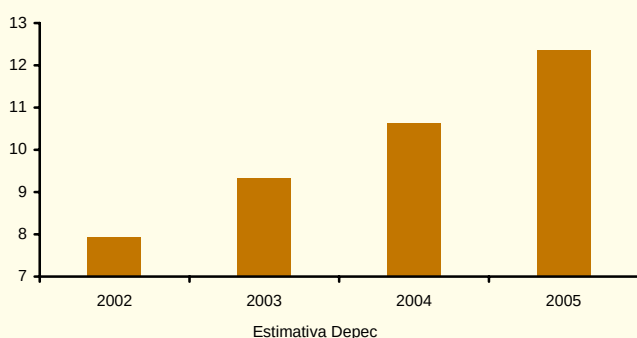
Adicionalmente, deve-se assinalar que a possibilidade de constituição desses fundos sob regime aberto viabilizou a negociação de tais produtos em mercados secundários de cotas dos FIDC, cujo volume de transações atingiu R\$3,4 bilhões em 2005. Ressalte-se, ainda, que a existência desse mercado secundário fornece garantia adicional ao investidor, além de propiciar redução do deságio inerente às emissões primárias.

2/ Direitos creditórios (ou recebíveis) são títulos originários de operações de vendas de produtos e/ou de serviços, os quais podem ser oferecidos em garantia às operações de empréstimo ou financiamento. A regulamentação permite que sejam incluídos créditos de diversas naturezas (comercial, financeira, industrial, imobiliária, hipotecária, de arrendamento mercantil ou de prestação de serviços), não se restringindo a recebíveis de mercados específicos.

3/ Esse instrumento permite que as empresas antecipem receitas imobilizadas sob a forma de recebíveis sem a geração de passivo, com vantagem tributária.

Gráfico 3 – Consórcios – Dispendios executados

R\$ bilhões

**Tabela 1 – Evolução dos participantes ativos dos consórcios**

Discriminação	Milhares				
	Posição de final de ano				
	2001	2002	2003	2004	2005
Total	2 894	3 016	3 147	3 188	3 399
Bens imóveis	95	124	177	229	317
Bens móveis	2 799	2 892	2 970	2 959	3 081
Tratores	120	118	121	130	135
Automóveis	955	886	869	906	891
Motos	1 400	1 630	1 789	1 717	1 737
Aquisição de bens	325	257	191	207	318
Outros	0	0	0	0	0

Discriminação	Participação (%)				
	Posição de final de ano				
	2001	2002	2003	2004	2005
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Bens imóveis	3.3	4.1	5.6	7.2	9.3
Bens móveis	96.7	95.9	94.4	92.8	90.7
Tratores	4.1	3.9	3.8	4.1	4.0
Automóveis	33.0	29.4	27.6	28.4	26.2
Motos	48.4	54.1	56.8	53.9	51.1
Aquisição de bens	11.2	8.5	6.1	6.5	9.4
Outros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

A recente ampliação das fontes formais de financiamento às empresas, fora do sistema financeiro, pode contribuir para a mudança estrutural na economia brasileira, concorrendo para a ampliação e modernização da capacidade produtiva e, conseqüentemente da competitividade do País. Essas fontes representariam alternativa efetiva ao endividamento externo⁴ e ao crédito direcionado, em termos de condições de custo e prazo, ampliando o número de empresas beneficiadas.

Em relação ao segmento de pessoas físicas, deve-se salientar a evolução recente das operações com consórcios, mecanismo com a finalidade de formar poupança destinada à compra de bens móveis duráveis, imóveis e serviços turísticos. Nesse sentido, registre-se que os recursos disponibilizados pelo sistema de consórcios para aquisição de bens e serviços, de acordo com estimativa obtida a partir do valor das cartas de crédito concedidas, apresentaram expressivas expansões no triênio 2003-2005. Em 2005, o total das cartas de crédito disponibilizadas atingiu R\$12,4 bilhões, com crescimento de 16,3%, comparativamente a 2004. Em dezembro de 2005, o sistema de consórcios incorporava 3,4 milhões de participantes ativos, 91% dos quais concentrados em bens móveis, basicamente automotivos.

Relativamente à evolução por segmento de bens, assinala-se a expansão dos consórcios para aquisição de bens imóveis, cuja representatividade, em termos de participantes, mais do que duplicou entre 2002 e 2005. O crescimento desse segmento, entre outros fatores, pode ser atribuído tanto à reduzida expansão do crédito habitacional no período⁵ como à participação de grandes bancos no sistema de consórcio, que ampliaram a oferta de produtos disponíveis para os seus clientes, propiciando o ingresso de novos demandantes nesse mercado. Ao mesmo tempo, ressalte-se a queda, ao longo do período, do número de participantes nos segmentos de automóveis e aquisição de bens, que pode ser

4/ As captações externas de empresas brasileiras, excluídas instituições financeiras, vêm mostrando redução desde 2003 (o total captado em 2005 atingiu R\$4,8 bilhões, ante R\$6,2 bilhões em 2003), comportamento que pode ser parcialmente associado ao recente dinamismo das fontes de crédito domésticas.

5/ Considerando apenas o setor privado como devedor, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2005, o estoque do crédito habitacional concedido pelo sistema financeiro cresceu 20,8%, comparativamente à expansão de 62,5% ocorrida no conjunto das demais modalidades de crédito.

associada à maior expansão do crédito bancário às pessoas físicas, principalmente na modalidade *leasing*.

A ampliação das fontes internas alternativas de financiamento vem, dessa forma, contribuindo para a disseminação do crédito aos agentes econômicos e concorrendo para elevar o nível de investimento das empresas e os planos de consumo das famílias.

externos, que totalizaram R\$47,2 bilhões, evidenciando a apreciação cambial registrada no período.

Assinale-se a participação de 83% do crédito referencial, parcela utilizada para cálculo e monitoramento das taxas de juros, no total dos créditos para pessoas jurídicas com recursos domésticos, totalizando R\$136,2 bilhões, com elevação de 4,7% no trimestre. Os financiamentos rurais aumentaram 12%, e as operações de arrendamento mercantil para empresas, 7,4%, destacando-se a participação de máquinas e equipamentos entre os bens arrendados e do segmento de serviços como principais beneficiários.

Os empréstimos para pessoas físicas atingiram R\$194,7 bilhões em janeiro, com aumento de 6,6% relativamente a outubro, dos quais 82% referentes a crédito referencial para a taxa de juros, que apresentou crescimento de 5,6% no trimestre. Os financiamentos para aquisição de veículos elevaram-se em 9,8% no trimestre, impulsionados por campanhas promocionais das principais montadoras, enquanto o volume de crédito pessoal aumentou 5,4%, em linha com a concentração sazonal de pagamentos observada em janeiro. A expansão desses empréstimos continua refletindo a trajetória dos créditos consignados, cuja participação na carteira de crédito pessoal cresceu de 45,3%, em janeiro de 2005, para 46,5% em janeiro deste ano, evidenciando, principalmente, a consolidação das operações com aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). O saldo das operações consignadas em folha de pagamento cresceu 8% em relação ao de outubro de 2005, atingindo R\$33,7 bilhões em janeiro.

As operações de *leasing* para pessoas físicas, em especial de automóveis, aumentaram 19,9% no trimestre, atingindo R\$8,6 bilhões, enquanto as operações realizadas por cooperativas cresceram 3,4%, alcançando R\$8,4 bilhões.

A taxa média de juros no segmento de crédito livre referencial recuou 2,1 p.p. no trimestre, atingindo 46,1% a.a. em janeiro. Esse movimento, resultante de reduções tanto nas operações envolvendo pessoas físicas quanto jurídicas, mostrou-se consistente com a flexibilização da política monetária iniciada em setembro de 2005.

No segmento de pessoas jurídicas, as taxas médias dos empréstimos reduziram-se 2,1 p.p., ao atingir 31,3% a.a. O decréscimo nas taxas de juros ocorreu de forma generalizada, com destaque para as modalidades desconto de duplicatas, capital de giro e *vendedor*. Adicionalmente, ressaltou-se a diminuição do custo projetado para os contratos

Gráfico 3.5 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

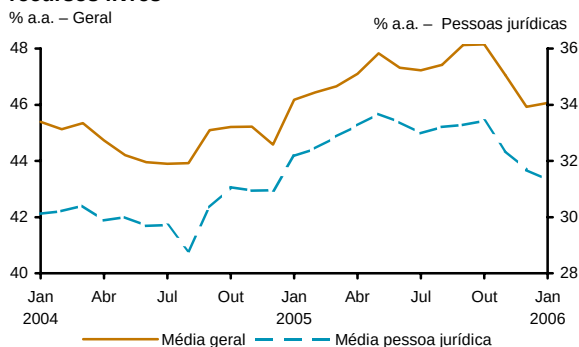


Gráfico 3.6 – Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física

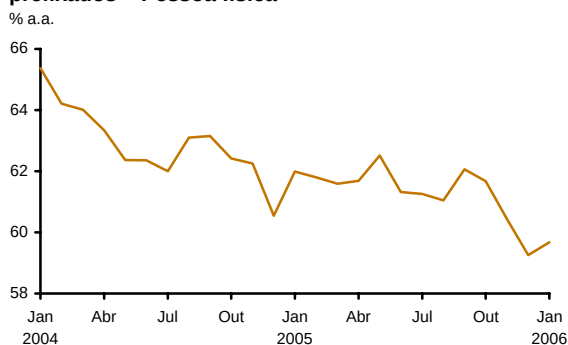


Gráfico 3.7 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

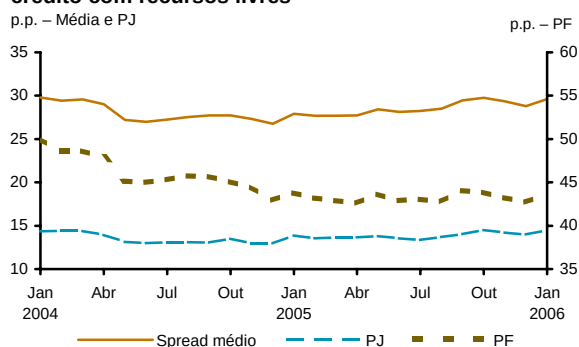
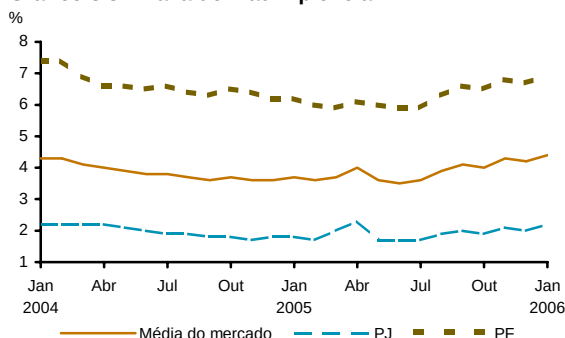


Gráfico 3.8 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

de Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC), associada, principalmente, à apreciação cambial registrada no período.

As taxas de juros dos empréstimos para as pessoas físicas diminuíram 2 p.p., situando-se em 59,7% a.a. em janeiro. Esse resultado foi influenciado tanto pela redução no custo dos empréstimos, principalmente crédito pessoal, quanto por alterações no perfil da carteira de crédito envolvendo a maior participação de operações com taxas mais reduzidas, a exemplo dos financiamentos para aquisição de bens.

O *spread* bancário decresceu 0,1 p.p. no trimestre encerrado em janeiro de 2006, ao atingir 29,7 p.p. Esse comportamento refletiu o menor repasse ao tomador final da queda observada nas taxas de captação.

A inadimplência do crédito referencial cresceu 0,4 p.p. no trimestre, alcançando 4,4% em janeiro, reflexo de aumentos nos atrasos relativos às operações com pessoas jurídicas, 0,3 p.p., e pessoas físicas, 0,4 p.p.

Gráfico 3.9 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

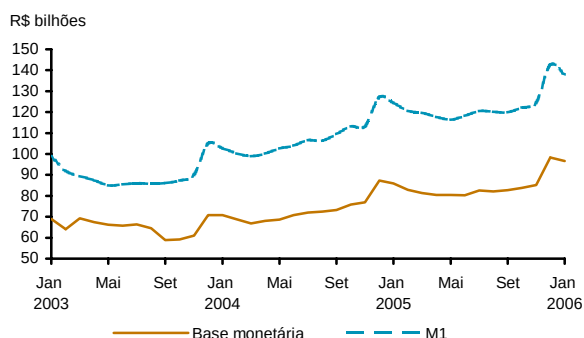
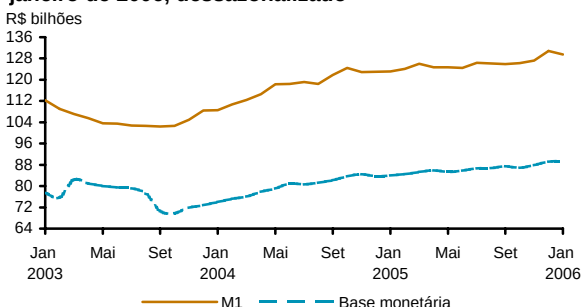


Gráfico 3.10 – M1 e base monetária a preço de janeiro de 2006, dessazonalizado^{1/}



1/ Índice de preço: IPCA.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1), considerada a média dos saldos diários, atingiram R\$137,9 bilhões em janeiro, registrando expansão de 10,9% nos últimos doze meses. Quanto aos seus componentes, verificaram-se crescimentos de 11,2 % no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 10,7% nos depósitos à vista.

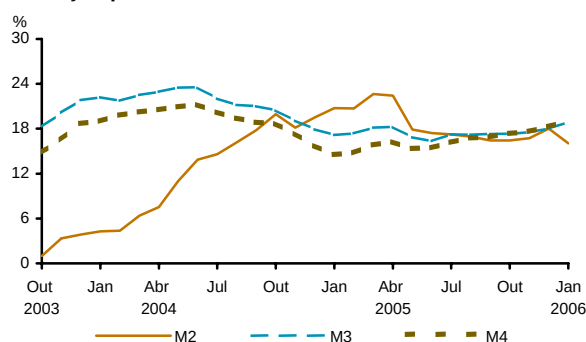
Quando considerados dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o M1 registrou crescimento de 2,5% no trimestre encerrado em janeiro. A seqüência expansionista do agregado mostrou-se compatível com o nível da atividade econômica e, particularmente, com o crescimento contínuo das operações de crédito.

Consistente com a evolução dos meios de pagamento, a média dos saldos diários da base monetária alcançou R\$96,7 bilhões em janeiro, registrando acréscimo de 12,4% em doze meses. Esse comportamento refletiu aumentos de 12,4% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 12,5% nas reservas bancárias.

Relativamente às fontes de emissão primária de moeda, as compras líquidas de divisas no mercado interbancário de câmbio totalizaram R\$23,4 bilhões no

trimestre encerrado em janeiro, constituindo-se no principal fator de expansão monetária, no período. As demais operações com o sistema financeiro foram expansionistas em R\$1 bilhão, refletindo impactos de R\$1,1 bilhão relativos a ajustes nas operações com derivativos e de R\$573 milhões relacionados ao movimento na conta única do Tesouro Nacional, e a contração de R\$780 milhões decorrente da exigibilidade adicional sobre depósitos. O resultado líquido das operações com títulos públicos federais foi contracionista em R\$11,4 bilhões.

Gráfico 3.11 – Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses



Considerado o conceito M2, que agrega M1, depósitos para investimentos, depósitos de poupança e títulos emitidos pelas instituições financeiras, os meios de pagamento elevaram-se em 5,3%, em relação a outubro, e 16,1%, ante janeiro de 2005. Os saldos das cadernetas de poupança e dos títulos privados cresceram 3,9% e 4,6%, respectivamente, no trimestre. A movimentação desses ativos reflete, em parte, o efeito sazonal relacionado ao pagamento do 13º salário.

O conceito M3, que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamentos em operações compromissadas realizadas entre o setor não financeiro e o público financeiro, registrou alta de 6% em relação a outubro, com captação líquida de R\$10,7 bilhões no período. O conceito M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,3 trilhão em janeiro, com crescimentos de 5,6% no trimestre e de 19% em doze meses.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O saldo líquido das operações com títulos públicos federais, no trimestre encerrado em janeiro, foi contracionista em R\$8,4 bilhões, refletindo colocações de R\$94,7 bilhões, vencimentos de R\$77,4 bilhões e compras e resgates antecipados da ordem de R\$8,9 bilhões. As trocas somaram R\$58,5 bilhões, concentradas majoritariamente em Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), título atrelado ao IPCA, com 79,3% do valor negociado.

Em janeiro, o Tesouro Nacional divulgou o Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2006. Dentre as diretrizes apresentadas para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF), destacam-se a elevação de seu prazo médio

e a substituição dos títulos referenciados à taxa Selic e à variação cambial por papéis com rentabilidade prefixada ou atrelada a índices de preços. Em linha com a estratégia apresentada, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as NTN-B responderam por 65,4% e 28%, respectivamente, das emissões registradas no trimestre encerrado em janeiro.

No trimestre, a atuação preventiva no controle de liquidez, efetuada por meio de vendas conjugadas a recompras de LTN, totalizou R\$16,3 bilhões. Em termos estruturais, a esterilização das operações de compra de dólares pelo Banco Central, buscando recompor as reservas internacionais, atuou no sentido de elevar a posição de liquidez, enquanto as operações primárias do TN com títulos públicos contribuíram para contraí-la.

A média diária da posição líquida de financiamento situou-se em R\$60,8 bilhões em janeiro de 2006, ante R\$56,5 bilhões em outubro, com oscilações pontuais ao longo do trimestre. A expansão sazonal da base monetária reduziu para R\$22,9 bilhões o saldo dessas operações no fim de dezembro, enquanto o tradicional vencimento de início de trimestre de LTN elevou esse valor para R\$68,6 bilhões no primeiro dia útil de janeiro.

Em janeiro, as operações compromissadas prefixadas, com prazo de cinco meses – iniciadas em outubro – giraram R\$39,1 bilhões, em média, e as de prazo de três meses, R\$10,4 bilhões, ante R\$43 bilhões em outubro de 2005. Ressalte-se que essa elevação de prazos aumenta a eficácia no controle das condições de liquidez do sistema.

No trimestre encerrado em janeiro, objetivando reduzir a exposição cambial da dívida pública, a autoridade monetária atuou no mercado futuro de dólares por meio da contratação de US\$18,3 bilhões em *swaps* reversos. No período, o vencimento de dívida cambial somou US\$1,6 bilhão em títulos públicos e US\$1,3 bilhão em *swaps* cambiais reversos.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A taxa de juros Selic real *ex-ante*, calculada com base na pesquisa Focus de 10 de fevereiro, realizada pelo Banco Central, atingiu 10,4% a.a., ante 11,8% a.a. no final de novembro de 2005. O recuo da taxa real esperada refletiu, primordialmente, o ajuste das expectativas sobre a evolução da taxa Selic, em face do processo de flexibilização da política monetária iniciado em setembro.

Gráfico 3.12 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

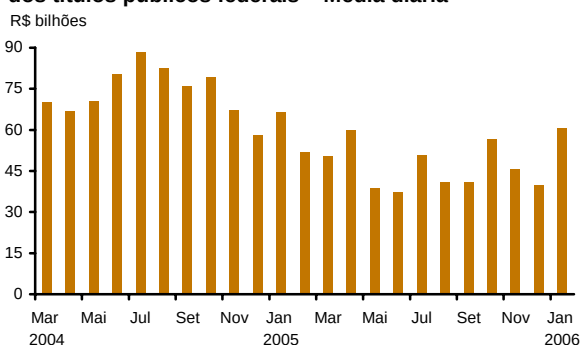


Gráfico 3.13 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período

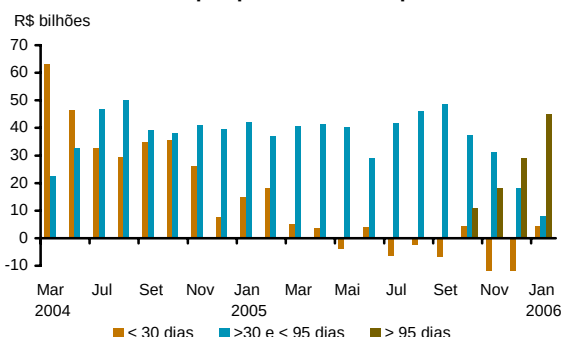


Gráfico 3.14 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

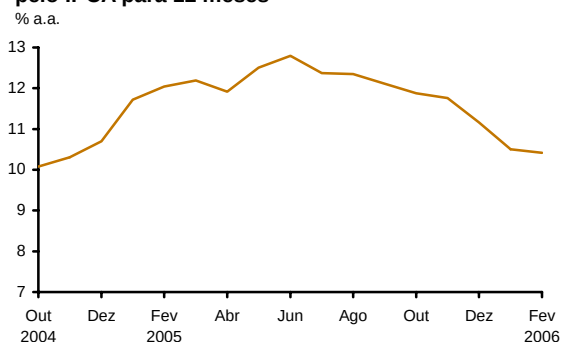


Gráfico 3.15 – Selic x swap DI x Pré

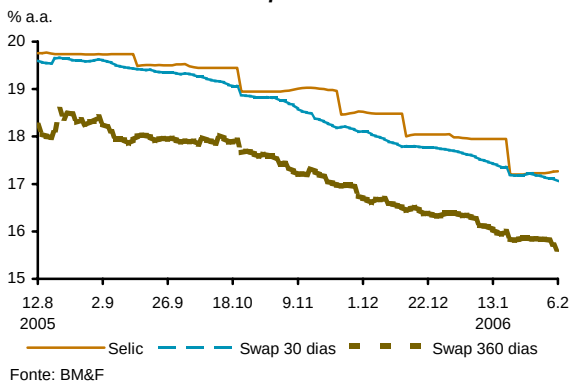


Gráfico 3.16 – Emissão primária autorizada no mercado de capitais

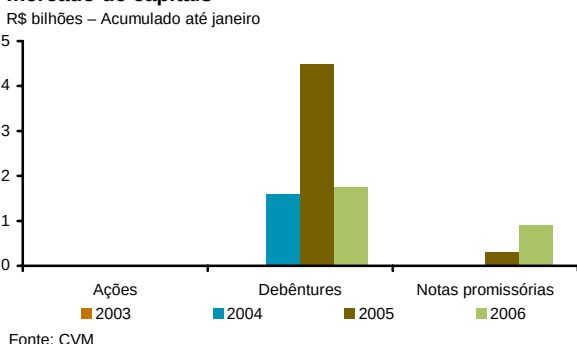
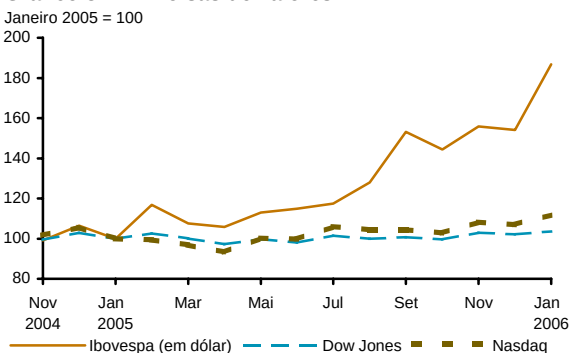


Gráfico 3.17 – Bolsas de valores



Em linha com o ajuste nas expectativas e com a convergência dos índices de preços à trajetória de metas de inflação, as taxas de juros privadas, referenciadas pelos contratos de swap DI x pré, recuaram no período de novembro a fevereiro. Em 6 de fevereiro, a taxa referencial dos contratos de swap DI x pré com prazo de 360 dias atingiu 15,6% a.a., ante 16,75% a.a. no final de novembro.

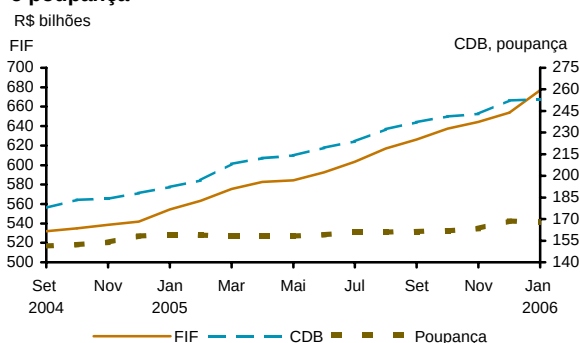
Mercado de capitais

O volume de financiamento das empresas no mercado, segundo ofertas primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mediante emissões de ações, debêntures e notas promissórias atingiu R\$13,5 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, dos quais R\$1,2 bilhão relativo a emissões primárias de ações e R\$10,7 bilhões a debêntures. Ressalte-se que, no início de fevereiro, sete novos pedidos de emissões de debêntures, totalizando R\$4,2 bilhões, encontravam-se em análise na CVM. As captações dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) somaram R\$3,1 bilhões no trimestre, com variação de 1% em relação ao mesmo período do ano anterior.

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 38.382 pontos ao final de janeiro, registrando alta de 27,1% em relação ao final de outubro. O volume médio diário negociado no trimestre encerrado em janeiro atingiu R\$2 bilhões, com elevação de 11,6% em relação ao registrado no trimestre agosto-outubro de 2005. A decisão de resgatar antecipadamente parcela significativa da dívida externa pública, possibilitada pela acumulação de reservas, bem como as expectativas quanto à isenção de tributação sobre as aplicações de estrangeiros em títulos públicos federais favoreceram a percepção de risco-país. Nesse cenário, os investidores estrangeiros foram responsáveis por aquisições líquidas de R\$4,5 bilhões na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no trimestre finalizado em janeiro de 2006, elevando sua participação para 34,5% no total dos negócios desse período, ante 33% no trimestre encerrado em outubro de 2005.

O Ibovespa, avaliado em dólares, registrou acréscimo de 29,3% no trimestre encerrado em janeiro. No mesmo período, ocorreram altas de 8,7% no índice *National Association of Securities Quotation* (Nasdaq) e de 4,1% no Dow Jones.

Gráfico 3.18 – Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança



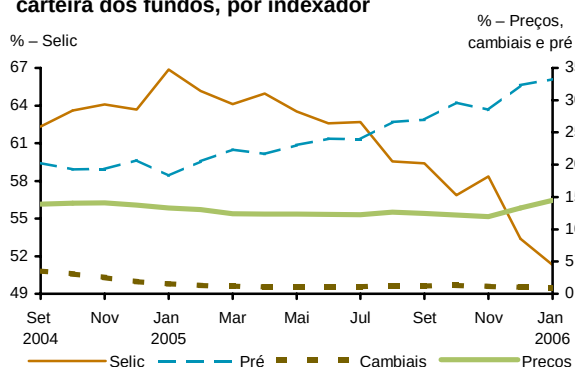
Aplicações financeiras

O saldo de recursos nas aplicações financeiras, considerados os fundos de investimento, os depósitos a prazo e as cadernetas de poupança, aumentou 6,7% no trimestre encerrado em janeiro, ao atingir R\$1,1 trilhão.

Os fundos de investimento continuaram a administrar a maior parcela das aplicações, totalizando R\$698,7 bilhões em janeiro, com elevação de 6,4% em relação a outubro de 2005. Desse total, os recursos das entidades da administração federal, mantidos em fundos extramercado, somaram R\$21,6 bilhões, representando 3,1% do capital do segmento.

Dentre as modalidades de fundos de investimentos, assinala-se o aumento da participação dos fundos multimercado, de 19,4% para 20%, refletindo a elevação do rendimento das operações com renda variável observada no trimestre. Os fundos de curto prazo e os de renda fixa responderam, respectivamente, por 3,4% e 54,4% das aplicações do segmento, com relativa estabilidade em suas participações. A fração aplicada em fundos referenciados recuou de 22,4% para 21,9%, na mesma base de comparação.

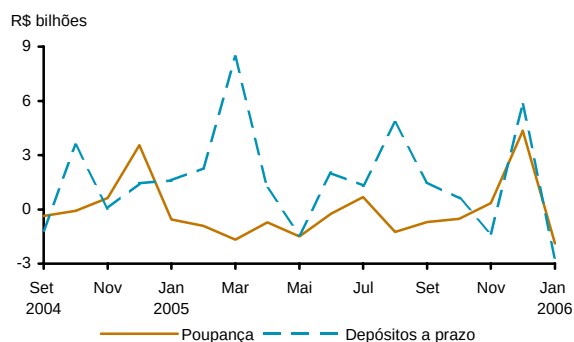
Gráfico 3.19 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador



Além de refletir a migração de recursos entre as modalidades de fundos de investimento, a composição da carteira do setor também foi influenciada pelo processo de redução da taxa Selic. Em janeiro, os depósitos a prazo totalizaram R\$77,2 bilhões das aplicações, e os títulos públicos federais somaram R\$466,1 bilhões. Entre esses, os papéis prefixados elevaram sua participação para 33,3% da carteira, ante 28,5% em outubro, assim como os títulos atrelados a índices de preços, cuja proporção cresceu de 12% para 14,5% no período. A participação dos papéis referenciados à taxa Selic e à variação cambial apresentou redução de 58,4% para 51,3% e de 1,2% para 0,9%, respectivamente, no total dos títulos federais.

Os patrimônios líquidos dos fundos de ações e dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP), que aplicam recursos do FGTS, influenciados pelo crescimento do índice Ibovespa, atingiram R\$57,9 bilhões e R\$10,7 bilhões, respectivamente, com crescimentos de 25,1% e 29,6% no trimestre. Entre outubro e janeiro, a captação líquida dos fundos de ações atingiu R\$1,7 bilhão, enquanto os FMP registraram resgates líquidos de R\$217,2 milhões.

Gráfico 3.20 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo



O estoque de recursos em depósitos a prazo atingiu R\$253 bilhões em janeiro, com elevação de 4,9% em relação a outubro, refletindo, além da incorporação de rendimentos, captações líquidas de R\$1,7 bilhão. O saldo dos investimentos em cadernetas de poupança alcançou R\$168 bilhões, com crescimento de 3,8% no trimestre. Refletindo comportamento sazonal, as captações líquidas observadas na caderneta de poupança foram superiores às dos depósitos a prazo, somando R\$2,8 bilhões.

A Medida Provisória (MP) 281, de 15 de fevereiro de 2006, reduziu de 15% para zero a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos federais, adquiridos a partir da data de publicação da referida MP, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior. O dispositivo legal aplica-se às cotas de fundos de investimento exclusivos para investidores não residentes, que possuam, no mínimo, 98% de sua carteira composta por títulos públicos federais.

Os títulos públicos adquiridos com compromisso de revenda pelo comprador ou títulos adquiridos por residentes ou domiciliados em país que não tribute a renda ou que a tribute a alíquota inferior a 20% não estão sujeitos ao benefício tributário definido pela MP 281.

Os rendimentos oriundos dos títulos adquiridos anteriormente à edição dessa MP continuam sendo tributados, sendo que o prazo limite para o acerto de conta vence em 31 de agosto de 2006.

De maneira complementar, a MP 281 incentiva o desenvolvimento do segmento de capital de risco (*venture capital*), reduzindo a zero a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos por investidores não residentes em Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (Fiee), em Fundos de Investimento em Participações (FIP) e em Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Participações (FCFIP).

Além disso, foi reduzida para zero a alíquota da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) incidente sobre o lançamento a débito de conta-corrente de depósito para liquidação das operações de ofertas públicas de ações de empresas fora de recintos ou sistemas de negociação em bolsa de valores. A legislação em vigor já institui a não-incidência da CPMF nas transações realizadas em bolsa de valores.

Espera-se, com essas medidas, a diminuição do custo da rolagem da dívida interna. De fato, há importantes segmentos de investidores estrangeiros que têm preferência por investimentos em títulos de longo prazo, principalmente prefixados ou indexados a índice de preços, características que estão em consonância com as diretrizes da administração da dívida pública mobiliária federal.

3.3 Política fiscal

A condução da política fiscal segue garantindo a sustentabilidade da dívida pública, contribuindo para a manutenção de um ambiente macroeconômico estável. O esforço fiscal evidenciado nos resultados recentes eleva a percepção de evolução favorável do nível de endividamento, ampliando as condições para a adoção de medidas adicionais de redução do próprio custo da dívida, como a MP 281 mencionada na seção anterior.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2005

Em 2005, o superávit primário do setor público não financeiro alcançou R\$93,5 bilhões, 4,84% do PIB, comparativamente a 4,59% do PIB, em 2004. Os superávits registrados nos governos regionais e nas empresas estatais elevaram-se 0,11 p.p. e 0,21 p.p. do PIB, respectivamente, enquanto o relativo ao Governo Central recuou 0,08 p.p., refletindo o crescimento do déficit no INSS.

O superávit do Governo Central atingiu R\$55,7 bilhões em 2005, resultante de superávit de R\$93,6 bilhões no governo federal e de déficits de R\$312 milhões do Banco Central e de R\$37,6 bilhões do INSS.

O resultado do Governo Central refletiu o crescimento de 16,6% na arrecadação do Tesouro, que atingiu 19,6% do PIB. Esse resultado esteve associado, em grande parte, ao aumento do lucro das empresas registrado no ano, evidenciado pelo crescimento da arrecadação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e do Imposto de Renda – Pessoa Jurídica (IRPJ), com ênfase nos setores extração de minerais metálicos, telecomunicações, combustíveis, eletricidade, metalurgia básica e comércio atacadista. Assinalem-se, ainda, os crescimentos significativos, em 2005, das taxas e receitas

Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado no ano			R\$ milhões
Período	Ocorrido	Meta	Margem
	(I)	(II)	(I - II)/(II) (%)
1999	-31 087	-30 185	3,0
2000	-38 157	-36 720	3,9
2001	-43 655	-40 200	8,6
2002	-52 390	-50 300	4,2
2003	-66 173	-65 000	1,8
2004	-81 112	-71 500	13,4
2005	-93 505	-82 750	13,0

Tabela 3.6 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Segmento	Acumulado no ano					
	2004		2005		2006-Jan	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-52.4	-3.0	-55.7	-2.9	-3.3	-2.0
Governos regionais	-17.5	-1.0	-21.3	-1.1	-2.6	-1.6
Empresas estatais	-11.2	-0.6	-16.4	-0.9	2.9	1.7
Total	-81.1	-4.6	-93.5	-4.8	-3.1	-1.8

parafiscais e da cota-parte de compensações financeiras pela exploração de petróleo e gás natural, cujo aumento refletiu os níveis elevados dos preços internacionais do petróleo e o aumento da produção doméstica. Por outro lado, as receitas relativas à CPMF, à Cofins e ao Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) apresentaram crescimento mais modesto.

Outro fator que contribuiu para a elevação das receitas do Tesouro em 2005 foi o aperfeiçoamento das normas de recuperação de créditos públicos, o que permitiu que a atuação da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN) fosse intensificada e se tornasse mais eficaz. Em 2005, foram recuperados R\$8,8 bilhões em créditos inscritos na Dívida Ativa da União, contribuindo para que a média anual de créditos recuperados no triênio 2003-2005 superasse em 50% a média do triênio anterior.

As despesas do Tesouro Nacional apresentaram crescimento de 16,5% em 2005, alcançando 10,56% do PIB. Esse desempenho deveu-se, em grande parte, ao crescimento das despesas com custeio e capital, em especial das despesas com o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), em decorrência do aumento real do salário mínimo e, conseqüentemente, dos gastos com seguro-desemprego, e da elevação do emprego formal, que pressiona o gasto com abono salarial. Adicionalmente, os gastos sociais previstos na Lei Orgânica de Assistência Social e na Renda Mensal Vitalícia (Loas/RMV) aumentaram 23,3% em 2005, refletindo a elevação do salário mínimo e o aumento na concessão de benefícios amparados pelo Estatuto do Idoso.

As despesas com subsídios e subvenções econômicas, incluindo reordenamento de passivos e fundos regionais, passaram de R\$5,6 bilhões, em 2004, para R\$10,4 bilhões em 2005. Destacaram-se as despesas com a capitalização da Empresa Gestora de Ativos (Emgea), que somaram R\$1,2 bilhão, sem correspondência no ano anterior, e os gastos com subsídios e subvenções econômicas para a agricultura, incluindo, no último caso, o aumento de R\$1,5 bilhão nos subsídios relativos à dívida agrícola securitizada e os gastos decorrentes do Programa Especial de Saneamento de Ativos (Pesa), que aumentaram R\$993,7 milhões em função de transferências para a Dívida Ativa da União.

Ainda no âmbito das despesas com custeio e capital, registrem-se os aumentos de R\$3,5 bilhões nos gastos com saúde e de R\$1,7 bilhão nos gastos com educação, a maior parte destes aplicada no custeio das universidades.

Gráfico 3.21 – Resultado da Previdência Social

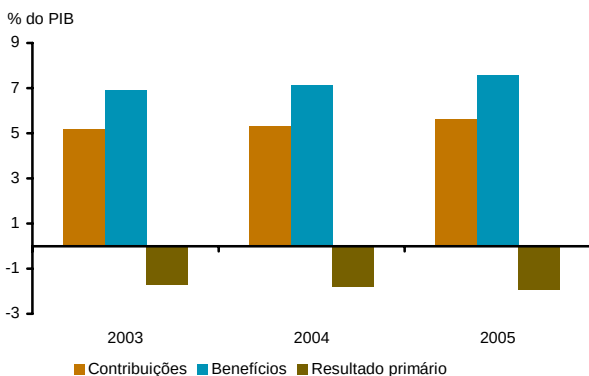


Tabela 3.7 – Transferências da União para os estados e municípios

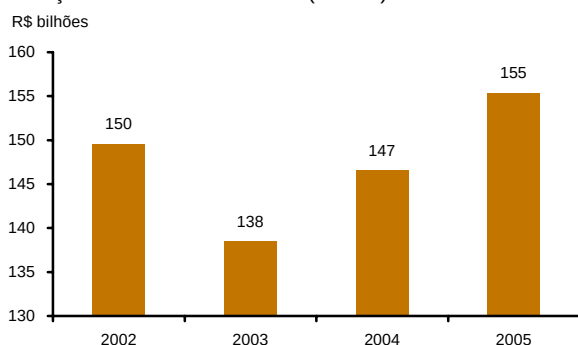
Discriminação	R\$ milhões		
	2004 (a)	2005 (b)	Variação % (b) / (a)
Transferências constitucionais			
(IPI, IR e outras)	51 138	63 756	24.7
Fundo de compensação das exportações (LC 87/1996)	4 295	4 757	10.8
Transferências da Cide (E.C. 42/2003)	1 109	1 776	60.1
Demais ^{1/}	11 015	13 648	23.9
Total	67 557	83 937	24.2

Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional

1/ Contribuição do Salário Educação, Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental e de Valorização do Magistério (Fundef), *royalties* petróleo e outras transferências.

Gráfico 3.22 – Arrecadação de ICMS

Preços de dezembro de 2005 (IGP-DI)



As despesas com pessoal aumentaram 10,3% em 2005, mantendo-se estáveis como proporção do PIB. O crescimento marginal de 0,03 p.p. do PIB, em relação a 2004, refletiu, além do crescimento vegetativo da folha de pagamentos, a concessão de reajustes diferenciados para as carreiras, visando corrigir distorções, e a admissão de 11 mil novos servidores públicos concursados para suprir a demanda existente em diversas áreas da administração pública federal.

O déficit da Previdência Social alcançou R\$37,6 bilhões em 2005, ante R\$32 bilhões no ano anterior, registrando-se crescimentos de 0,43 p.p. do PIB nas despesas com benefícios e de 0,3 p.p. do PIB nas receitas previdenciárias. O crescimento das despesas esteve vinculado ao aumento de 7,4% no valor médio dos benefícios pagos; ao acréscimo de R\$1,4 bilhão nos pagamentos realizados por força de decisões judiciais; e ao aumento de 1 milhão no número médio de benefícios pagos mensalmente. O aumento das receitas, por sua vez, foi influenciado pela criação de 1,3 milhão de postos de trabalho no setor formal e pela elevação de 18,4% nas receitas relacionadas à recuperação de créditos previdenciários.

Em 2005, as transferências para estados e municípios totalizaram R\$83,9 bilhões. O crescimento de 24,2%, em relação ao ano anterior, esteve associado, fundamentalmente, ao crescimento da arrecadação vinculada ao Imposto de Renda e ao IPI, tributos que compõem os fundos de participação dos estados e municípios, e ao aumento no repasse de *royalties* pela exploração de petróleo e gás natural.

O resultado primário dos governos regionais cresceu 0,11 p.p. do PIB, em 2005, registrando-se aumento de 0,13 p.p. do PIB no superávit dos governos municipais e recuo de 0,02 p.p. do PIB no resultado dos governos estaduais, não obstante o aumento real de 6% observado na arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo estadual.

As elevações dos preços internacionais e da produção interna de petróleo vêm favorecendo os resultados da Petrobrás, com desdobramentos sobre o superávit das empresas estatais, que cresceu 0,21 p.p. do PIB em 2005, em relação ao ano anterior.

Os juros nominais, incorporados pelo critério de competência, totalizaram R\$157,1 bilhões, 8,1% do PIB, em 2005, comparativamente a R\$128,3 bilhões, 7,3% do PIB,

Tabela 3.8 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Discriminação	Acumulado no ano			
	2005		2006-Jan	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	63.6	3.3	14.9	8.9
Primário	-93.5	-4.8	-3.1	-1.8
Juros	157.1	8.1	17.9	10.8
Fontes	63.6	3.3	14.9	8.9
Financiamento interno	136.4	7.1	26.1	15.6
Dívida mobiliária	157.0	8.1	41.7	25.0
Dívida bancária	-35.0	-1.8	-7.9	-4.7
Outros	14.3	0.7	-7.7	-4.6
Financiamento externo	-72.7	-3.8	-11.2	-6.7

no ano anterior. O crescimento da taxa Selic acumulada no ano, que passou de 16,3%, em 2004, para 19,1%, em 2005, constituiu-se no principal determinante do aumento no volume de juros incorporados. O comportamento dos juros nominais será favorecido, em 2006, pela continuidade da flexibilização da política monetária, iniciada em setembro de 2005.

O resultado nominal do setor público não financeiro, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$63,6 bilhões em 2005, superando o déficit registrado no ano anterior em 0,62 p.p. do PIB.

Em relação às fontes de financiamento do déficit nominal, registrem-se, em 2005, a continuidade da queda do financiamento externo, já observada no ano anterior, e a redução da dívida bancária, enquanto o crescimento da dívida mobiliária constituiu-se na principal fonte de financiamento do setor público.

Evolução em janeiro de 2006

Em janeiro de 2006, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$3,1 bilhões. O Governo Central e os governos regionais apresentaram superávits de R\$3,3 bilhões e de R\$2,6 bilhões, respectivamente, e as empresas estatais, déficit de R\$2,9 bilhões. Em janeiro do ano anterior, o superávit primário totalizou R\$11,4 bilhões, resultante de superávits de R\$8,5 bilhões do Governo Central e de R\$3,3 bilhões dos governos regionais, e de déficit de R\$0,4 bilhão das empresas estatais.

A redução no superávit observada nessa base de comparação esteve vinculada a eventos episódicos, não representando qualquer mudança nas diretrizes da política fiscal. Nesse sentido, o recuo no superávit do Governo Central refletiu a normalização dos fluxos de pagamentos para o “Sistema S” (Serviço Social do Comércio – Sesc, Serviço Social da Indústria – Sesi, Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial – Senai, Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial – Senac e Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – Sebrae) e uma concentração de pagamentos de precatórios judiciais. Adicionalmente, a elevação no déficit das empresas estatais refletiu, além do crescimento do pagamento de dividendos aos acionistas, a concentração de dispêndios relativos à cota-parte de compensação financeira pela exploração de petróleo e de gás natural.

Exposição Cambial do Setor Público e Sensibilidade da Relação Dívida/PIB

A sensibilidade da relação entre a dívida líquida e o Produto Interno Bruto (PIB) às oscilações na taxa de câmbio decorre não apenas da magnitude dessas oscilações, mas também da parcela da dívida indexada ao dólar e do resultado da exposição em operações de *swap*. A redução na exposição cambial do setor público torna-se, nesse caso, fundamental para que a dívida líquida e a sua relação com o PIB permaneçam menos sensíveis aos movimentos de depreciação e apreciação da taxa de câmbio.

Gráfico 1 – DLSP em relação ao PIB e taxa de câmbio

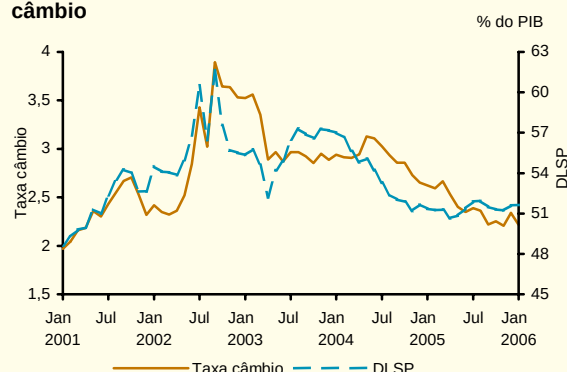
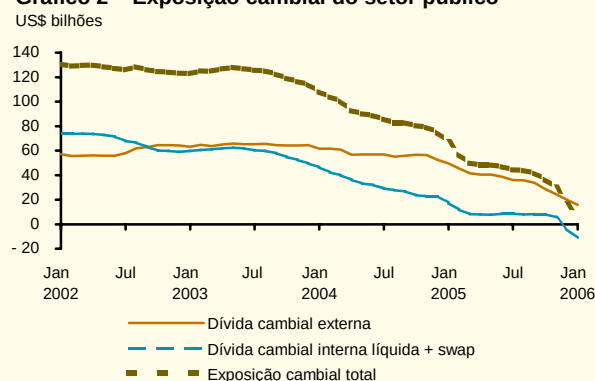


Gráfico 2 – Exposição cambial do setor público



Em boxe anterior sobre o assunto, foi analisado o impacto das variações na taxa de câmbio sobre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)¹, observando-se que, em função das alterações havidas na participação percentual da dívida atrelada ao dólar e no volume de exposição em operações de *swap*, a sensibilidade da dívida líquida a oscilações na taxa de câmbio sofreu significativas alterações entre janeiro de 2000 e o primeiro quadrimestre de 2004. Considerando o tempo decorrido desde aquela última análise, bem como a evolução recente da exposição cambial do setor público, este boxe retoma o assunto.

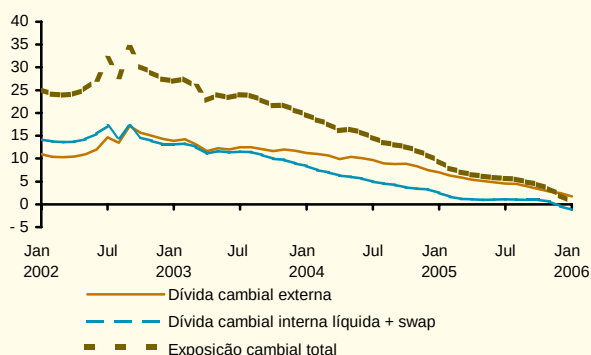
A redução na relação entre a DLSP e o PIB, observada desde o segundo semestre de 2002, reflete, em parte, a condução austera da política fiscal, com desdobramentos favoráveis sobre a percepção quanto à evolução do nível de endividamento e de uma forma mais ampla, sobre o cenário macroeconômico, contribuindo para a redução do prêmio de risco-Brasil.

Nessa conjuntura, em que o risco-país vem diminuindo de forma continuada, o setor externo vem

1/ O assunto foi examinado em boxe do "Relatório de Inflação" de junho de 2004, pp. 56 a 58.

Gráfico 3 – Exposição cambial do setor público

Percentual do PIB

**Tabela 1 – Exposição cambial interna**

	R\$ milhões				
	2002	2003	2004	2005	2006-Jan
Dívida líquida interna					
cambial ^{1/}	117 277	61 037	22 299	5 978	6 147
Exposição em swap	91 098	82 278	38 343	-14 845	-30 492
Total da exposição	208 375	143 315	60 642	-8 867	-24 345
DLSP	881 108	913 145	956 994	1 002 485	1 014 358
	US\$ milhões				
	2002	2003	2004	2005	2006-Jan
Dívida líquida interna					
cambial ^{1/}	33 199	21 132	8 403	2 555	2 775
Exposição em swap	25 789	28 486	14 449	-6 344	-13 765
Total da exposição	58 988	49 617	22 853	-3 789	-10 990
DLSP	249 429	316 142	360 640	428 431	457 908

1/ Inclui, como principais itens, NBC-E, NTN-D, NTN-A e FAT cambial.

registrando resultados significativamente positivos, ancorados tanto no ingresso de investimentos externos como nos superávits recordes da balança comercial, com reflexos sobre a apreciação da taxa de câmbio.

Esse cenário benigno estimulou a adoção de medidas objetivando a redução da exposição cambial do setor público, entre as quais a estratégia de não renovação integral dos títulos e *swaps* indexados ao câmbio, introduzida pelo Banco Central no primeiro semestre de 2003. Registrou-se, entre dezembro de 2002 e janeiro de 2006, reduções de 39% para 4%, na parcela da dívida líquida do setor público indexada ao câmbio, e de US\$123,2 bilhões para US\$4,7 bilhões, na exposição cambial do setor público, incluindo a exposição em *swap*.

Embora não constituam dívida e não sejam, portanto, computadas na DLSP, as exposições em *swap* geram um fluxo de ganhos ou perdas equivalente à diferença entre a variação cambial mais cupom e a taxa DI e, por isso, são incluídas no cálculo da exposição cambial do setor público. Criadas no início de 2002, com o objetivo de dar proteção (*hedge*) ao mercado, que inicialmente apostou majoritariamente na posição “comprada”, essas operações chegaram a impor ao Banco Central, até fevereiro de 2003, dispêndios de R\$15,6 bilhões. Essa situação foi revertida, e em janeiro de 2006, o Banco Central acumulava recebimentos líquidos de R\$11,6 bilhões no conceito caixa, desde o início dessas operações. Ressalte-se que o resultado da exposição em operações de *swap* apresenta impacto sobre a dívida líquida em decorrência dos acertos de margens.

A dívida líquida interna indexada ao câmbio, acrescida da exposição em *swap* cambial, evoluiu de US\$59 bilhões, ao final de 2002, para o saldo líquido negativo de US\$11 bilhões, em janeiro de 2006. Esse recuo refletiu a redução na dívida líquida cambial, de US\$33,2 bilhões para US\$2,8 bilhões, e a inversão da exposição em *swap*, de posição vendida de US\$25,8 bilhões para posição comprada de US\$13,8 bilhões, no mesmo período.

Assinale-se que a evolução da dívida externa líquida também contribuiu para a redução na exposição cambial, com os créditos líquidos do Banco Central passando de US\$16,7 bilhões, em dezembro

Gráfico 4 – Sensibilidade da relação DLSP/PIB a uma variação de 1% na taxa de câmbio

Percentual do PIB

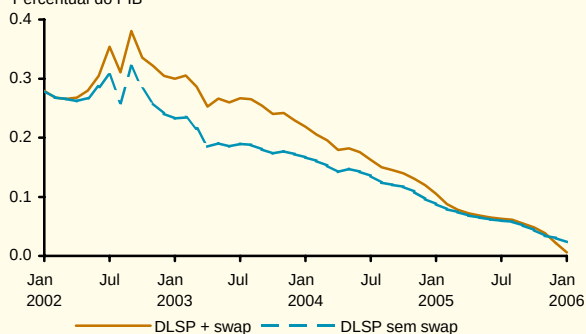


Tabela 2 – Dívida externa líquida

	R\$ milhões				
	2002	2003	2004	2005	2006-Jan
Governo federal	256 732	218 767	198 197	172 032	160 268
Dívida externa	263 016	222 418	201 881	175 563	163 564
Créditos externos	-6 284	-3 651	-3 683	-3 531	-3 296
Est. e municípios	21 308	19 035	18 631	15 130	14 343
Dívida externa	21 308	19 035	18 631	15 130	14 343
Créditos externos	-	-	-	-	-
Bacen ^{1/}	-59 141	-58 490	-73 080	-125 238	-125 101
Reservas intern.	-133 610	-142 387	-140 468	-125 884	-126 098
Empresas estatais	7 897	7 146	-4 817	-11 623	-11 342
Total	226 796	186 458	138 931	50 300	38 168
	US\$ milhões				
	2002	2003	2004	2005	2006-Jan
Governo federal	72 677	75 740	74 690	73 521	72 349
Dívida externa	74 456	77 004	76 078	75 030	73 837
Créditos externos	-1 779	-1 264	-1 388	-1 509	-1 488
Est. e municípios	6 032	6 590	7 021	6 466	6 475
Dívida externa	6 032	6 590	7 021	6 466	6 475
Créditos externos	-	-	-	-	-
Bacen ^{1/}	-16 742	-20 250	-27 540	-53 523	-56 474
Reservas intern.	-37 823	-49 296	-52 935	-53 799	-56 924
Empresas estatais	2 236	2 474	-1 815	-4 967	-5 120
Total	64 203	64 554	52 356	21 497	17 230

1/ Líquida de reservas internacionais.

Tabela 3 – Dívida mobiliária federal^{1/}

Cronograma de vencimentos

	R\$ milhões			
	2006	2007	A partir de 2008	Total
Títulos cambiais	10 546	394	14 199	25 139
Swaps	-23 609	-4 835	-2 048	-30 492
Títulos não cambiais	320 409	260 160	379 219	959 788

1/ Posição em 31.1.2006.

em 2002, para US\$56,5 bilhões em janeiro de 2006. Essa elevação decorreu da ampliação das reservas internacionais, em cerca de 50%, e da redução do passivo cambial da Instituição.

A evolução da dívida externa líquida do setor público consolidado foi influenciada, adicionalmente, pelo desempenho das empresas estatais no mercado externo. A dívida externa líquida dessas empresas passou de US\$2,2 bilhões, em dezembro de 2002, para uma posição de crédito líquido de US\$5,1 bilhões, em janeiro de 2006.

Cerca de 42% da dívida líquida interna indexada ao câmbio vence até o final de 2006, e 56,5%, a partir de 2008. No caso dos contratos de *swap*, 77,4% vencem até o final de 2006. Esse cronograma de vencimentos pode resultar em alterações na exposição cambial do setor público, em função dos percentuais a serem refinanciados e do impacto dos resultados das operações de *swap*, por ocasião dos acertos de margens.

A menor participação da exposição cambial no total da dívida líquida proporcionou a redução da sensibilidade da relação DLSP/PIB a alterações na taxa de câmbio. Nesse sentido, uma depreciação de 1% na taxa de câmbio em setembro de 2002, quando a participação da dívida cambial no total da dívida líquida alcançava 46,9%, implicava acréscimo de 0,29 p.p. do PIB na relação DLSP/PIB, efeito que alcançava 0,34 p.p. se considerada a exposição em *swap*. Com a redução da exposição cambial, a mesma depreciação de 1% provocava aumento de apenas 0,02 p.p. na relação em janeiro de 2006, ou de 0,01 p.p., se incorporada a exposição em *swap*².

2/ Não são considerados os efeitos da desvalorização sobre o PIB.

Os juros nominais apropriados por competência alcançaram R\$17,9 bilhões e o déficit nominal do setor público, R\$14,9 bilhões, em janeiro de 2006, comparativamente a R\$0,9 bilhão, em janeiro de 2005. Assinale-se que o crescimento da parcela de juros incorporada em janeiro de 2006 em relação a dezembro de 2005, quando atingiu R\$10,7 bilhões, decorreu, basicamente, da trajetória da taxa de câmbio observada nesses dois meses. Assim, a apreciação de 5,3% apresentada pelo real em janeiro, após a depreciação de 6,1% observada em dezembro, ocasionou a reversão dos ganhos financeiros registrados naquele mês. Adicionalmente, o comportamento da taxa de câmbio nesse período proporcionou o aumento das despesas com *swap* cambial, que totalizaram R\$1,8 bilhão em janeiro, comparativamente ao ganho de R\$0,2 bilhão contabilizado em dezembro.

Dívida mobiliária federal

Gráfico 3.23 – Composição da dívida mobiliária federal

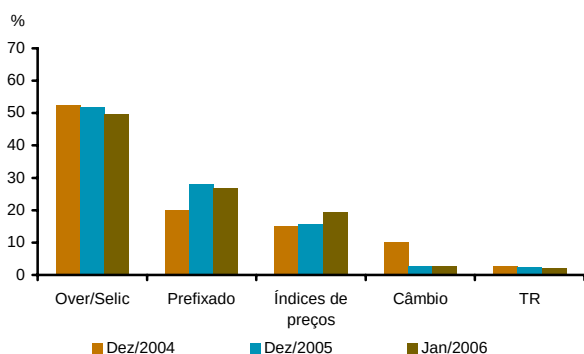


Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

		R\$ milhões					
		Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2003	Nov	50 451	91,6	4 655	8,4	55 106	100
	Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717	100
2004	Mar	47 718	72,1	18 440	27,9	66 158	100
	Jun	46 509	58,8	32 578	41,2	79 088	100
	Set	34 839	47,0	39 250	53,0	74 089	100
	Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207	100
2005	Mar	5 239	11,5	40 506	88,5	45 744	100
	Jun	4 099	12,3	29 165	87,7	33 264	100
	Set	-6 857	-16,4	48 591	116,4	41 734	100
	Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856	100
2006	Jan*	4 400	7,7	52 856	92,3	57 257	100

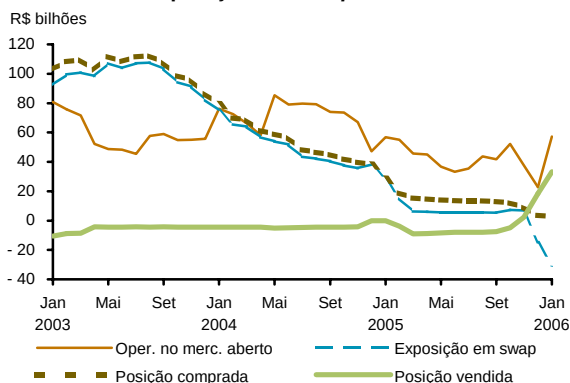
* Dados provisórios.

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$826,7 bilhões, 44,4% do PIB, em janeiro de 2005, para R\$984,9 bilhões, 50,1% do PIB, em janeiro de 2006. Essa variação resultou, do lado expansionista, de emissões líquidas de R\$17,7 bilhões no mercado primário e da incorporação de juros de R\$145,2 bilhões, e do lado contracionista, da apreciação de 16,5% do real frente ao dólar, correspondente à redução de R\$4,5 bilhões.

A parcela da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) indexada ao dólar, primariamente e por *swap*, recuou de R\$66,5 bilhões para R\$5,4 bilhões negativos no período, em função da redução de R\$59,2 bilhões na exposição decorrente das operações líquidas de *swap*; de resgates cambiais líquidos de R\$10,3 bilhões; e da apreciação do real frente ao dólar. No período, a participação dos títulos vinculados ao câmbio, inclusive *swap*, no total da dívida mobiliária federal reduziu-se de 7,5% para -0,5%, enquanto a participação da dívida prefixada passou de 18,7% para 26,7%.

Em janeiro, o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentou a seguinte configuração: R\$330,9 bilhões, 33,6% do total, vencendo de fevereiro a dezembro de 2006; R\$260,6 bilhões, 26,5% do total, vencendo em 2007; e R\$393,4 bilhões, 39,9% do total, vencendo a partir de janeiro de 2008.

O saldo das operações compromissadas realizadas pelo Banco Central para controle de liquidez totalizou

Gráfico 3.24 – Operações de swap e mercado aberto**Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida**

Fatores condicionantes

Discriminação	2004		2005		2006-jan	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	956 996	51.7	1002 485	51.6	1014 358	51.6
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	43 851	-5.5	45 488	-0.1	11 873	0.0
Fatores	43 851	2.4	45 488	2.3	11 873	0.6
NFSP	47 144	2.5	63 641	3.3	14 861	0.8
Primário	-81 112	-4.4	-93 505	-4.8	-3 066	-0.2
Juros	128 256	6.9	157 146	8.1	17 928	0.9
Ajuste cambial	-16 193	-0.9	-18 202	-0.9	-3 845	-0.2
Dív. interna ^{1/}	-3 335	-0.2	-4 554	-0.2	-1 411	-0.1
Dív. externa	-12 858	-0.7	-13 648	-0.7	-2 434	-0.1
Outros ^{2/}	7 137	0.4	-2 258	-0.1	1 513	0.1
Reconhecimento						
de dívidas	6 516	0.4	3 262	0.2	44	0.0
Privatizações	-753	0.0	-954	0.0	-700	0.0
Efeito crescimento						
PIB		-7.9		-2.4		-0.6

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

R\$57,3 bilhões em janeiro, sendo 92,3% desse total referentes a operações com prazo superior a um mês e apenas 7,7% referentes a operações de curtíssimo prazo.

As operações de swap cambial atingiram R\$30,5 bilhões negativos em janeiro de 2006, comparativamente a R\$28,7 bilhões positivos no mesmo mês do ano anterior. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$304 milhões no critério de competência e em R\$911 milhões no critério caixa, considerado o período de doze meses encerrado em janeiro de 2006. Em 2004, o resultado das operações havia sido favorável ao Banco Central em R\$6 bilhões e, em 2003, em R\$15,6 bilhões.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.014,4 bilhões em janeiro, 51,6% do PIB, comparativamente a R\$1.002,5 bilhões, 51,6% do PIB, em dezembro de 2005, e a R\$957 bilhões, 51,7% do PIB, em dezembro de 2004.

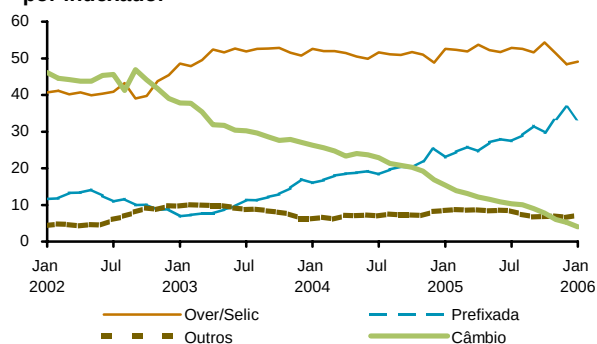
O resultado alcançado em 2005 refletiu, por um lado, o superávit primário de 4,84% do PIB, assim como o crescimento do PIB valorizado e a apreciação cambial registrados no ano, que contribuíram para a redução da relação com 2,4 p.p. e 0,9 p.p. do PIB, respectivamente. Em sentido contrário, concorreram as apropriações de juros nominais e reconhecimento de dívidas, com impactos de 8,1 p.p. e 0,2 p.p. do PIB, respectivamente.

A menor intensidade na redução da relação DLSP/PIB em 2005, comparativamente a 2004, quando recuou 5,5 p.p. do PIB, esteve associada, em grande parte, ao comportamento do IGP-DI ao longo do ano quando, de maneira oposta à observada em anos anteriores, como em 2004, não contribuiu para a redução dessa relação. De qualquer modo, ressalte-se que a perspectiva de convergência dos índices de inflação no longo prazo reforça as expectativas de redução da relação DLSP/PIB¹.

Ao longo do ano, prosseguiu o processo de melhoria no perfil da dívida. A participação da dívida indexada ao

1/ A influência da escolha do deflator empregado na valorização do PIB para a evolução da relação DLSP/PIB foi discutida no box "Evolução da Dívida Líquida do Setor Público e Valorização do PIB – Comportamento do IGP-DI", no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2005, no box "Trajetória do Endividamento Líquido e Critérios de Valorização do PIB", no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2004, e no box "PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público", no "Relatório de Inflação" de setembro de 2003.

Gráfico 3.25 – DLSP: participação percentual por indexador



câmbio recuou de 16,8% do total da dívida líquida, em 2004, para 5,6% em 2005, enquanto a relativa à dívida prefixada aumentou de 17% para 27,2%, no mesmo período.

Em janeiro de 2006, a relação DLSP/PIB manteve-se estável em relação a dezembro do ano anterior. O superávit primário e a apreciação cambial responderam, cada um, por redução correspondente a 0,2 p.p. do PIB, e o efeito do crescimento do PIB valorizado, por contração de 0,6 p.p. Em sentido expansionista, contribuíram o ajuste de paridade da cesta de moedas que integram a dívida externa líquida e os juros nominais apropriados, com impactos de 0,1 p.p. e de 0,9 p.p. do PIB, respectivamente.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que inclui o governo federal, o INSS e os governos estaduais e municipais, recuou de R\$1.453,6 bilhões em dezembro de 2005, 74,8% do PIB, para R\$1.458,3, 74,2% do PIB, em janeiro de 2006.

3.4 Conclusão

A evolução das operações de crédito do sistema financeiro no trimestre encerrado em janeiro refletiu as características sazonais do período. Nos últimos dois meses de 2005, a demanda das empresas registrou crescimento mais acentuado, acompanhando o ciclo de negócios, enquanto as operações contratadas com as famílias sofreram desaceleração, tendo em vista a complementação de renda determinada pelo recebimento do 13º salário. No início do ano, por outro lado, a redução dos empréstimos por parte das empresas, associada ao menor volume de negócios, foi acompanhada pela maior contratação nas diversas modalidades de crédito às famílias, tendo em vista a concentração de compromissos financeiros nesse período do ano.

A demanda por crédito por parte das famílias tem evidenciado a consolidação do processo de migração para modalidades menos onerosas, com destaque para crédito consignado e financiamento de bens de consumo. Em relação às empresas, o moderado crescimento registrado nas diversas modalidades deve ser associado, em parte, ao acesso a fontes alternativas de crédito não bancário por parte das grandes empresas. As expectativas quanto ao canal de crédito, diante do processo de flexibilização monetária em curso, são de manutenção do patamar de demanda por parte das famílias e aceleração por parte das empresas, em linha com as perspectivas de ampliação do ritmo de atividade da economia.

Os resultados registrados na esfera fiscal seguem favorecendo a sustentabilidade da dívida pública, processo que deverá persistir em 2006 com a consecução da meta de superávit primário de 4,25% do PIB, fixada para o ano na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

As perspectivas geradas pela continuidade do esforço fiscal, a flexibilização da política monetária, bem como a melhora no perfil da dívida e as medidas adotadas para a redução de seu custo, devem concorrer para a geração de um círculo virtuoso, garantindo a tendência de redução consistente da relação DLSP/PIB no médio e longo prazos, inclusive pela consolidação das condições para a aceleração do ritmo de crescimento do produto.

Em 2005, confirmou-se a consolidação do impulso à economia mundial proveniente das economias norte-americana e chinesa, assim como a sustentação da expansão japonesa. As economias emergentes continuaram se beneficiando do cenário global favorável, traduzido em expansão das exportações e em ampla liquidez financeira.

Para 2006, espera-se a manutenção do ritmo de expansão da economia mundial, com moderado arrefecimento em algumas regiões, possivelmente compensado por melhor desempenho econômico na Área do Euro. Os riscos mais iminentes estão relacionados aos preços do petróleo e ao mercado imobiliário norte-americano, que vem apresentando sinais de desaquecimento.

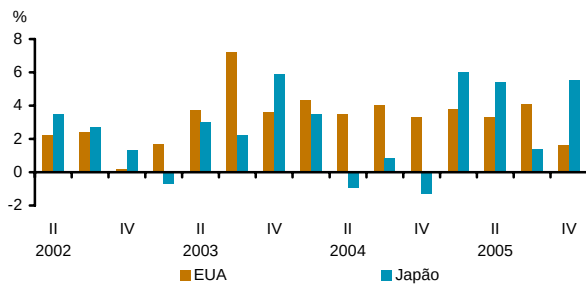
Neste início de 2006, a valorização dos ativos financeiros das economias emergentes se manteve tão consistente quanto no ano anterior, evidenciando a continuidade da acentuada liquidez, o dinamismo da atividade global e a melhor percepção relativa aos indicadores de liquidez e de solvência.

As bolsas de valores também permanecem impulsionadas pelo cenário benigno, notadamente nas economias emergentes exportadoras de *commodities*, enquanto os mercados acionários de economias industriais repercutem com maior intensidade as incertezas quanto aos impactos potenciais do elevado custo da energia.

4.1 Atividade econômica

O PIB dos Estados Unidos cresceu 3,5% em 2005, após expansão de 4,2% em 2004, validando expectativas de crescimento expressivo, ainda que menos intenso, do nível de atividade. Para 2006, estima-se ritmo de expansão próximo ao observado em 2005, haja vista que a desaceleração registrada no último trimestre de 2005, quando

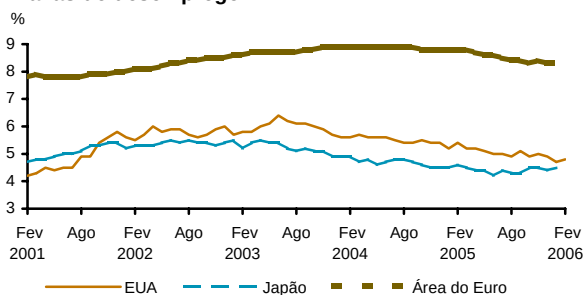
Gráfico 4.1 – EUA e Japão – PIB^{1/}



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute

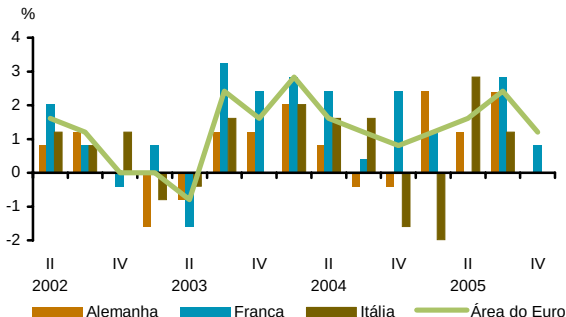
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.2 – EUA, Japão e Área do Euro – Taxas de desemprego



Fontes: Bureau of Labor Statistics, Statistics Bureau, Eurostat

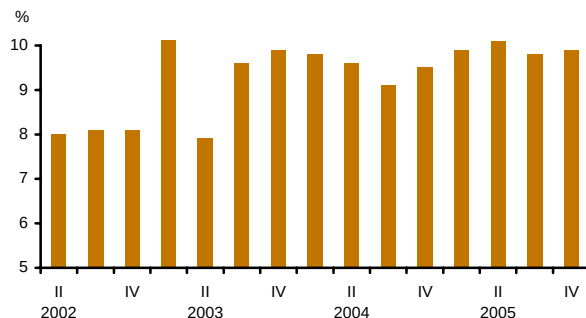
Gráfico 4.3 – Área do Euro – PIB^{1/}



Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.4 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

a taxa de crescimento anualizada do PIB atingiu 1,6%, pior resultado desde a recessão de 2001, deverá ser pontual, conforme sugere a recuperação das despesas de consumo antecipadas pelo desempenho das vendas de veículos, em dezembro, e das vendas ao varejo em geral, em janeiro. Adicionalmente, a continuidade da recomposição dos estoques tende a compensar o arrefecimento das vendas do setor manufatureiro, contribuindo para a aceleração do nível de atividade no primeiro trimestre. Assinale-se que o mercado de trabalho continua evoluindo positivamente, com a taxa de desemprego situando-se em 4,7% em janeiro e em 4,8% em fevereiro, os menores níveis registrados desde julho de 2001. Os novos pedidos de seguro-desemprego também apresentam sensível melhora desde novembro de 2005, alcançando, na segunda semana de janeiro, o menor patamar desde março de 2000, e mantendo-se, desde então, abaixo dos 300 mil pedidos semanais.

A economia japonesa vem gradativamente consolidando sua expansão, com o PIB crescendo 2,7% em 2005, após elevação de 2,3% no ano anterior. Esse desempenho vem sendo favorecido tanto pelos investimentos em capital fixo quanto pela intensificação do consumo privado, evidenciando os desdobramentos da evolução positiva do mercado de trabalho refletidos no nível do salário real e na taxa de desemprego, que se manteve estável em 4,4% em dezembro. A produção industrial apresentou trajetória crescente nos últimos quatro meses de 2005.

Na Área do Euro, em sintonia com o avanço nas expectativas de empresários e consumidores quanto à evolução do nível de atividade, a produção industrial apresentou aceleração no último trimestre de 2005. No ano, o crescimento do PIB do bloco atingiu 1,3%, ante 2,1% em 2004, recuo similar ao observado no Reino Unido, onde passou de 3,2% para 1,8%. A taxa de desemprego na Área do Euro recuou ao longo do último ano, passando de 8,8%, em janeiro de 2005, para 8,3% em janeiro de 2006.

A economia chinesa, a exemplo do observado desde 2002, deverá apresentar expansão superior a 9% em 2006, persistindo, portanto, como fator decisivo para o crescimento da economia mundial e para a evolução das cotações nos principais mercados de *commodities*. Em 2005, o PIB chinês cresceu 9,9%, após expansões superiores a 10% nos dois anos anteriores.

A economia indiana, fortalecida pelo sólido desempenho da produção industrial, também vem apresentando taxas de crescimento significativas nos últimos

anos, com reflexos favoráveis sobre o mercado acionário e as expectativas dos investidores estrangeiros. A expansão do PIB deve situar-se acima de 7,5% em 2005, considerado o ano fiscal que se encerra em março do ano subsequente, seguindo-se às taxas de 8,5% em 2003 e de 6,9% em 2004. Para o próximo ano fiscal, é previsto crescimento superior a 7%, sustentado, fundamentalmente, pela continuidade do vigor dos gastos de consumo e das exportações.

4.2 Política monetária e inflação

As perspectivas de continuidade do crescimento das economias mais desenvolvidas, em contexto de demanda internacional robusta, em especial nos Estados Unidos e no Japão, sugere a adoção de uma postura mais conservadora dos bancos centrais no G-3 (Estados Unidos, Área do Euro e Japão) ao longo dos próximos meses, visando à redução da liquidez e ao esvaziamento das bolhas imobiliárias localizadas nesses países.

Nos Estados Unidos, as cotações do petróleo têm pressionado os preços, registrando-se, em janeiro, variação acumulada de 2,1% no núcleo do índice de preços ao consumidor. Além disso, o contexto de pleno emprego, pressão de salários e elevada utilização da capacidade instalada, tem aumentado a preocupação do *Federal Reserve* (Fed) em relação à trajetória da inflação, com reflexos prováveis sobre as decisões do Comitê de Mercado Aberto quanto à continuidade do gradual aperto monetário.

Na Área do Euro, apesar da liquidez acentuada, dos efeitos potenciais da alta dos preços do petróleo sobre os salários e os preços, e da inflação ao consumidor haver superado a meta estipulada, o Banco Central Europeu (BCE) manteve, nas reuniões de janeiro e fevereiro desse ano, a taxa básica de juros em 2,25% a.a. No entanto, aquele cenário levou à confirmação da expectativa de que a taxa fosse novamente elevada, para 2,50%, em sua reunião de março. Na entrevista que se seguiu, o BCE sinalizou a continuidade do ciclo de aperto em 2006, ainda que não em bases mensais.

No Reino Unido, apesar da alta dos preços da energia e dos serviços de transportes, o grau de ociosidade da economia possibilitou que a taxa de inflação ao consumidor acumulada em doze meses atingisse 1,9% em janeiro de 2006, atendendo à meta de longo prazo estabelecida pelo Banco da Inglaterra (BoE). Embora mantendo a taxa *repo* em 4,5% a.a. desde agosto último, o

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

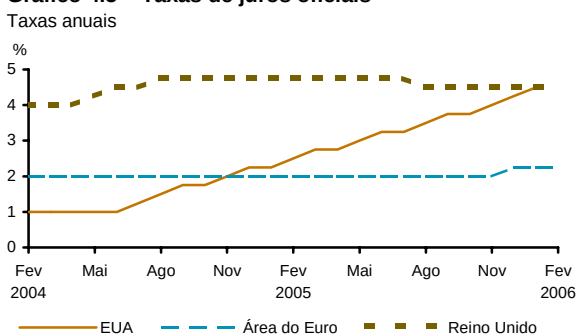


Gráfico 4.6 – Inflação – EUA

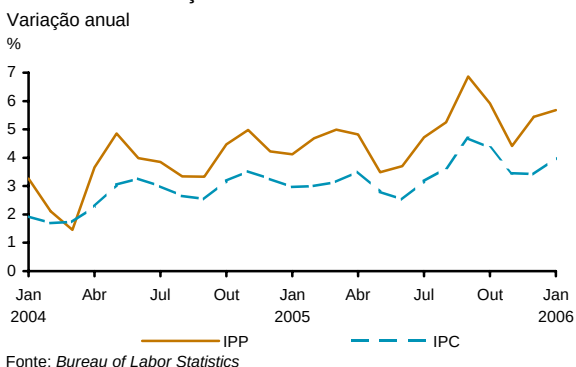


Gráfico 4.7 – Inflação ao consumidor – Área do Euro

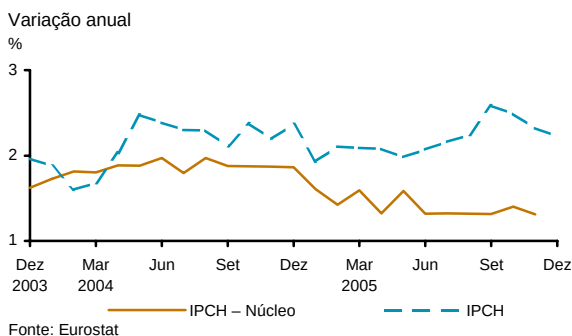
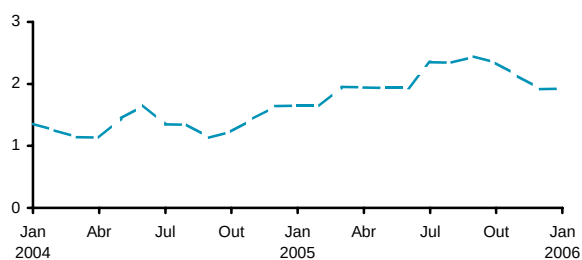


Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor – Reino Unido

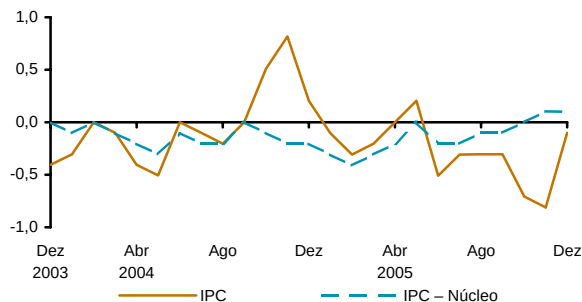
Variação anual
%



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – Inflação ao consumidor – Japão

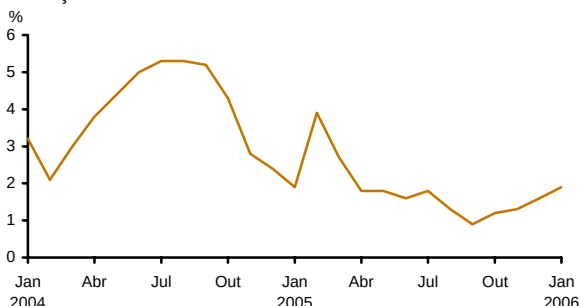
Variação anual
%



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.10 – Inflação ao consumidor – China

Variação anual
%



Fonte: Bloomberg

BoE alerta que os riscos inflacionários no curto prazo devem ser monitorados, haja vista a volatilidade dos preços do petróleo e dos bens importados.

No Japão, o aumento das demandas doméstica e externa tem aquecido o mercado de trabalho, favorecendo a elevação de salários, enquanto o aumento nos preços das *commodities*, da eletricidade e da telefonia e a depreciação do iene têm pressionado os preços e as expectativas inflacionárias. Nesse cenário, o núcleo do índice de preços ao consumidor anualizado não registra deflação desde outubro, trajetória inédita nos últimos 24 meses. Diante do IPC de fevereiro de 0,5%, o Banco do Japão (BoJ) anunciou, em 9 de março, o início da reversão gradual da política de afrouxamento quantitativo por meio do abandono das metas quantitativas e da adoção da taxa de juros primária como meta operacional. Esse movimento deve ser visto como um passo inicial visando ao término, possivelmente ainda em 2006, da política de taxa de juros zero.

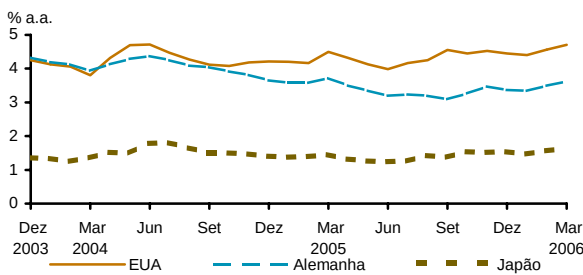
Na China, apesar do crescimento vigoroso da economia e da alta internacional dos preços do petróleo, a inflação acumulada em doze meses atingiu 1,9% a.a. em janeiro, evidenciando o controle administrativo de vários preços. A evolução dos preços nos próximos meses estará condicionada, por um lado, à existência de excesso de capacidade instalada em setores específicos da economia, ao crescimento da produtividade e à possibilidade de valorização do renminbi e, por outro lado, à liberalização esperada dos preços dos combustíveis e da eletricidade, à revisão da cesta-padrão de consumo utilizada na mensuração dos índices de preços e a pressões de demanda e escassez localizadas.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Não obstante o ciclo de contração monetária observado em muitas economias industriais em 2005, os retornos dos títulos governamentais de longo prazo permaneceram flutuando em uma faixa considerada historicamente reduzida. Nos Estados Unidos, a média da remuneração anual dos títulos de dez anos do Tesouro atingiu 4,28% em 2005, comparativamente a 4,25% em 2004. Na mesma base comparativa, as taxas de papéis similares alcançaram 1,39% e 1,51% no Japão, e 3,38% e 4,06%, na Alemanha.

Recentemente, após o recuo registrado ao longo de novembro e dezembro, observaram-se elevações dessas

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 14 de março de 2006.

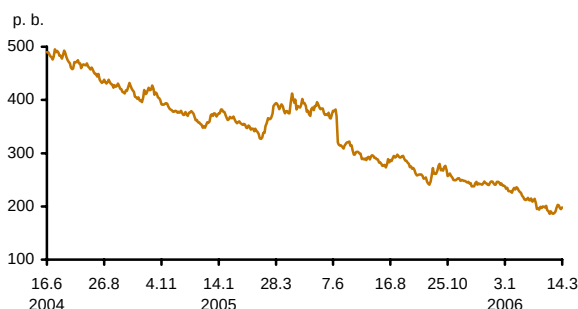
remunerações nos Estados Unidos e na Alemanha, refletindo expectativas de prolongamento do ciclo de aperto monetário, dada a divulgação de indicadores econômicos mais robustos que o esperado. Entre 18 de janeiro e 14 de março, o retorno dos títulos de dez anos elevou-se de 4,33% para 4,70%, nos Estados Unidos, e de 3,28% para 3,65%, na Alemanha. No mesmo período, no Japão, as taxas similares aumentaram de 1,44% para 1,69%.

A persistência desses patamares reduzidos vem sendo atribuída a diversos fatores, entre os quais a ocorrência de mudanças estruturais na economia mundial, associadas à maior propensão a poupar; o excesso de liquidez global, que induz à busca por retornos mais elevados e favorece a redução do prêmio de risco exigido nos mercados de capitais; e as condições de oferta/demanda de títulos soberanos de longa maturidade, a exemplo de inovações regulatórias e aquisição de títulos por bancos centrais asiáticos.

Os *spreads* sobre a remuneração dos títulos do Tesouro norte-americano praticados nos mercados de crédito permaneceram, em 2005 e no início de 2006, mais reduzidos que o esperado pelos analistas, dadas as iniciativas de contração monetária adotadas por muitas das economias maduras. Nesse cenário, eventuais elevações dos *spreads*, como a observada na primeira semana de março, não deverão se traduzir em deterioração das condições de financiamento externo para emissores soberanos e privados, uma vez que subsistem, no médio prazo, condições para a sustentação dos *spreads* em patamares próximos aos atuais.

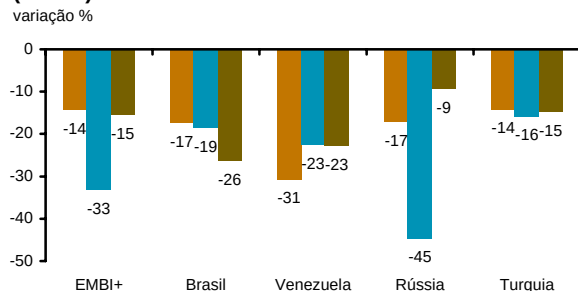
O Embi+, indicador do risco associado a mercados emergentes, registrou redução de 33% em 2005, atingindo 239 pontos. Destaque-se que em meados de fevereiro último, o Embi+ rompeu a barreira psicológica dos 200 pontos, recuando para o mínimo histórico de 194 pontos.

Gráfico 4.12 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



Fonte: Bloomberg

1/ Variação percentual no ano até 20 de fevereiro.

Adicionalmente, mesmo considerando-se a significativa valorização da dívida de países emergentes nos últimos anos, o retorno oferecido por essa classe de ativos ainda permanece atrativo, uma vez que a sua valorização também tem sido favorecida pela conjugação de crescimento econômico, com disciplina fiscal e evolução positiva dos resultados em conta-corrente, com algumas economias emergentes sendo especialmente beneficiadas pela sustentação dos elevados preços das *commodities*. Em 2006, até 14 de março, o Embi+ já acumula retração de 17,2%, situando-se em 198 pontos. No mesmo período, a redução do Embi+ do Brasil e da Venezuela atingiu 26,4% e 30,8%,

respectivamente, enquanto para Rússia e Turquia observaram-se diminuições de 6,8% e de 20,6%, nessa ordem.

A busca por retornos mais competitivos também reduziu o prêmio de risco para investimentos em ações em 2005. Nesse ambiente de maior tolerância ao risco, os elevados preços das *commodities* também contribuem para impulsionar ainda mais as cotações acionárias de várias economias emergentes. Ressalve-se que as bolsas de valores dos Estados Unidos apresentaram tendência menos consistente de valorização, comparativamente às de outras economias industriais e de mercados emergentes, pois refletiram, com maior intensidade, as incertezas quanto aos impactos do elevado custo da energia sobre o ritmo de atividade global e a trajetória da inflação.

Em 2005, nos Estados Unidos, enquanto o índice Dow Jones apresentou estabilidade, o Nasdaq elevou-se 2,5%, desempenho bem inferior ao registrado pelos principais índices da Inglaterra e da Alemanha, que apresentaram valorização de 16,7% e 26%, respectivamente. O índice Nikkei japonês, por sua vez, elevou-se 40,2%, refletindo as perspectivas mais otimistas para o nível de atividade. No mesmo período, o índice da Rússia aumentou 83,3%, o da Coreia do Sul, 54%, e os do Brasil (Ibovespa) e do México, 30,1% e 36,7%, respectivamente.

Nesse início de 2006, a perspectiva de manutenção do ritmo de expansão da economia global contrabalançou os impactos negativos das incertezas sobre a atuação do Fed e o risco geopolítico. Nesse cenário, observou-se a elevação dos índices na maioria das bolsas de valores. Até 14 de março, o Dow Jones e o Nasdaq elevaram-se 4,1% e 4,0%, respectivamente, enquanto no Reino Unido a valorização atingiu 5,9% e na Alemanha, 7,7%. No mesmo período, refletindo o impacto de escândalos corporativos, o índice acionário japonês chegou a apresentar forte recuo, mas já registra recuperação de 0,8%, enquanto no Brasil e na Rússia registraram-se valorizações expressivas de 11,5% e 20,9%, respectivamente.

A melhoria do desempenho econômico no Japão e na Europa, bem como a relativa redução dos diferenciais de taxas de juros entre os Estados Unidos e outras economias desenvolvidas, observada a partir de outubro, favoreceram a depreciação da moeda norte-americana frente às principais moedas de pagamento internacional, interrompendo a tendência de apreciação mais acentuada que caracterizou a evolução do dólar no terceiro trimestre de 2005.

Tabela 4.1 – Bolsas de valores

	Variação % acumulada no ano		
	2004	2005	2006 ^{1/}
Estados Unidos (Dow Jones)	3.1	-0.1	4.1
Estados Unidos (Nasdaq)	8.6	2.5	4.0
Reino Unido (FTSE 100)	7.5	16.7	5.9
Alemanha (DAX)	7.3	26.0	7.7
Japão (Nikkei)	7.6	40.2	0.8
Brasil (Ibovespa)	17.8	30.1	11.5
Rússia (RTSI)	6.8	83.3	20.9
México (IPC)	46.9	36.7	5.3
Córea do Sul (KOSPI)	10.5	54.0	-4.5

Fonte: Bloomberg

1/ Até 14 de março.

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

19.9.2003=100

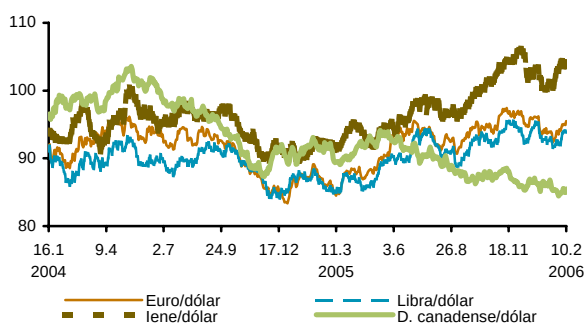


Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes

Brasil, México, Chile e Argentina

19.9.2003=100

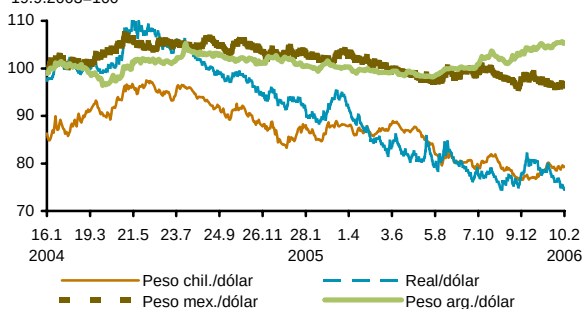
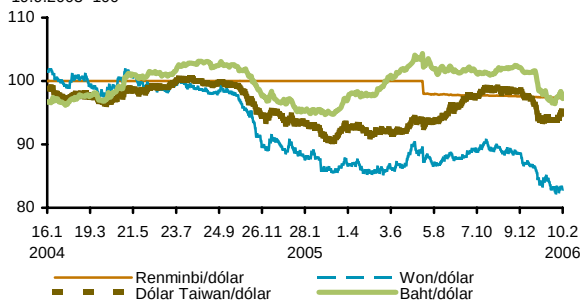


Gráfico 4.16 – Moedas de países emergentes

China, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia

19.9.2003=100



Os expressivos resultados do setor externo dos principais países emergentes, em cenário de ingressos representativos de investimentos de *portfolio*, fortaleceram a tendência de depreciação do dólar em relação às moedas asiáticas, observada a partir do final do terceiro trimestre, e às moedas latino-americanas, registrada durante todo 2005.

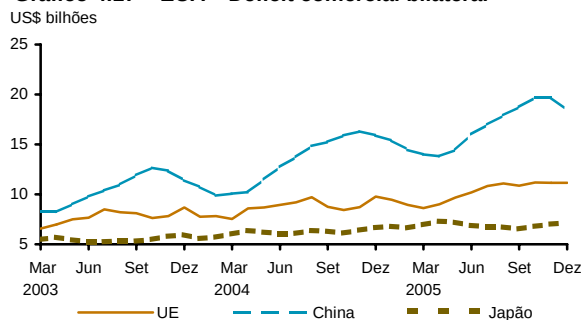
O processo de flexibilização cambial na China permanece evoluindo gradualmente. Em novembro de 2005, o banco central chinês passou a operar no mercado futuro de moedas. No primeiro contrato, firmado ao final daquele mês, com vencimento em doze meses, a valorização implícita do renminbi diante do dólar atingiu 2,9%. A partir de janeiro, o governo chinês passou a utilizar cotações apuradas entre treze *market makers*, antes da abertura dos mercados, na determinação da taxa de câmbio utilizada como referência para a flutuação diária máxima do renminbi frente ao dólar e outras moedas estrangeiras. Em tese, essa mudança deve aumentar a flexibilidade na formação das taxas de câmbio, provocando aceleração da apreciação da moeda local.

4.4 Comércio mundial

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o comércio mundial deverá crescer 9,1% em 2006, ante previsão de 7,3% para 2005. No mesmo sentido, o Banco Mundial prevê o aumento do dinamismo do comércio mundial em 2006. Essas projeções corroboram as previsões efetuadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela Organização Mundial do Comércio (OMC), segundo as quais, após pequena diminuição da taxa de crescimento em 2005, ante 2004, o comércio mundial apresentará recuperação em 2006. Essas perspectivas são fundamentadas, em parte, na continuidade do crescimento das economias dos Estados Unidos, China e Índia, na crescente demanda por bens manufaturados, principalmente de alta tecnologia, e no aumento da renda dos países exportadores de petróleo. Os riscos elencados tanto pelo Banco Mundial, como pela OMC recaem, basicamente, sobre dois pontos: novas altas do preço do petróleo e desequilíbrio nos fluxos de conta-corrente.

O déficit comercial de bens dos Estados Unidos atingiu o recorde de US\$782,1 bilhões, em 2005, com as importações totalizando US\$1.674,6 bilhões e as exportações, US\$892,5 bilhões. Essa deterioração está associada, em parte, ao aumento do déficit bilateral com a China e com os países produtores de petróleo. As projeções para 2006 sugerem a continuidade do cenário de déficits

Gráfico 4.17 – EUA – Déficit comercial bilateral^{1/}



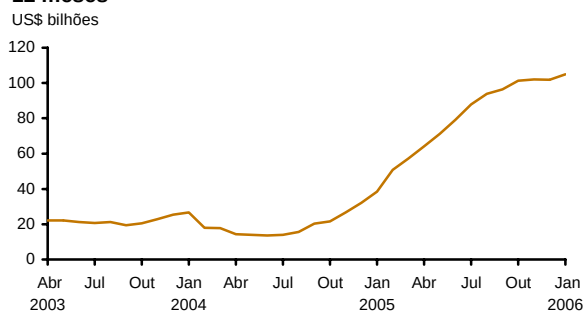
representativos da balança comercial norte-americana, tendo em vista os prováveis efeitos do crescimento da economia sobre o volume de importações. A proporção entre o déficit comercial de bens e serviços e o PIB cresceu, nos Estados Unidos, de 5,3%, em 2004, para 5,8%, em 2005.

Na Área do Euro, a balança comercial apresentou superávit de €23,4 bilhões em 2005, ante €71,5 bilhões em 2004, registrando-se aumentos de 7,1% nas exportações e de 12% nas importações. A redução acentuada do resultado comercial da região refletiu tanto o aumento dos preços do petróleo como a deterioração do comércio bilateral com três importantes parceiros comerciais. Nesse sentido, considerando dados relativos ao período janeiro a novembro de 2005, o déficit referente à conta energia atingiu €53,7 bilhões, com crescimento de 43,5% em relação ao mesmo período de 2004. No mesmo período, o superávit comercial com o Reino Unido diminuiu 14%, para €49,2 bilhões, e os déficits com a Rússia e a China aumentaram €18,8 bilhões e €19,8 bilhões, respectivamente.

O superávit da balança comercial do Japão totalizou US\$79,3 bilhões em 2005, com decréscimo de 28,6% em relação a 2004, registrando-se aumentos de 11,8% nas importações e de 3,9% nas exportações. Assinale-se que, no último trimestre de 2005, o crescimento das exportações foi mais acentuado, atingindo 3,2% em relação ao trimestre encerrado em setembro, dados dessazonalizados, favorecido pela elevação das vendas de automóveis e máquinas elétricas para os Estados Unidos e para a China.

Gráfico 4.18 – China – Saldo comercial acumulado

12 meses



O superávit da balança comercial chinesa apresentou crescimento em ritmo acelerado a partir do segundo semestre de 2005, atingindo US\$101,8 bilhões no ano. As exportações, com destaque para as vendas de bens manufaturados, em especial equipamentos eletrônicos, cresceram 28,4% e as importações, 17,8%, em relação a 2004. Em janeiro, o superávit atingiu US\$9,5 bilhões, acumulando US\$104,9 bilhões nos últimos doze meses, 172% superior ao resultado correspondente do ano anterior.

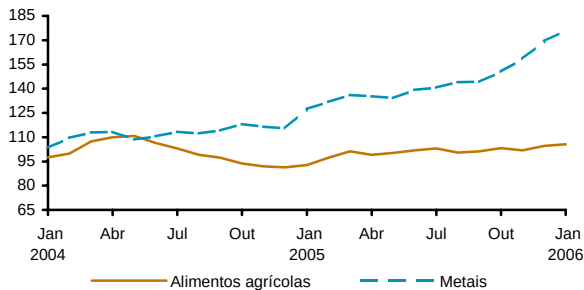
4.4.1 *Commodities*

A evolução positiva das cotações das principais *commodities*, tanto metálicas quanto agrícolas, continuou sustentada, em 2005, pela expansão da demanda mundial,

resultante, em grande medida, do desempenho das economias emergentes asiáticas, sobretudo China e Índia. Essa trajetória deverá persistir em 2006, em linha com as perspectivas de crescimento da economia mundial.

Gráfico 4.19 – Índice de preço de *commodities* em DES

1995 = 100



Fonte: FMI

As cotações das *commodities* metálicas registraram elevação média anual de 26,4% em 2005. Essa tendência manteve-se em janeiro de 2006, evidenciada pelas altas de 3,8% e 38% em relação às cotações de dezembro e de janeiro do ano anterior, respectivamente. Os contratos futuros de cobre vêm sendo negociados em alta, apesar das expectativas de desaceleração do consumo nos Estados Unidos e na China. A demanda por ouro totalizou o valor recorde de US\$53,6 bilhões em 2005, de acordo com o Conselho Mundial do Ouro, e os preços internacionais do metal atingiram o patamar de US\$550/onça-troy, maior valor nominal desde o início dos anos oitenta e o maior valor real dos últimos quinze anos.

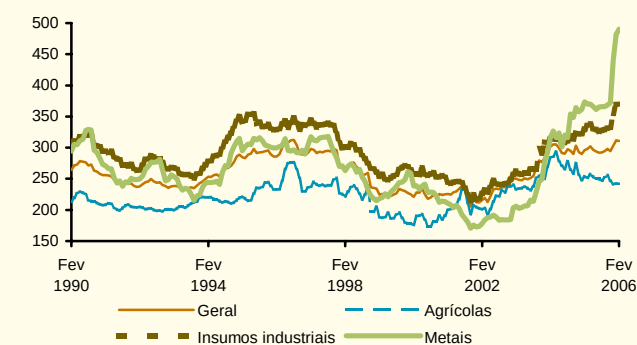
As *commodities* agrícolas também continuaram a apresentar desempenho positivo em 2005, registrando elevação média de 1,6% no último trimestre de 2005, em relação ao trimestre encerrado em setembro, dados dessazonalizados, e de 11,8% ante o período correspondente do ano anterior. Em janeiro de 2006, os preços apresentaram crescimento mensal de 0,8%, dados dessazonalizados.

A demanda mundial por café continua aquecida, pressionando as cotações do produto, enquanto os preços do milho, também ascendentes, alcançaram, em meados de fevereiro, o valor mais elevado nos últimos cinco meses. O cenário externo para os preços da soja permanece estável, mas com tendência de alta no curto prazo, face aos temores relativos a uma possível redução da produção da Argentina, apesar das expectativas favoráveis quanto às safras norte-americana e brasileira. Os preços do açúcar continuam batendo sucessivos recordes, em virtude da escassez do produto projetada para o ano, entre 1,5 milhão e 2 milhões de toneladas, enquanto as cotações do trigo seguem elevadas, em contrapartida à quebra de safra ocorrida na Europa e na Rússia, assim como aos problemas climáticos observados nos Estados Unidos.

Perspectivas para a Evolução dos Preços das *Commodities*

A economia mundial tem se beneficiado, nos últimos anos, de uma conjuntura bastante favorável. O acúmulo de liquidez internacional e o forte crescimento mundial têm dado suporte a um ciclo de elevados preços internacionais de *commodities*, contribuindo para a apreciação das moedas de países para os quais as *commodities* representam parcela relevante das exportações.

Gráfico 1 – CRB – Índice de preço de *commodities*



O índice de preços de *commodities* do *Commodity Research Bureau* (CRB) indica que esses preços se mantêm elevados em comparação com os padrões históricos, com alguma tendência de arrefecimento em seu crescimento. Os preços de algumas classes de *commodities* ainda persistem em sua tendência de elevação, como as metálicas, e de insumos industriais e algumas agrícolas, a exemplo do café, açúcar, algodão e trigo.

A alta ocorre em função de problemas de oferta enfrentados por países produtores, estoques limitados e aumento da demanda mundial, refletindo o crescimento das economias. O movimento do mercado financeiro é outro ingrediente no aumento dos preços das *commodities* agrícolas e metálicas. Os patamares de juros ofertados pelos títulos do tesouro norte-americano, considerados baixos pelo mercado financeiro, estimulam investidores a migrarem para outros tipos de ativos, como os contratos futuros baseados em *commodities*, fazendo com que os preços se valorizem e apresentem maior volatilidade.

Commodities metálicas

O desempenho das *commodities* metálicas tem sido excepcional nos últimos anos, reflexo da

pressão de demanda originada no bom desempenho da economia mundial, basicamente advinda do crescimento observado na China, importante consumidor. Em 1993, esse país consumia entre 7% e 10% do total mundial de metais básicos e, em 2003, passou a consumir entre 20% e 25%. Nos dois últimos anos, os preços das *commodities* metálicas cresceram, em média, 28% a.a., demonstrando fôlego para continuar crescendo nos próximos anos, embora a um ritmo menos intenso.

A manutenção e a persistência das cotações dessas *commodities* em patamares elevados deve-se, também, à oferta insuficiente para atender ao aumento da demanda mundial. Os estoques globais de cobre, alumínio, chumbo, zinco e níquel estão em seus menores níveis em décadas. Além disso, deve-se levar em conta o longo processo de maturação de novos projetos de mineração, que vai desde a observância de regulamentações ambientais mais estritas, à falta de mão-de-obra especializada e de equipamentos.

A produção mundial de alumínio deverá crescer 4,6% e 4,9% em 2006 e 2007, respectivamente, e o consumo mundial, 4,7% e 2,3%, segundo estimativas da *Economist Intelligence Unit* (EIU), que também prevê que o consumo nos Estados Unidos subirá 10,3% em 2006 e 7,4% em 2007, ante 13,4% em 2004 e 20% em 2005, influenciado pela reconstrução de áreas afetadas pelos furacões que atingiram o país. Ainda segundo a EIU, uma eventual desaceleração da economia mundial poderá arrefecer o crescimento do setor em 2006 e em 2007, tendo em vista as previsões de menor elevação no consumo da China, de 8,5% em 2005, para 1,1%, em 2006, e 0,14% no ano seguinte.

Ainda, segundo a EIU, a produção mundial de cobre refinado deverá registrar elevação de 6,3%, em 2006, e de 2,8%, em 2007, enquanto o consumo deverá crescer 2,8% e 2,3%, respectivamente, naqueles anos. É oportuno observar que o cobre vem sofrendo a concorrência de produtos plásticos no setor da construção. Cabe ressaltar que a demanda européia da *commodity* não tem sido tão fraca quanto as expectativas iniciais indicavam e que os preços continuam levemente pressionados pelos movimentos formadores de estoques e pelos interesses de fundos institucionais que operam no mercado.

Com relação ao níquel refinado, a produção mundial deverá crescer 5,5% e 2,9% em 2006 e 2007, respectivamente, enquanto o consumo global deverá subir 4,9% e 5,3% naqueles anos, segundo a EIU. Os estoques deverão subir 24% em 2006, o que pressionará os preços para baixo, enquanto em 2007 os estoques subirão 3,4% e os preços 6,7%. Com relação ao zinco, a análise do EIU indica que os estoques continuam em queda, com grande margem de déficit entre oferta e demanda global, o que deverá pressionar os preços. Com relação ao aço, o excesso de oferta em muitos países asiáticos, principalmente na China, tem pressionado os preços da *commodity*. Em 2006, os aumentos em produção serão menores que os verificados em anos recentes, embora o *Independent Steel Industry Analysts* (MEPS) afirme que a produção de aço continuará em declínio nos Estados Unidos, na União Européia e no Japão.

Commodities agrícolas

As *commodities* agrícolas vêm apresentando desempenho positivo nos últimos anos, alternando períodos de crescimento e reduções de preços. As oscilações nas cotações levam em consideração fatores como clima, previsão e colheita de safras, estoques e movimentos especulativos nas bolsas de mercadorias. De maneira geral, prevê-se a estabilização dos preços dessa classe de *commodity*, embora o quadro de oferta e demanda de alguns produtos sugira valorização nas cotações.

As cotações do café e do açúcar estão em ascensão. A demanda mundial de café continua pressionada, o que tem elevado os preços do produto. A baixa rentabilidade da cultura em alguns países e condições climáticas desfavoráveis (seca no Vietnã e furacões em alguns países da América Central e México) têm afetado a oferta mundial do produto. As previsões da Organização Internacional do Café indicam produção mundial entre 118 milhões de sacas e 122 milhões de sacas, para um consumo de 118 milhões de sacas. O consumo mundial de café cresce cerca de 1,5% ao ano. Com relação ao açúcar, a forte pressão de demanda internacional tem pressionado os preços da *commodity* a baterem sucessivos recordes. Em janeiro de 2006, a cotação média do açúcar ficou em

16,16 centavos de dólar por libra-peso, 15,7% maior que em dezembro, atingindo o maior patamar desde 1981. Em doze meses, o aumento é de 75,4%; em 24 meses, chega a 168%. A demanda por álcool e a perspectiva de redução da oferta do produto por parte de alguns países são fatores que deverão manter elevada a cotação da *commodity*. No ano passado, países produtores de açúcar de beterraba tiveram problemas de produção, o que reduziu os estoques mundiais do produto. A entrada em 2006 com estoques menores, aliada à demanda em crescimento, devem impulsionar o aumento dos preços. A estimativa da Organização Internacional do Açúcar é que a demanda deste ano seja dois milhões de toneladas superior à produção.

Com relação à soja, o relatório do Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA) divulgado em fevereiro, chama atenção para o crescimento dos estoques norte-americanos, ao mesmo tempo em que indica estabilidade de preços internacionais no curto prazo. Os problemas da gripe aviária na Ásia e em outros países produtores de frango podem refrear o consumo de farelo de soja, refletindo nos estoques do produto e, com efeitos sobre os preços. A perspectiva para o milho é de produção próxima a 700 milhões de toneladas, segundo o relatório do USDA. A grande dificuldade dessa cultura, no curto prazo, é o problema enfrentado pelo setor avicultor, grande consumidor do produto. A epidemia da gripe aviária, segundo a Organização Mundial da Saúde (OMS), deve sacrificar cerca de 150 milhões de aves no mundo, pressionando os preços internacionais da *commodity* para baixo, no médio prazo, o que poderá ser compensado pela demanda fortemente aquecida em função do *boom* norte-americano por etanol advindo do milho, em razão dos preços do petróleo.

Quanto ao trigo, os preços da *commodity* no mercado internacional continuam elevados, sustentados pela baixa oferta de produto de boa qualidade e a perspectiva de redução da área plantada na Argentina, um dos principais produtores mundiais. Entretanto, a Índia, grande consumidor, deverá permanecer auto-suficiente em 2006 e 2007, de acordo com o EIU, enquanto a China deverá reduzir suas compras, como reflexo de elevação de sua produção.

A perspectiva de um quadro de demanda maior que a oferta e a conseqüente recuperação dos preços estão dando fôlego às vendas de algodão no início deste ano. As cotações do produto na Bolsa de Nova York já acumulam alta de 32% nos últimos doze meses. Quase metade desse avanço ocorreu em dezembro e em janeiro, quando os contratos para 2007 começaram a serem fechados. Esperam-se preços firmes para o ano todo, especialmente se as previsões de queda na produção do hemisfério norte e de aumento no consumo se realizarem. Prevê-se que a produção mundial recorde do ano passado – 26 milhões de toneladas – não deva se repetir.

Petróleo

Nos últimos cinqüenta meses, os preços internacionais do petróleo vêm sendo pressionados por inúmeros fatores, podendo-se destacar os geopolíticos – oriundos basicamente do Oriente Médio –, os climáticos – furacões e baixas temperaturas – e os decorrentes do crescimento econômico global, principalmente pelos efeitos do crescimento da demanda chinesa e norte-americana, e da margem estreita entre oferta e demanda do produto.

O preço médio anual do barril de petróleo tipo *U.K. Brent* passou de U\$24,40, em 2001, para U\$38,32 em 2004, atingindo U\$54,51 no ano seguinte, representando alta de 123% em quatro anos. Nos dois primeiros meses de 2006, a média mensal está em U\$61,79, podendo manter-se no médio prazo próxima a U\$60 o barril. A EIU trabalha com estimativas de preços de U\$55 e U\$46,75 para 2006 e 2007, respectivamente, para o barril tipo *U.K. Brent*, enquanto para o *West Texas Intermediate (WTI)*, a estimativa está em U\$56,28 (2006) e U\$47,85 (2007). O consumo mundial deverá crescer em média 2,4% ao ano, entre 2006 e 2007. Embora alguns analistas trabalhem com preço médio do barril de petróleo abaixo de U\$60, para este ano, outros trabalham com preços mais elevados, apostando na persistência dos fatores acima relacionados, que aliados aos fatores especulativos podem trazer focos de intranqüilidade.

Riscos

O excepcional ciclo de expansão da economia internacional e das cotações das *commodities* não deve ser considerado como permanente. Certamente, um conjunto de incertezas está associado às estimativas citadas anteriormente. Alterações possíveis no quadro internacional podem ter impactos importantes nessas cotações e, por conseguinte, nas exportações e nos saldos comerciais. O principal risco é uma desaceleração brusca do crescimento mundial, provocada por elevação excessiva dos preços do petróleo, acentuação do ciclo de alta da taxa básica de juros nas principais economias, eventual redução sincronizada da liquidez global, e a propagação da epidemia de gripe aviária. Segundo estimativa do Banco Mundial, uma eventual pandemia dessa doença entre seres humanos custaria cerca de US\$800 bilhões por ano, o equivalente a 2% do PIB global.

Embora as perspectivas sejam de que o ajuste nas taxas de juros prossiga gradualmente, a liquidez internacional poderá estreitar-se ao longo dos próximos doze meses, relativamente aos níveis atuais. Esse fato, juntamente com uma eventual desaceleração do crescimento do comércio mundial, provocado por uma epidemia da gripe aviária, poderá afetar negativamente os preços internacionais de *commodities*, reduzindo tanto os superávits comerciais, quanto o ingresso de capitais, com reflexos sobre o comportamento da taxa de câmbio e da inflação.

4.4.1.1 Petróleo

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

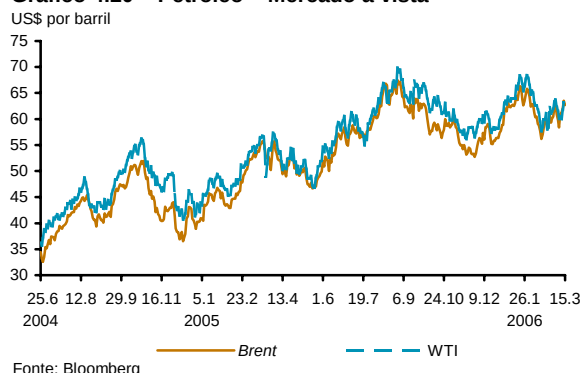
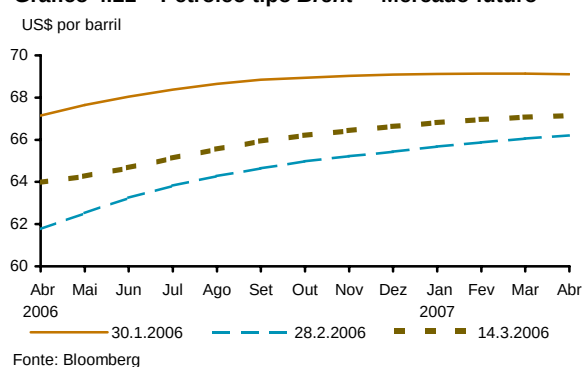


Gráfico 4.21 – Petróleo tipo Brent – Mercado futuro



A demanda mundial por petróleo tem registrado, nos últimos dois anos, crescimento em ritmo superior à oferta, sobretudo em termos de capacidade de refino, pressionando os preços da *commodity*. Adicionalmente, as cotações do petróleo têm sido afetadas por adversidades climáticas e fatores geopolíticos, a exemplo dos atritos recorrentes no Oriente Médio e dos ataques terroristas praticados na Nigéria contra a indústria petrolífera do país.

O preço do barril de petróleo iniciou 2006 em trajetória ascendente, apresentando cotação média próxima a US\$60,00 o barril, encerrando fevereiro a US\$60,05 (*U.K. Brent*). Ao longo desse período, as cotações da *commodity* apresentaram grande volatilidade, com a mínima em US\$56,19 e a máxima em US\$66,29, influenciada por fatores geopolíticos e informações de produção e estoque do produto. Com relação ao mercado futuro, os contratos para dezembro de 2006 vêm sinalizando a deterioração das expectativas quanto à evolução do preço da *commodity* (*U.K. Brent*). Nesse sentido, as cotações do barril de petróleo elevaram-se de US\$59,65, em 31.10.2005, para US\$62,27, em 30.12.2005, e para US\$69,09, em 30.1.2006, recuando para US\$65,44, em 28.2.2006, mas voltando a aumentar em 15.3.2006, para US\$66,63.

4.5 Conclusão

O cenário externo mantém-se favorável, embora algumas das dificuldades estruturais vigentes em 2005, como os déficits gêmeos norte-americanos, sigam como riscos ao crescimento mundial de longo prazo. A essa, juntam-se as dificuldades conjunturais associadas basicamente a questões geopolíticas e à volatilidade dos mercados. Nesse cenário, as perspectivas são de que o ritmo de crescimento mundial em 2006 deve sofrer alterações na margem, em relação a 2005. Estados Unidos e China deverão apresentar bons resultados em 2006, esperando-se, adicionalmente, maior dinamismo da economia japonesa e alguma recuperação na Europa.

Na medida em que as perspectivas de crescimento nos países do G-3 permanecem positivas para 2006, mas que as expectativas quanto ao comportamento futuro do preço do petróleo afetam os riscos inflacionários, a reação coordenada de seus bancos centrais tem sido no sentido de elevação das taxas de juros e aperto monetário, como aqueles em curso na Área do Euro e nos EUA, e de sua iminência, como esperado para a economia japonesa.

Alguns fatores de estímulo ao comércio mundial observados em 2005, como os altos preços das *commodities* internacionais e a demanda externa forte, deverão estar presentes em 2006. Da mesma forma, vislumbra-se cenário positivo nos mercados financeiros, tanto para as principais economias quanto para os países emergentes, que continuarão a ser beneficiados pela ampla liquidez e menor aversão ao risco, favorecendo a consolidação dos respectivos ajustes estruturais e macroeconômicos.

A percepção dos mercados de crédito mantém-se positiva. Prevalectem expectativas de continuidade dos reduzidos *spreads* nos mercados financeiros internacionais e de elevação da classificação de risco para emissores soberanos emergentes que têm promovido o gerenciamento eficaz de seu endividamento externo, em especial no que se refere à antecipação de amortizações, refinanciamentos com prazos e custos mais favoráveis e pré-financiamentos das necessidades previstas para 2006. Ressalve-se que o *Institute of International Finance* (IIF) enfatiza a necessidade da coordenação de políticas, por parte das grandes economias, com a finalidade de evitar que a correção de expressivos déficits em conta-corrente implique ajustamentos cambiais e financeiros abruptos.

Embora os índices de inflação tenham sido pressionados pela alta dos preços do petróleo no decorrer de 2005, os núcleos permaneceram relativamente bem comportados. Para 2006, as expectativas são no sentido de que as pressões inflacionárias sigam sob controle.

Existem, entretanto, alguns fatores de risco à evolução da economia mundial. Nesse sentido, assinalem-se os elevados déficits externos, sobretudo nos Estados Unidos, na medida em que uma elevação mais acentuada das taxas de juros norte-americanas, para combater um eventual aumento das pressões inflacionárias, poderia ter efeitos de transmissão em outras economias. Outro risco é representado pelo preço do petróleo, haja vista que as pressões sobre as cotações são cada vez mais um problema de oferta do que uma questão de demanda. Dessa forma, choques exógenos, naturais, como os provocados pelo furacão Katrina, ou geopolíticos, continuarão a exercer forte influência sobre os preços da *commodity* no curto prazo.

Em 2005, pelo terceiro ano consecutivo, o balanço de pagamentos apresentou superávit em transações correntes. Essa trajetória, que deverá persistir no corrente ano, segue sustentada, fundamentalmente, pelo desempenho consistente da balança comercial, em contexto de expansão da corrente de comércio. Permanecem, portanto, confortáveis o cenário para as contas externas do País e as condições de financiamento do balanço de pagamentos.

Nesse cenário, o governo deu continuidade às medidas de redução e à melhoria do perfil do endividamento externo público, iniciadas em 2005 com a quitação antecipada dos empréstimos junto ao FMI e com o anúncio de antecipação do pagamento da dívida relativa ao Clube de Paris. Dessa maneira, no início de 2006, foram divulgadas iniciativas visando à recompra, ao longo do ano, de papéis brasileiros com vencimentos entre 2007 e 2010, e também ao exercício, em abril, da opção de *call* dos bônus *bradies* em mercado. Os pagamentos relativos às medidas anunciadas no começo deste ano serão efetuados com recursos provenientes das reservas internacionais do País.

Os ingressos líquidos de divisas se intensificaram em 2005, evidenciando os resultados positivos apresentados pela balança comercial cambial. Essa tendência se manteve no primeiro bimestre de 2006, fortalecida pela ocorrência de ingressos líquidos relativos às operações financeiras.

As projeções para o setor externo constantes deste “Relatório de Inflação” sofreram alterações em relação ao relatório anterior. Ocorreram mudanças em algumas rubricas, como exportações, aluguel de equipamentos, juros e lucros e dividendos, em função dos resultados já ocorridos e de sua tendência prospectiva. Relativamente à conta financeira, foram alteradas as projeções para o serviço da dívida, com elevação das amortizações esperadas, fundamentalmente devido às amortizações antecipadas de títulos da dívida externa pública e ao anúncio do exercício de *call* para os bônus *Bradies*. Foram, também, elevadas,

de US\$16 bilhões para US\$18 bilhões, as projeções para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos; de 70% para 100% as taxas de rolagem do passivo externo privado de médio e longo prazos; de US\$2 bilhões para US\$5 bilhões as remessas líquidas de investimentos brasileiros diretos; e de US\$4 bilhões para US\$10 bilhões as aplicações líquidas em papéis e ações de emissão doméstica.

De acordo com esse cenário, e incluindo a aquisição pelo Tesouro Nacional em mercado da totalidade do serviço da dívida externa referente a bônus e ao serviço relacionado ao pagamento antecipado ao Clube de Paris, o mercado cambial deverá continuar superavitário, permitindo a constituição de ativos no exterior pelo setor bancário. As reservas internacionais estimadas para o final de 2006 deverão apresentar elevação de US\$3,2 bilhões, incluídas as compras efetuadas pelo Banco Central em janeiro e fevereiro. Sob essas hipóteses, não deverão ocorrer dificuldades no financiamento do setor externo.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio, em 2005, proporcionou ingressos líquidos de US\$18,8 bilhões de recursos contratados, em comparação a US\$6,4 bilhões em 2004. Esse foi o maior superávit desde 1992, quando o saldo líquido totalizou US\$20,8 bilhões. Os ingressos líquidos no segmento comercial atingiram US\$51,8 bilhões, melhor resultado da série, ante US\$36,7 bilhões em 2004, registrando-se aumentos de 31,6% nas exportações e de 25,5%, nas importações. As contratações no segmento financeiro, incluídas as operações com instituições no exterior, vigentes até a implementação do Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) em meados de março de 2005, resultaram em saídas líquidas de US\$32,5 bilhões, superiores em US\$2,6 bilhões às observadas em 2004, registrando-se crescimentos de 42,1% nas compras de moeda estrangeira e de 33,3% nas vendas.

No primeiro bimestre de 2006, foram registrados ingressos líquidos de US\$9,7 bilhões de recursos contratados, em comparação a US\$5,3 bilhões no mesmo período de 2005. Os ingressos líquidos no segmento comercial atingiram US\$8,1 bilhões, e os no segmento financeiro, US\$1,6 bilhão. Nesse segmento, as compras de moeda estrangeira, de US\$30,4 bilhões, e as vendas, de US\$28,8 bilhões, foram superiores às do primeiro bimestre de 2005 em 99,9% e 86,4%, respectivamente.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	
Operações com clientes no País	3,9	5,7	19,3	7,7	9,7	
Comercial	3,5	5,5	51,8	4,9	8,1	
Exportação	8,0	15,4	123,0	10,6	20,0	
Importação	4,4	9,9	71,2	5,6	11,9	
Financeiro ^{1/}	0,4	0,2	-32,5	2,8	1,6	
Compras	8,7	15,2	120,2	16,8	30,4	
Vendas	8,3	15,0	152,7	14,0	28,8	
Operações com instituições no exterior (líquido) ^{2/}	0,0	-0,4	-0,5	0,0	0,0	
Saldo	3,9	5,3	18,8	7,7	9,7	

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

2/ Movimentações relacionadas com transferências internacionais em reais, no País, de domiciliados no exterior.

O significativo superávit cambial permitiu ao Banco Central efetuar compras líquidas de divisas em mercado de US\$21,5 bilhões, em 2005, e de US\$4,8 bilhões, nos dois primeiros meses deste ano.

A posição vendida dos bancos no mercado à vista de câmbio passou de US\$1,4 bilhão, em 2004, para US\$4,1 bilhões, em 2005. Ao final de fevereiro, a posição dos bancos no mercado à vista de câmbio tornou-se comprada em US\$200 milhões.

5.2 Comércio de bens

Em fevereiro, as exportações brasileiras alcançaram US\$8,8 bilhões, e as importações, US\$5,9 bilhões, valores recordes para o mês. A média diária das vendas externas cresceu 12,8% e a das compras, 19%, em relação ao mesmo mês do ano anterior. O superávit atingiu US\$2,8 bilhões, maior valor já registrado para fevereiro. A corrente de comércio cresceu 15,3% nessa base de comparação, somando US\$14,7 bilhões.

Segmentando as exportações por fator agregado, as três categorias registraram vendas recordes em fevereiro. A maior variação, de acordo com a média diária de fevereiro, na comparação com o mesmo mês de 2005, ocorreu nas exportações de produtos manufaturados, com crescimento de 14,4%. Destacaram-se, no mês, as vendas externas de óleos combustíveis, 239%; automóveis, 40,6%; laminados planos, 41,1%; autopeças, 19%; máquinas e aparelhos para terraplanagem, 35,9%; motores e geradores elétricos, 150,9%; e veículos de carga, 43,6%.

As exportações de bens semimanufaturados cresceram 1,1% na mesma base de comparação, principalmente em função do aumento das vendas externas de alumínio em bruto, 30,4%; semimanufaturados de ferro e aço, 21%; celulose, 34,5%; e couros e peles, 27,7%. Adicionalmente, o valor das exportações dos itens básicos elevou-se 12,3%, destacando-se o desempenho dos itens petróleo, 21,1%; soja em grão, 89%; minério de ferro, 38,4%; fumo em folhas, 20,9%; e café em grão, 14,7%.

As exportações, consideradas as médias diárias por principais setores, também apresentaram aumentos generalizados no acumulado janeiro-fevereiro de 2006, com ênfase nas vendas de petróleo e derivados, 120%; minérios, 53,9%; carnes, 24,4%; produtos metalúrgicos, 18,1%;

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	US\$ milhões			
	Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-fev 2006	18 021	12 355	5 666	30 376
Jan-fev 2005	15 200	10 237	4 963	25 438
Var. %	18,6	20,7	14,2	19,4

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-fev/2005, 39 dias úteis e jan-fev/2006, 40 dias úteis.

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

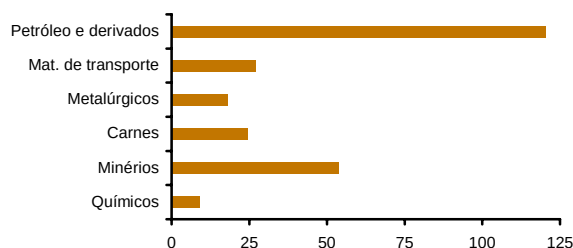
Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2005	2006	Var. %
Total	389,8	450,5	15,6
Básicos	93,0	120,7	29,7
Industrializados	288,9	318,0	10,1
Semimanufaturados	61,3	62,8	2,5
Manufaturados	227,6	255,2	12,1
Operações especiais	7,8	11,8	51,6

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-fev/2005, 39 dias úteis e jan-fev/2006, 40 dias úteis.

**Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores
Janeiro/fevereiro – 2006/2005^{1/} – %**



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação sobre igual período do ano anterior.

Em jan-fev/2005, 39 dias úteis e jan-fev/2006, 40 dias úteis.

Gráfico 5.2 – Exportações – Índices de preços e quantum – Janeiro/fevereiro – 2006/2005

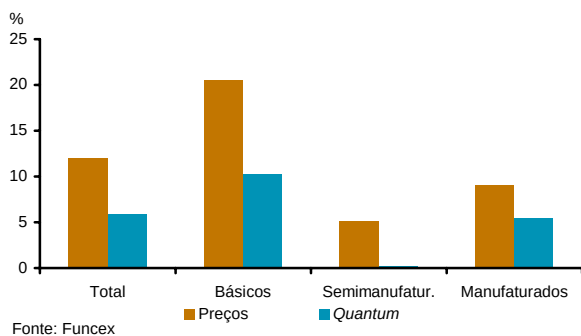


Gráfico 5.3 – Concentração das exportações, por produtos
Índice de Herfindahl-Hirschman

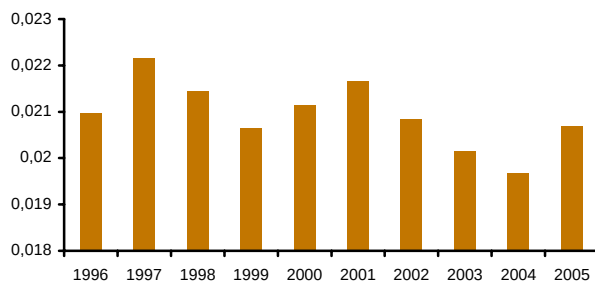


Gráfico 5.4 – Concentração das exportações, por destinos
Índice de Herfindahl-Hirschman

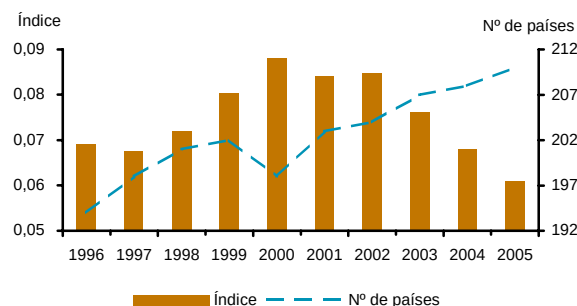


Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2005	2006	Var. %
Total	262,5	308,9	17,7
Bens de capital	52,2	64,4	23,4
Matérias-primas	139,5	157,4	12,8
Naftas	4,7	5,1	9,5
Bens de consumo	28,5	36,8	29,2
Duráveis	12,6	16,6	32,0
Automóveis de passageiros	2,4	3,5	48,4
Não duráveis	15,9	20,2	27,0
Combustíveis e lubrificantes	42,3	50,3	18,9
Petróleo	30,5	26,9	- 12,1

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-fev/2005, 39 dias úteis e jan-fev/2006, 40 dias úteis.

materiais de transporte, 27,1% e químicos, 9,1%. Consideradas em conjunto, as vendas externas classificadas nesses seis segmentos representaram 64,4% do total exportado no bimestre.

De acordo com estatísticas da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) relativas ao primeiro bimestre de 2006 e a igual período do ano anterior, o aumento nas quantidades embarcadas foi inferior ao incremento registrado pelos preços, nessa base de comparação. Nesse sentido, o aumento do valor das vendas de produtos básicos refletiu crescimentos de 10,3% no *quantum* e de 20,5% nos preços, enquanto para bens semimanufaturados, as taxas de crescimento atingiram 0,2% e 5,1%, e para os bens manufaturados, 5,4% e 9%, respectivamente.

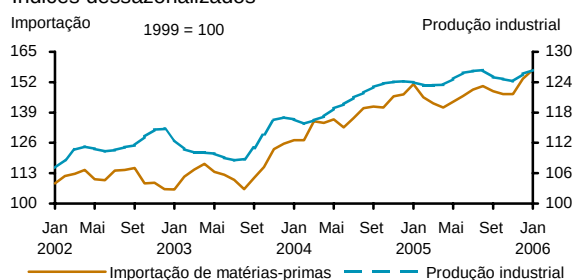
O índice de concentração das exportações brasileiras por produtos, calculado pela aplicação do Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) às vendas externas do País, segundo a Classificação Uniforme para o Comércio Internacional (Cuci), que permanecia em trajetória de redução desde 2001, cresceu, em 2005, para nível equivalente ao assinalado em 2002. Esse recrudescimento da concentração deveu-se, principalmente, ao aumento relativo do valor exportado de produtos como minério de ferro, petróleo e derivados, equipamentos de telecomunicação, açúcar, carne, automóveis e café. Com exceção das exportações de automóveis, o aumento no valor dos demais produtos foi reflexo, principalmente, das elevações de preços externos.

Por outro lado, o IHH calculado por países de destino das exportações brasileiras manteve a tendência declinante iniciada em 2000, evidência da desconcentração que se observa, principalmente, nas vendas de produtos manufaturados.

Em fevereiro, comparativamente ao mesmo mês de 2005, ocorreram, similarmente ao registrado nas exportações, elevações generalizadas nas importações de todas as categorias de uso. As compras de bens de consumo elevaram-se 25,8%, com expansões de 25,7% em duráveis e de 25,9% em não-duráveis, destacando-se o desempenho de produtos alimentícios, farmacêuticos, automóveis e máquinas e aparelhos para uso doméstico. As importações de combustíveis e lubrificantes cresceram 15,6% em fevereiro, ante o mesmo mês de 2005, refletindo as compras de gás natural, carvão e óleos combustíveis.

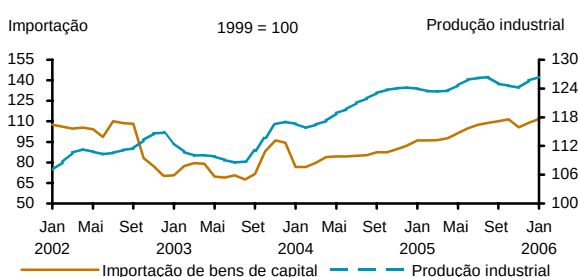
As importações de bens de capital permaneceram em trajetória de expansão significativa, elevando-se 26,3% na mesma base de comparação, com destaque para as

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



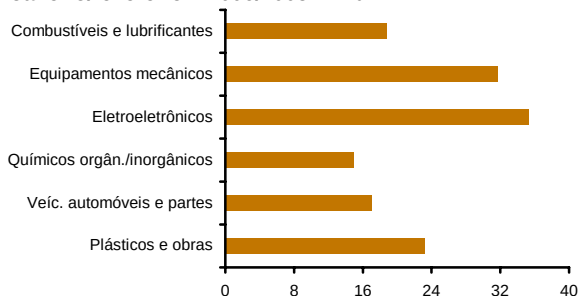
Fonte: IBGE e Funcex

Gráfico 5.6 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fonte: IBGE e Funcex

Gráfico 5.7 – Importações por principais setores
Janeiro/fevereiro – 2006/2005^{1/} – %

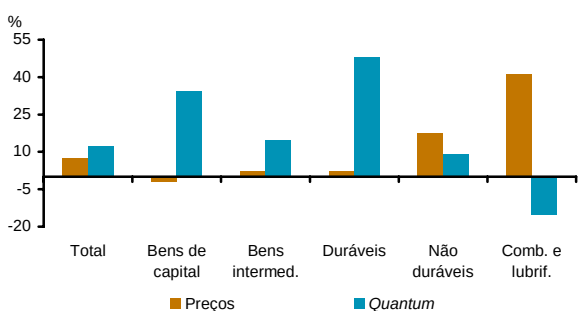


Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação sobre igual período do ano anterior.

Em jan-fev/2005, 39 dias úteis e jan-fev/2006, 40 dias úteis.

Gráfico 5.8 – Importações – Índices de preços e quantum – Janeiro/fevereiro – 2006/2005



Fonte: Funcex

compras de máquinas e aparelhos para escritório-científico, maquinaria industrial e partes e peças para bens de capital. As importações de matérias-primas, que representam mais da metade do valor importado pelo País, cresceram 16% no mês, fortalecendo as expectativas de recuperação da indústria doméstica.

De maneira semelhante à registrada na análise das exportações, as importações, consideradas as médias diárias por principais setores, apresentaram aumentos generalizados no primeiro bimestre de 2006, ante o mês correspondente do ano anterior. Dentre os setores mais representativos, assinalam-se os crescimentos registrados nas compras de equipamentos mecânicos, 31,7%; combustíveis e lubrificantes, 18,9%; automóveis e partes, 17,1%; eletroeletrônicos, 35,3%; plásticos e suas obras, 23,2%; e produtos químicos, 15%. Esses setores representaram 69,8% do total da pauta.

De acordo com estatísticas da Funcex, o aumento das importações assinalado no acumulado do ano esteve associado aos crescimentos de 12,1% no *quantum* e de 7,6% nos preços. A maior expansão de quantidades importadas ocorreu nas importações de bens de consumo duráveis, 47,9%, seguida da registrada em bens de capital, 34,1%. A variação nos preços esteve associada, especialmente, aos aumentos em combustíveis e lubrificantes, 41,1%, influenciado pela cotação elevada do petróleo no mercado internacional, e em não duráveis, 17,4%.

Entre os dois primeiros meses de 2006 e de 2005, as exportações brasileiras por mercado de destino se ampliaram para as principais regiões. As exportações para a Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) cresceram 23,5%, com as vendas para o Mercado Comum do Sul (Mercosul) se expandindo 20,6% e as direcionadas ao México, 14,6%. Destacaram-se, também, os aumentos dos embarques para a Ásia, 21%, com destaque para a China, Japão e Coréia do Sul.

Por mercados fornecedores, registrou-se aumento nas importações de todas as regiões, na mesma base de comparação. As compras originárias da Aladi, exceto o Mercosul, aumentaram 64,4% e as procedentes da Ásia, 45,5%, destacando-se as provenientes da China, 47%, do Japão, 20,8%, e da Coréia do Sul, 55,4%. Assinalam-se, ainda, as elevações nas importações oriundas dos EUA, 16,7%; do Mercosul, 9,4%; e da União Européia, 3,6%.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

	US\$ milhões							
Discri- minação	Exportação			Importação			Saldo	
	2005	2006	Var.	2005	2006	Var.	2005	2006
			%			%		
Total	390	451	15,6	262	309	17,7	127	142
Aladi	84	104	23,5	40	51	27,8	45	54
Mercosul	37	45	20,6	26	29	9,4	11	16
Argentina	31	38	20,8	23	25	8,2	8	13
Demais	6	7	20,0	3	4	18,5	3	4
México	15	17	14,6	3	4	9,1	12	14
Demais	32	42	31,2	10	18	82,1	22	23
EUA ^{1/}	87	88	0,7	46	54	16,7	41	34
UE ^{2/}	91	97	6,6	71	74	3,6	20	24
Europa Or. ^{3/}	10	13	27,1	4	5	20,7	6	8
Ásia	53	65	21,0	55	79	45,5	- 1	- 15
Japão	12	15	21,0	12	15	20,8	0	0
Coréia (Sul)	5	7	41,6	7	11	55,4	- 2	- 4
China	17	21	24,3	17	24	47,0	1	- 3
Outros	19	22	13,0	19	29	56,4	1	- 7
Demais	63	84	32,2	47	46	- 1,3	17	38

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

2/ Inclui também os dez países que aderiram em 2004 (além dos que integravam a Europa Oriental, Chipre e Malta).

3/ Oito países, antes incluídos nesse grupo, passaram para a UE.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	0,1	0,9	14,2	0,7	0,3	8,6
Balança comercial	2,8	5,0	44,8	2,8	5,7	39,0
Exportações	7,8	15,2	118,3	8,8	18,0	128,0
Importações	5,0	10,2	73,6	5,9	12,4	89,0
Serviços	-0,4	-0,6	-8,1	-0,6	-1,0	-8,6
Transportes	-0,1	-0,2	-1,8	-0,1	-0,2	-1,9
Viagens internacionais	0,0	0,1	-0,9	-0,1	-0,1	-1,3
Computação e inform.	-0,1	-0,3	-1,6	-0,1	-0,3	-1,5
Aluguel equipamentos	-0,3	-0,6	-4,1	-0,3	-0,7	-4,3
Demais	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4
Rendas	-2,5	-3,9	-26,0	-1,8	-5,0	-25,3
Juros	-1,2	-2,2	-13,5	-1,0	-2,6	-12,3
Lucros e dividendos	-1,3	-1,7	-12,7	-0,8	-2,4	-13,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Transferências correntes	0,2	0,5	3,6	0,3	0,6	3,5

1/ Projeção.

5.3 Serviços e renda

O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou US\$13,5 bilhões em fevereiro de 2006, ante US\$11,8 bilhões no período correspondente do ano anterior, representando 1,69% do PIB. Embora o desempenho em transações correntes permaneça significativo, foi apresentada desaceleração em relação ao recorde de US\$14,8 bilhões registrado em novembro de 2005. Essa trajetória está associada ao comportamento das remessas líquidas nas contas de serviços e rendas, que se elevaram em 33,7% na mesma base de comparação. No bimestre, as transações correntes apresentaram superávit de US\$273 milhões.

Considerando o resultado acumulado no primeiro bimestre de 2006, as despesas líquidas com serviços somaram US\$986 milhões, e as remessas líquidas de rendas, US\$5 bilhões, com crescimentos de 54,1% e de 27,3%, respectivamente, em relação a janeiro/fevereiro de 2005.

A elevação das despesas líquidas com serviços é explicada, principalmente, pelo desempenho das contas aluguel de equipamentos, viagens internacionais e serviços governamentais. A rubrica aluguel de equipamentos registrou remessas líquidas de US\$4,1 bilhões em 2005, ante US\$2,2 bilhões no ano anterior, e de US\$663 milhões no bimestre janeiro/fevereiro de 2006. A ampliação das remessas está associada, em parte, à maior utilização, no País, de bens de capital de propriedade de não-residentes, com desdobramentos favoráveis sobre o nível da capacidade produtiva da economia.

As remessas líquidas de viagens internacionais acumuladas no ano somaram US\$71 milhões, ante ingressos líquidos de US\$60 milhões no mesmo período de 2005. A reversão do resultado em viagens internacionais, com o crescimento das remessas em ritmo superior ao dos ingressos, acompanhou a apreciação nominal na taxa de câmbio, nesse período. Ressalte-se, entretanto, o crescimento contínuo e sustentado das receitas, com o resultado acumulado de doze meses, até fevereiro de 2006, constituindo o recorde em ingressos na série iniciada em 1947.

A conta de rendas – tradicionalmente deficitária devido ao estoque de passivos externos superior ao de ativos externos, o que se traduz em posição internacional de investimentos negativa em US\$353,9 bilhões em setembro de 2005, última apuração disponível – registrou pagamentos líquidos de juros de US\$13,5 bilhões em 2005,

e de US\$2,6 bilhões no período janeiro/fevereiro de 2006, ante US\$2,2 bilhões no mesmo período de 2005.

O aumento do déficit na conta de rendas é resultado, fundamentalmente, da elevação de 72,9% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, que atingiram US\$12,7 bilhões em 2005. No primeiro bimestre de 2006, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$2,4 bilhões, ante US\$1,7 bilhão no período equivalente de 2005, evidenciando a trajetória crescente do estoque de Investimento Estrangeiro Direto (IED). Nesse sentido, assinala-se que o estoque estimado de IED elevou-se em 24,8% em setembro de 2005, relativamente à posição de dezembro de 2004, totalizando US\$201,2 bilhões, e que os ingressos líquidos totais em 2005 somaram US\$15,2 bilhões. A elevação das remessas líquidas foi estimulada, adicionalmente, pelo aumento da lucratividade incidente sobre esse estoque e pela apreciação nominal da taxa de câmbio, que eleva a contrapartida enviada em moeda estrangeira.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos acumulados em janeiro e em fevereiro de 2006 de US\$2,8 bilhões, ante US\$5,8 bilhões no período correspondente de 2005. Na mesma base de comparação, os ingressos de investimentos estrangeiros diretos líquidos cresceram 13,2%, para US\$2,4 bilhões, ante US\$2,1 bilhões de janeiro a fevereiro de 2005.

Os investimentos diretos brasileiros no exterior acumularam saídas líquidas de US\$3 bilhões no bimestre, ante US\$133 milhões no período equivalente de 2005. Essas operações refletem o processo de crescente internacionalização das empresas brasileiras, evidenciado pelo aumento no estoque de investimentos diretos no exterior que, de acordo com a última posição disponível, relativa a setembro de 2005, totalizavam US\$71,6 bilhões.

O resultado da conta de investimentos estrangeiros em carteira apresentou aumento, registrando-se captações líquidas de US\$3,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2006, ante US\$3,7 bilhões no período correspondente de 2005. O comportamento dos fluxos distribuídos por instrumento financeiro foi diferenciado. Os investimentos líquidos em ações somaram ingressos de US\$2,8 bilhões, ante US\$1,7 bilhão no mesmo período de 2005. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa registraram ingressos líquidos de US\$1,1 bilhão, comparativamente a US\$2 bilhões no bimestre

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	4,4	5,8	-9,5	-0,2	2,8	-6,3
Investimentos diretos	0,8	2,0	12,7	-0,9	-0,6	13,0
Brasileiros no Exterior	-0,1	-0,1	-2,5	-1,8	-3,0	-5,0
Estrangeiros no país	0,9	2,1	15,2	0,9	2,4	18,0
Participação	0,0	0,8	15,0	0,6	1,7	18,0
Intercompanhias	0,9	1,3	0,1	0,3	0,7	0,0
Investimentos em carteira	3,5	3,9	4,9	4,4	4,9	1,3
Ativos	0,2	0,2	-1,8	0,7	1,0	0,7
Passivos	3,3	3,7	6,7	3,7	3,9	0,5
Derivativos	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Outros investimentos	0,1	-0,2	-27,0	-3,8	-1,6	-20,5
Ativos	-0,8	-1,0	-3,8	-5,0	-3,4	-18,6
Passivos	1,0	0,9	-23,2	1,2	1,8	-1,9

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	2,5	2,9	17,9	3,0	5,4	14,4
Bônus públicos	1,9	1,9	8,0	0,4	1,4	4,5
Títulos privados	0,4	0,8	7,3	2,2	3,3	7,2
Empréstimos diretos	0,2	0,3	2,6	0,4	0,7	2,6
Empréstimos de curto prazo (líq) ^{2/}	1,3	2,2	-1,8	-0,2	-0,1	0,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/}						
Total:	102%	109%	94%	687%	652%	100%
Títulos privados	114%	140%	94%	653%	757%	100%
Empréstimos diretos	41%	35%	97%	1551%	256%	100%

1/ Projeção.

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

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

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2005		2006	
	Jan-fev	Ano	Jan-fev	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	52,9	52,9	53,8	53,8
Compras líquidas do Bacen	6,3	21,5	4,8	4,8
Serviço da dívida (líquido)	-1,5	-16,2	-6,9	-18,8
Juros	-1,3	-5,4	-1,4	-4,2
Receita	0,2	1,3	0,3	1,4
Despesa	-1,5	-6,7	-1,7	-5,6
Amortização	-0,2	-10,8	-5,5	-14,6
Desembolsos	1,9	12,5	1,4	4,5
Organismos multilaterais	-	-	-	-
Bônus da República	1,9	12,5	1,4	4,5
Fundo Monetário Internacional	-	-23,3	-	-
Desembolso	-	-	-	-
Amortização	-	-23,3	-	-
Demais ^{2/}	-0,8	-2,9	-0,2	1,3
Compras do Tesouro Nacional	0,2	9,3	4,5	11,3
Variação de haveres	6,1	0,9	3,6	3,2
Posição de reservas brutas	59,0	53,8	57,4	57,0
Posição de reservas líquidas:				
Conceito Banco Central ^{3/}	34,8	-	-	-

1/ Projeção.

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

3/ Desde a liquidação da dívida junto ao FMI, ocorrida em dezembro de 2005, não mais se aplica esse conceito.

correspondente do ano anterior, enquanto os ingressos líquidos em *notes* e em *commercial papers* aumentaram de US\$315 milhões para US\$2,7 bilhões. A República aproveitou as condições favoráveis do mercado internacional de crédito e das contas externas brasileiras para antecipar amortizações de dívida, efetivando pagamentos líquidos de US\$2,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2006, ante colocações líquidas de US\$1,9 bilhão em período equivalente de 2005.

Os outros investimentos estrangeiros registraram ingressos líquidos de US\$1,8 bilhão, no bimestre, ante US\$854 milhões no período correspondente do ano anterior. Os créditos comerciais de fornecedores apresentaram ingressos líquidos de US\$2 bilhões, comparativamente a amortizações líquidas de US\$589 milhões nos dois primeiros meses de 2005.

As taxas de rolagem para operações de médio e longo prazos do setor privado e público financeiro atingiram 81% em 2005. Para o setor privado, a taxa de rolagem situou-se em 94%, sendo 97% para empréstimos diretos e 94% para títulos. No primeiro bimestre deste ano, contrariando a tendência observada desde o final de 2003, de taxas de rolagem abaixo de 100%, com conseqüente redução do passivo externo do setor privado, as taxas de rolagem dos setores privado e público financeiro atingiram 521% e as do setor privado, isoladamente, 652%.

As reservas internacionais cresceram US\$3,6 bilhões no primeiro bimestre de 2006, ante a posição de final de 2005, totalizando US\$57,4 bilhões. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$4,8 bilhões no período. Relativamente às operações externas, destacaram-se as amortizações de US\$5,5 bilhões, sendo US\$4 bilhões relativos a bônus soberanos, incluindo US\$2,5 bilhões referentes à operação de recompra de títulos da dívida externa, e US\$1,5 bilhão decorrente de pagamentos realizados ao Clube de Paris. Ocorreram, ainda, lançamentos de US\$1,4 bilhão em bônus da República e despesas líquidas de juros de US\$1,4 bilhão, advindas da receita de US\$299 milhões com a remuneração das reservas e das despesas de US\$1,5 bilhão relativas a bônus, de US\$66 milhões relativas ao Clube de Paris e de US\$111 milhões junto ao FMI. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$4,5 bilhões, enquanto as demais operações geraram despesa de US\$225 milhões.

Estima-se que as reservas cresçam US\$3,2 bilhões em 2006, atingindo US\$57 bilhões. No mesmo período, estão

previstos pagamentos de US\$18,8 bilhões com o serviço da dívida externa e lançamentos de bônus de US\$4,5 bilhões. Estimam-se, ainda, liquidações de compras de US\$4,8 bilhões do Banco Central, já ocorridas, e de US\$11,3 bilhões de compras a serem efetuadas pelo Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio para pagamento do serviço da dívida de sua responsabilidade.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerando-se a posição da dívida externa para o último trimestre de 2005, os indicadores de sustentabilidade externa mantiveram-se na trajetória favorável verificada ao longo do ano, evidenciando a redução da dívida externa total e os crescimentos das exportações e do PIB, a despeito da redução ocorrida nas reservas internacionais em função do pagamento antecipado de US\$15,5 bilhões ao FMI.

A dívida externa registrou, de acordo com o último estoque disponível, relativo a dezembro de 2005, US\$169,5 bilhões. Esse valor significou redução de US\$56,3 bilhões na comparação com o valor máximo de US\$225,8 bilhões, apurado em março de 2000, representando também o menor montante de endividamento externo desde 1995, quando foram registrados US\$153,1 bilhões. Desse total, US\$100,3 bilhões referiam-se ao endividamento externo do setor público em dezembro de 2005, que também observou trajetória de redução desde seu ponto máximo, em setembro de 2003, US\$138,7 bilhões. Por sua vez, o endividamento do setor privado permaneceu relativamente estável em 2005, registrando US\$69,2 bilhões ao final daquele ano. Observe-se, no entanto, que esse estoque representa redução de 39% em relação ao de 1999, US\$113,3 bilhões.

O serviço da dívida externa refletiu a liquidação antecipada em US\$15,5 bilhões ao FMI, ocorrida em dezembro de 2005, elevando-se US\$13,2 bilhões no último trimestre do ano, enquanto as exportações aumentaram US\$5,4 bilhões. Em consequência, a participação do serviço da dívida nas exportações passou de 46,9%, em setembro, para 56%, no final de 2005.

No mesmo período, o PIB em dólares cresceu US\$46,1 bilhões, enquanto a dívida total e a dívida total líquida recuaram US\$13,7 bilhões e US\$8,9 bilhões, respectivamente. Esse desempenho proporcionou reduções

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa

Discriminação	US\$ bilhões				
	2004	2005			
	Dez	Mar	Jun	Set	Dez
Exportações de bens	96,5	101,5	106,8	112,9	118,3
Exportações de bens e serviços	109,1	114,9	120,9	128,0	134,4
Serviço da dívida	51,9	50,5	47,3	53,0	66,2
Dívida externa total	201,4	201,9	191,3	183,2	169,5
Dívida externa total líquida	135,7	127,8	121,2	110,0	101,1
Reservas internacionais	52,9	62,0	59,9	57,0	53,8
PIB	604	650	700	746	792
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	33,3	31,1	27,3	24,6	21,4
Dívida total líquida/PIB (%)	22,5	19,7	17,3	14,7	12,8
Dívida total/exportações	2,1	2,0	1,8	1,6	1,4
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,8	1,8	1,6	1,4	1,3
Dív. total líquida/exportação	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
Serviço dívida/export. (%)	53,8	49,7	44,2	46,9	56,0
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	47,6	43,9	39,1	41,4	49,3
Reservas/dívida total (%)	26,3	30,7	31,3	31,1	31,7

de 3,2 p.p. na relação dívida total sobre o PIB, que atingiu 21,4% em dezembro, a menor relação observada desde 1976, e de 1,9 p.p. na relação dívida total líquida sobre PIB, que se situou em 12,8%, o menor patamar desde 2000.

A relação entre a dívida total e as exportações recuou de 1,6 para 1,4, na mesma base de comparação, enquanto a proporção entre dívida total líquida e as exportações decresceu de 1 para 0,9, constituindo-se, nos dois casos, no melhor coeficiente já observado em toda a série. As relações entre os mesmos conceitos de dívida e as exportações de bens e serviços atingiram 1,3 e 0,8, respectivamente, em dezembro de 2005.

Considerada a mesma base de comparação, as reduções de US\$3,2 bilhões nas reservas internacionais e de US\$13,7 bilhões na dívida externa total propiciaram o aumento de 0,6 p.p. na participação das reservas na dívida total, que alcançou 31,7% em dezembro de 2005, o maior valor desde 1996.

5.6 Conclusão

Os resultados expressivos proporcionados pela balança comercial permanecem sustentando os superávits em transações correntes e provendo financiamento estável e de qualidade ao balanço de pagamentos. Ressalte-se que as perspectivas para a economia mundial em 2006 seguem favoráveis, não sendo prevista redução acentuada no resultado da balança comercial, mesmo em um cenário de retomada da atividade econômica doméstica.

O saldo em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$13,5 bilhões em fevereiro de 2006, representando 1,69% do PIB. A elevação das remessas líquidas referentes a viagens internacionais e lucros e dividendos, relacionada, em parte, à apreciação da taxa de câmbio nominal, tem sido mais que compensada pelo dinamismo exportador, que aumenta o ingresso líquido de divisas via expansão do saldo comercial.

O desempenho das contas externas em 2005 permitiu não apenas o financiamento do balanço de pagamentos, como a antecipação de pagamentos referentes a 2006 e 2007. O programa de captações via bônus emitidos pela República antecipou, em 2005, a captação de US\$3,5 bilhões referentes às necessidades de 2006. As condições do mercado internacional e da economia brasileira têm possibilitado a antecipação de financiamento, corroborando o cenário positivo projetado para o balanço de pagamentos.

A manutenção de condições favoráveis permitiu ao longo dos últimos meses a melhoria expressiva das condições de risco-país. Destaque-se a contínua redução do nível do risco-Brasil, que atingiu 215 pontos em 27 de fevereiro, o nível mais baixo desde o início da série, em 1994. A adoção de política duradoura e consistente para a administração do passivo externo contribui para o processo estrutural de fortalecimento do balanço de pagamentos brasileiro.

Em 2006, permanece em vigor a política de recomposição de reservas, via compras líquidas do Banco Central. Adicionalmente, continuaram a ser implementadas medidas com o objetivo de melhorar o perfil da dívida externa, com destaque para a decisão de efetuar recompras de bônus de vencimentos mais curtos e de antecipar a liquidação dos *bradies*, passivo vinculado à dívida reestruturada.

Os indicadores de sustentabilidade das contas externas, influenciados tanto pela elevação das exportações quanto pela expansão do conjunto de ativos externos em poder da Autoridade Monetária, refletem o quadro favorável das contas externas brasileiras e reforçam a evolução positiva dos níveis de risco-Brasil.

Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa

Este boxe apresenta a trajetória recente dos indicadores de sustentabilidade externa do País, retomando tema que já foi analisado no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2004, incluindo comparações com países com *ratings* iguais ou superiores aos do Brasil.

A evolução benigna desses indicadores nos últimos anos tem evidenciado tanto a adoção de políticas econômicas consistentes, com reflexos favoráveis sobre a manutenção da estabilidade macroeconômica, como o significativo esforço exportador realizado pelas empresas brasileiras que, entre outros efeitos, tem sido fundamental para os expressivos ingressos líquidos em moeda estrangeira no País. Adicionalmente, têm sido relevantes para a melhoria dos indicadores de sustentabilidade externa a abundante liquidez dos mercados internacionais, que tem contribuído para a redução da aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e se manifestado na redução dos *spreads* pagos nas emissões no mercado externo e na medida do risco-país; as amortizações líquidas ao exterior, reduzindo o passivo externo, tanto público quanto privado; e a política de recomposição das reservas, atualmente em curso, via compras líquidas de divisas em mercado pelo Banco Central.

Nesse aspecto, ressaltem-se as diversas iniciativas governamentais destinadas à redução do endividamento externo do setor público e à melhoria do seu perfil. Em 2005, o governo federal anunciou a antecipação do pagamento da linha *Supplemental Reserve Facility* (SRF) ao Fundo Monetário Internacional (FMI), no valor de US\$5 bilhões, efetuado em julho, e, em dezembro, foi realizada a quitação antecipada de US\$15,5 bilhões,

relativa ao restante da dívida com o FMI. Essa antecipação de pagamentos possibilitou economia de juros de aproximadamente US\$900 milhões.

Adicionalmente, foi anunciado o pagamento antecipado da dívida de US\$2,6 bilhões com o Clube de Paris, dos quais já foram liquidados US\$815 milhões, em janeiro, e US\$724 milhões, em fevereiro de 2006. Ainda em fevereiro, foi anunciado que o Banco Central e o Tesouro Nacional iniciaram, no mês anterior, programa de recompras de bônus em mercado, utilizando recursos das reservas. Esse programa resultou em aquisições, com o conseqüente cancelamento de dívida externa de US\$774 milhões, em janeiro, e de US\$1,7 bilhão, em fevereiro. Por fim, o governo deverá exercer, em abril, a opção de *call* dos bônus *bradies* em mercado, estimada em US\$6,6 bilhões, eliminando totalmente seu passivo externo renegociado.

Em relação à evolução dos fundamentos econômicos que compõem os indicadores de sustentabilidade externa, sempre comparando as estatísticas mais recentes com as relativas a 1999, quando ocorreu a mudança da política cambial e a adoção do regime de metas para a inflação, observou-se expansão de 152% nas exportações acumuladas em doze meses, que atingiram US\$121,1 bilhões, em fevereiro de 2006. A dívida externa total reduziu-se um quarto, em relação à de dezembro de 1999, atingindo estoque estimado de US\$169 bilhões em fevereiro deste ano. As reservas internacionais, não obstante a quitação antecipada da dívida com o FMI, que resultou em pagamentos de US\$23,3 bilhões em 2005, atingiu US\$57,4 bilhões, em fevereiro, 58% acima do observado ao final de 1999. Apenas em relação ao serviço da dívida acumulado nos últimos doze meses, observou-se ligeira piora no final de 2005, influenciado pelo referido pagamento antecipado ao FMI. Assim, enquanto as remessas brutas de juros reduziram-se em 8,2%, para US\$14,8 bilhões nos doze meses encerrados em fevereiro, as amortizações aumentaram 25,5%, para US\$55,9 bilhões. Em conseqüência, o serviço da dívida cresceu 16,5%, em relação aos resultados de 1999. O Produto Interno Bruto (PIB), medido em dólares correntes, apresentou crescimento de 49%, de 1999 a fevereiro de 2006, quando atingiu US\$799,6 bilhões.

A relação dívida externa/PIB atingiu 21,4% em dezembro de 2005, e 21,1%, na estimativa para fevereiro deste ano, a menor desde 1976, 20,9 p.p. abaixo da observada em 1999, e menos da metade do pico recente de 45,9% atingido em 2002. A participação da dívida externa líquida no PIB, por sua vez, situou-se em 12,8% e 12,1%, nos períodos citados, a menor desde 1973, representando redução de 20,4 p.p. em relação à observada em 1999, e pouco mais de um terço do maior valor para o período de câmbio flutuante alcançado em 2002.

As razões dívida externa/exportações e dívida externa líquida/exportações atingiram 1,4 e 0,9, respectivamente, em dezembro de 2005, e 1,4 e 0,8 em fevereiro de 2006, os melhores resultados da série histórica, comparativamente a 4,7 e 3,6 em 1999. A razão dívida externa/reservas era igual a 3,1, em dezembro de 2005, e a 2,9 na estimativa para fevereiro de 2006, metade da razão registrada em 1999 e melhor resultado desde 1996. O estoque das reservas, em março de 2005, superou em 7,6% a dívida de curto prazo por maturidade residual, que inclui o passivo de médio e longo prazos a vencer nos próximos doze meses. Registre-se que, em 1999, as reservas representavam pouco mais que metade, 56,6%, dos compromissos a vencer nos próximos doze meses. Na estimativa para fevereiro de 2006, esse percentual atingiu 147%.

Tabela 1 – Indicadores de sustentabilidade externa

	US\$ milhões						
Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida externa total/PIB (%)	42,0	36,0	41,2	45,9	42,4	33,3	21,4
Dívida externa total líquida/PIB (%)	32,5	28,4	31,9	35,9	29,8	22,5	12,8
Dívida externa total/exportações (razão)	4,7	3,9	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4
Dívida externa total líquida/exportações (razão)	3,6	3,1	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9
Dívida externa total/reservas (razão)	6,2	6,6	5,9	5,6	4,4	3,8	3,1
Reservas/dívida de CP residual (%)	56,6	60,4	66,7	64,6	82,9	99,3	133,4
Serviço da dívida/PIB (%)	11,3	8,1	9,7	10,9	10,5	8,6	8,4
Serviço da dívida/exportações (%)	126,5	88,6	84,9	82,7	72,5	53,8	56,0
Reservas/serviço da dívida (razão)	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	0,8

Apenas o indicador de serviço da dívida/exportações e de reservas/serviço da dívida apresentaram leve deterioração em dezembro de 2005, pela incorporação da antecipação do pagamento de US\$15,5 bilhões ao FMI.

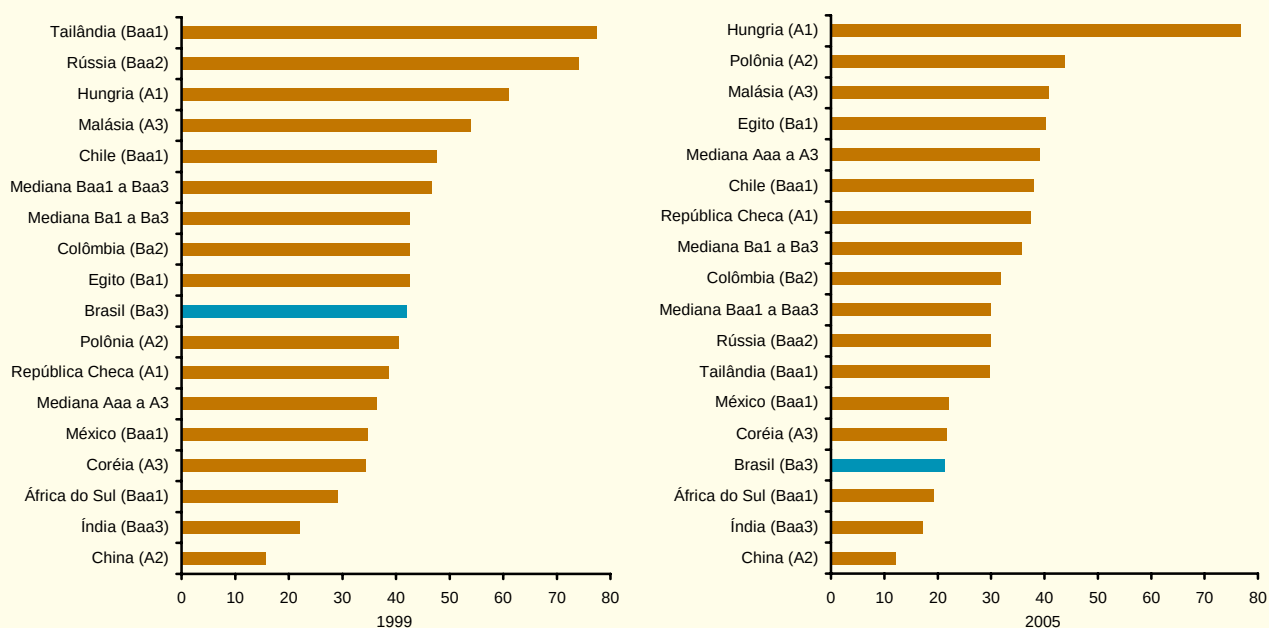
Para a comparação dos indicadores brasileiros de sustentabilidade externa com os de países selecionados, foram utilizadas as informações da última edição do "*Moody's Statistical Handbook – Country Credit*", de novembro de 2005. Foram selecionados países que então tinham *rating* soberano para a dívida em moeda estrangeira de longo prazo igual ou melhor que o do Brasil. A comparação considerou os seguintes indicadores: dívida externa/PIB, dívida externa/reservas, dívida externa/exportações, serviço da dívida externa/receitas de transações correntes e o indicador de vulnerabilidade externa, calculado como o somatório da dívida externa de curto prazo, da dívida externa de longo prazo a vencer nos próximos doze meses e dos depósitos totais de não-residentes até um ano, dividido pelas reservas.

De modo geral, a grande maioria dos países selecionados apresentou expressiva melhora nos seus indicadores de sustentabilidade no período analisado. Essa evolução reflete, por um lado, os impactos das crises do Sudeste Asiático, em 1997, e da Rússia, em 1998, ainda predominantes em 1999; e, por outro lado, em especial nos últimos anos, a manutenção de ambiente econômico internacional marcado pela estabilidade, por juros baixos e por abundante liquidez.

Dessa forma, a relação dívida externa/PIB diminuiu, de 1999 para 2005, em 13 dos 15 países selecionados. Nesse indicador, o Brasil apresentou seu melhor desempenho relativamente aos demais países, com redução percentual da relação superada apenas pelas da Tailândia e da Rússia (Gráfico1). Comparando a posição em 2005, 21,4%, o Brasil apresentou dívida externa como proporção do PIB inferior à da mediana dos países com *ratings* Ba1 a Ba3, categoria do Brasil, 35,7%; de Baa1 a Baa3, 30%; e de Aaa a A3, 39,1%.

Quando são analisados os desempenhos dos países, na comparação entre a dívida externa e as reservas internacionais, indicador para o qual a adoção do regime de câmbio flutuante reduz marcadamente seu poder analítico, observou-se que os maiores ganhos estão concentrados nos países asiáticos, todos com indicadores em 2005 representando menos da metade do apurado em 1999. Para o Brasil, a redução do indicador atingiu 49,3%, situando-se em 3,15 ao final de 2005, acima da mediana dos países Ba1 a Ba3, 2,17.

Gráfico 1 – Dívida externa/PIB (%)

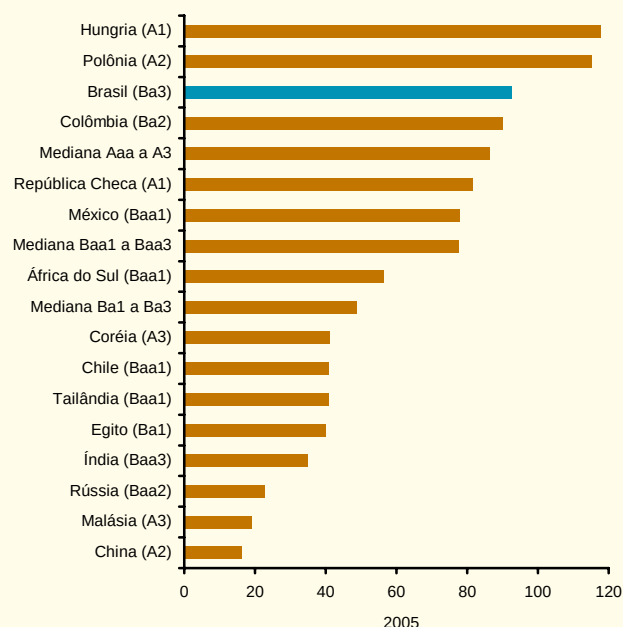
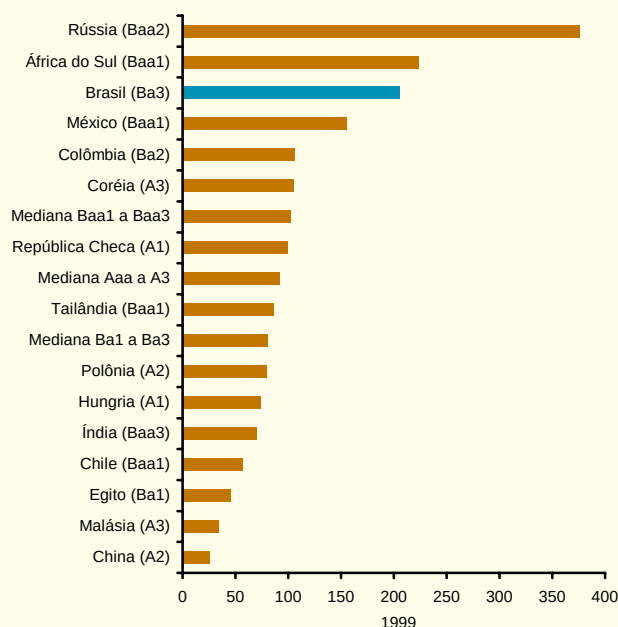


A evolução do indicador dívida externa/exportações no Brasil evidenciou a trajetória favorável de ambos os componentes da relação, com a dívida externa recuando 25,1% e as exportações elevando-se em 146% no período considerado. Dos quinze países selecionados, em apenas quatro ocorreu redução da dívida externa no período, registrando-se que a diminuição ocorrida no Brasil foi superada apenas pela observada na Tailândia. Em relação às exportações, assinalem-se as expansões de 56,7%, no México, e de 291%, na China. Nesse contexto, a razão dívida externa/exportações do Brasil reduziu-se em 69,6% no período analisado, passando de 4,7 para 1,4. Não obstante esse desempenho, o indicador brasileiro foi inferior, em 2005, aos de 3 dos 15 países pesquisados, resultado associado, fundamentalmente, ao elevado patamar registrado em 1999.

Na relação entre o serviço da dívida externa e as receitas em transações correntes, indicador no qual foi observada redução de 52,6 pontos percentuais no Brasil, ao alcançar 46,8% em 2005, o País permaneceu, nos dois períodos, com a mais elevada relação dentre os países analisados. Desempenho similar ocorreu com a trajetória do indicador de vulnerabilidade externa do Brasil, para o qual a diminuição, de 1999 a 2005, atingiu 113 pontos percentuais, ou 55%. Ainda assim, o nível alcançado

em 2005, 92,8%, foi inferior aos da Hungria e da Polônia (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Indicador de vulnerabilidade externa



No período analisado, todos os indicadores de sustentabilidade externa do País registraram melhorias significativas, com boa parte desses indicadores reduzindo-se, ao final do período, a menos da metade do observado em 1999. Assim, até fevereiro de 2006, observaram-se reduções de 49,8% na relação dívida externa/PIB; de 52,6% na dívida externa/reservas; e de 62,8% na dívida externa líquida/PIB. Nos indicadores que relacionam a dívida externa e a dívida externa líquida com as exportações, as reduções foram ainda mais pronunciadas, 70,3% e 78%, respectivamente. O indicador que compara as reservas com o principal da dívida a vencer nos próximos doze meses melhorou 160,1%, na mesma base de comparação. Também em relação aos indicadores relacionados ao serviço da dívida houve progressos, de 21,8% na relação com o PIB; de 35,6% na relação com as reservas; e de 53,8%, com as exportações.

O Gráfico 1 mostra que essa melhoria dos indicadores também se sustenta na comparação internacional com países emergentes. A relação dívida externa/PIB do Brasil, em 2005, só era superior à da China, da Índia e da África do Sul, tendo ganho quatro

posições de 1999 a 2005 entre os quinze países selecionados. No entanto, permanece necessária a continuidade dessa trajetória de fortalecimento dos indicadores de sustentabilidade, o que também pode ser visto na comparação com outros países emergentes feita neste box.

Projeções para o Balanço de Pagamentos – 2006

As projeções para o balanço de pagamentos de 2006 foram atualizadas, passando a incorporar o resultado ocorrido no primeiro bimestre do ano, previsões de amortizações e pagamentos de juros consistentes com a apuração do estoque da dívida externa para dezembro de 2005 e os efeitos das medidas de redução do passivo externo público, anunciadas no começo do ano.

A projeção para o superávit em transações correntes passou de US\$6,3 bilhões, no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2005, para US\$8,6 bilhões, equivalentes a 1% do Produto Interno Bruto (PIB). Essa alteração reflete, fundamentalmente, a elevação de 5,2% para 8,2% na taxa anual de crescimento das exportações, justificada, em parte, pelo desempenho favorável das vendas externas no primeiro bimestre do ano. A projeção para as importações foi mantida, com elevação de 21% em relação ao ano anterior, em ambiente de recuperação da atividade doméstica. A estimativa do saldo comercial foi ampliada para US\$39 bilhões.

Também foram alteradas as previsões para as remessas líquidas de aluguel de equipamentos, juros e lucros e dividendos. No que se refere às despesas líquidas com aluguel de equipamentos, a reestimativa para o ano é de US\$4,3 bilhões, com elevação de 4,1% comparativamente às observadas em 2005.

A nova estimativa de juros considerou a posição da dívida externa em dezembro de 2005 e os impactos do exercício da opção de *call* dos bônus *bradies* em abril. Serão economizados os pagamentos de juros de US\$149 milhões, previstos para outubro, e incorporados às reservas, como

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan-	Ano	Fev	Jan-	Ano ^{1/}
	Fev			Fev		
Usos	-1,3	-2,0	-18,8	-2,7	-7,2	-24,7
Transações correntes	0,1	0,9	14,2	0,7	0,3	8,6
Amortizações de MLP ^{2/}	-1,4	-3,0	-33,0	-3,4	-7,5	-33,3
Papéis	-0,7	-0,9	-20,7	-2,3	-4,9	-21,2
Pagas	-0,7	-0,9	-14,7	-2,3	-4,9	-21,1
Refinanciadas	0,0	0,0	-4,5	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	0,0	0,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,1
Créd. de fornecedores	-0,2	-0,4	-1,7	-0,1	-0,2	-2,1
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,5	-1,7	-10,5	-1,0	-2,3	-10,0
Fontes	1,3	2,0	18,8	2,7	7,2	24,7
Conta capital	0,0	0,1	0,7	0,0	0,1	0,7
Inv. estrangeiros diretos	0,9	2,1	15,2	0,9	2,4	18,0
Papéis domésticos ^{4/}	1,5	1,8	6,9	2,9	4,0	10,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	2,8	3,4	28,5	3,5	7,0	21,9
Papéis	2,3	2,7	19,8	2,6	4,7	11,7
Créd. de fornecedores	0,0	0,1	0,7	0,1	0,2	1,8
Empréstimos ^{6/}	0,4	0,7	8,0	0,8	2,2	8,4
Ativ. brasil. no exterior	-0,7	-0,9	-7,6	-6,0	-5,2	-22,9
Empréstimo ao Bacen (FMI)	0,0	0,0	-23,3	0,0	0,0	0,0
Demais ^{7/}	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	0,0
Ativos de reservas	-4,8	-6,8	-4,3	-0,8	-3,5	-3,0

1/ Projeção.

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

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

receitas, os juros incidentes sobre as garantias dos *bradies*, estimados em US\$585 milhões. Assim, as remessas líquidas de juros foram revisadas de US\$12,9 bilhões para US\$12,3 bilhões.

A projeção para as despesas líquidas com lucros e dividendos foi elevada de US\$12 bilhões para US\$13 bilhões, o que representa variação de 2,5% em relação ao resultado do ano anterior.

A projeção referente à conta financeira foi alterada, passando de déficit de US\$0,3 bilhão, para déficit de US\$6,3 bilhões. As principais alterações ocorreram nos investimentos diretos, tanto brasileiros no exterior quanto estrangeiros no País, nos investimentos em papéis domésticos de médio e longo prazos e ações e nas amortizações e desembolsos de médio e longo prazos.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior, líquidos, foram alterados de US\$2 bilhões para US\$5 bilhões, em função do resultado ocorrido no primeiro bimestre, US\$3 bilhões, e das expectativas a partir dos anúncios de investimentos de companhias brasileiras em filiais no exterior. Os investimentos estrangeiros diretos também foram revisados para US\$18 bilhões, aumento de US\$2 bilhões em relação à projeção do Relatório de Inflação anterior, o que representará crescimento de 18,5% em relação ao ocorrido em 2005.

Os investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras registraram ingressos significativos no primeiro bimestre, ao atingir US\$2,8 bilhões. O ingresso de investimentos externos em carteira deverá ser estimulado, no decorrer do ano, pela recente desoneração do investimento estrangeiro em títulos de renda fixa no mercado doméstico. Apenas em fevereiro, foram registrados, nessa rubrica, ingressos líquidos de US\$1,8 bilhão, acumulando US\$1,9 bilhão no bimestre. Assim, a projeção de ingressos líquidos em papéis domésticos de médio e longo prazos e ações foi elevada de US\$4 bilhões, constante do "Relatório de Inflação" de dezembro de 2005, para US\$10 bilhões.

Observe-se, adicionalmente, que a liberação das garantias dos bônus *bradies*, em abril, será

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005			2006		
	Fev	Jan-	Ano	Fev	Jan-	Ano ^{1/}
	Fev			Fev		
Transações correntes	0,9	2,2	16,6	0,7	0,1	6,8
Capitais (líquido)	3,4	4,2	4,9	6,4	6,8	14,8
Investimento estrangeiro						
Direto	0,9	2,1	15,2	0,9	2,4	18,0
Em carteira	1,6	1,9	7,1	3,5	4,7	10,0
Empréstimos de médio e longo prazos	-0,3	-0,9	-10,3	1,4	0,7	-8,7
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	1,0	1,4	0,6	1,5	2,0	0,5
Bancos	1,2	2,0	-2,8	-0,1	0,0	0,8
Demais	-0,2	-0,6	3,4	1,6	2,0	-0,3
Investimentos brasileiros						
no exterior	0,0	-0,7	-7,6	-1,3	-3,1	-6,1
Demais	0,3	0,5	-0,2	0,4	0,2	1,1
Hiato financeiro	4,3	6,4	21,4	7,1	6,9	21,6
Compras líquidas do Banco Central	-3,7	-6,3	-21,5	-2,4	-4,8	-4,8
Depósitos de bancos	-0,6	-0,1	0,0	-4,7	-2,1	-16,8

1/ Projeção.

registrada no balanço de pagamentos como retorno de investimentos brasileiros em carteira, por valor estimado de US\$903 milhões.

As amortizações previstas para 2006 foram alteradas em relação à projeção de dezembro de 2005, em função do novo perfil de dívida e das operações de pagamentos antecipados da dívida externa do setor público – recompras de bônus e o *call* dos *bradies*, com impactos respectivos de US\$2,8 bilhões, no primeiro bimestre, e de US\$5,6 bilhões, previstos para abril.

As taxas de rolagem do passivo externo privado de médio e longo prazos foram elevadas para 100%, ante a previsão de 70% constante do "Relatório de Inflação" anterior, refletindo o desempenho das captações no primeiro bimestre e as perspectivas para o restante do ano, a partir dos anúncios de empresas e do cenário econômico. Diante do ocorrido no bimestre, e dos anúncios de novos desembolsos, os ingressos de recursos provenientes de organismos para financiar projetos do setor privado foram elevados para US\$2 bilhões. Considerando-se essas projeções, o mercado cambial continuará superavitário no ano.

Mesmo incorporando a esses fluxos as compras líquidas de divisas pelo Banco Central em mercado, efetivamente ocorridas no primeiro bimestre, estima-se a constituição de haveres do setor bancário no exterior, no ano. A elevação dos depósitos de bancos comerciais mantidos no exterior está prevista em US\$16,8 bilhões, ante US\$11 bilhões projetados anteriormente.

O resultado global do balanço de pagamentos deverá ser superavitário em US\$3 bilhões, enquanto o valor anteriormente previsto atingia US\$6,7 bilhões. Essa diminuição do crescimento projetado para as reservas deriva dos pagamentos antecipados relativos às recompras de bônus e ao *call* dos bônus *bradies* e da perspectiva atual de nenhum desembolso proveniente de organismos internacionais para as reservas, valor anteriormente estimado em US\$1 bilhão, apenas parcialmente compensadas pelas compras líquidas de divisas pelo Banco Central em mercado, efetivamente ocorridas no bimestre, e pela liberação das garantias dos bônus *bradies*.

Perspectivas para a inflação

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira desde a divulgação do último Relatório, em dezembro de 2005, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o fim de 2007 e para o crescimento do PIB até o fim de 2006. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada, durante o horizonte de previsão, em 16,50% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 7 e 8 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,15 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa básica de juros e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil com analistas do setor privado nos dias que antecederam a reunião do Copom de março. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio.

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

6.1 Determinantes da inflação

O PIB cresceu 2,3% em 2005, registrando expansão de 1,4% no último trimestre, em comparação com o mesmo período do ano anterior. Em termos dessazonalizados, houve crescimento de 0,8% no quarto trimestre, revertendo, portanto, a redução de 0,9% (cuja primeira estimativa havia sido de 1,2%) registrada no terceiro trimestre. Os dados do PIB, juntamente com números mais recentes sobre o nível de atividade, corroboram o cenário de aceleração do ritmo de crescimento da economia antecipado no último “Relatório de Inflação”. O recuo das taxas de inflação, a melhora nos indicadores referentes ao mercado de trabalho, a elevação da renda real, o aumento das intenções de investimento, bem como os efeitos da flexibilização da política monetária e as perspectivas mais favoráveis para o setor agropecuário possibilitam antever para 2006 um cenário com crescimento superior ao observado em 2005. Destaque-se, ainda, que esse cenário deverá se materializar dentro de um quadro ainda mais benigno do que o observado em 2005 no que diz respeito à evolução dos preços.

A taxa de inflação medida pelo IPCA encerrou 2005 em queda pelo terceiro ano seguido². Pelo segundo ano consecutivo, houve cumprimento da meta estabelecida pelo CMN. A taxa de 5,69% observada no ano representa redução pronunciada em relação aos 12,53% registrados em 2002 e corresponde ao menor valor anual verificado desde a implementação do regime de metas para a inflação. Por sua vez, a elevação da inflação em janeiro de 2006, relativamente à observada no mês anterior, resultou principalmente de pressões sazonais e pontuais, que apresentaram desaceleração em fevereiro. Os dados relativos ao primeiro trimestre devem confirmar redução da inflação, a despeito da inércia relativamente elevada carregada do trimestre imediatamente anterior. As expectativas sugerem que a inflação voltará a recuar em 2006, aproximando-se ainda mais da meta de 4,50% estabelecida para o ano. Dentre os fatores que respaldam as expectativas de recuo da inflação, pode-se destacar o bem sucedido esforço de desinflação levado a cabo em 2005, que possibilitará uma convergência mais suave para a trajetória de metas. No início de 2005, a distância entre a taxa de inflação acumulada no ano anterior, 7,60%, e o objetivo para o ano, 5,10%, atingiu 2,5 p.p. Para 2006, ressalte-se que essa distância se reduziu a menos da metade, ilustrando a importância da avaliação dos efeitos intertemporais da política monetária para o entendimento de seus benefícios sobre a economia.

2/ O box “A Decomposição da Inflação, 2001-2005” apresenta a contribuição de diferentes fatores na determinação da variação de preços observada em 2004 e 2005, juntamente com decomposições referentes a 2001, 2002 e 2003 já apresentadas em Cartas Abertas do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda.

O recuo da inflação em 2005 foi ainda mais significativo quando medido pelos índices gerais de preços, que, a despeito de repercutirem mais intensamente a elevação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, foram beneficiados sobremaneira pela apreciação cambial. No ano, o IGP-DI acumulou variação de apenas 1,22%, contra 12,14% em 2004, ao passo que o IPA-DI acumulou variação negativa de 0,97%, depois de ter encerrado 2004 com elevação de 14,67%. Em 2005, o IPA agrícola registrou redução de 6,32%, ante elevação de 2,65% no ano anterior, e o IPA industrial, aumento de apenas 0,88%, o menor valor verificado desde 1999, uma desaceleração expressiva frente ao aumento de 19,50% observado em 2004. A exemplo dos preços ao consumidor, os preços no atacado também se elevaram no início de 2006, mas em fevereiro parecem ter retomado a trajetória de acomodação exibida ao longo de 2005.

Em relação ao cenário externo, houve alteração no quadro considerado à época do “Relatório de Inflação” de dezembro. No âmbito dos mercados financeiros internacionais, observaram-se dois movimentos distintos com respeito ao cenário então considerado: melhora expressiva da percepção de risco associada ao País e ligeira deterioração das condições excepcionais de liquidez internacional, na esteira de incertezas associadas à evolução da política monetária nas economias centrais. Em janeiro, o prêmio de risco-Brasil posicionou-se, pela primeira vez, abaixo dos 300 p.b., passando a flutuar nas semanas mais recentes em torno de patamares ligeiramente acima dos 200 p.b. Já os preços do petróleo e da gasolina nos mercados internacionais recuaram ligeiramente nas últimas semanas, depois de terem se elevado substancialmente em janeiro.

Nesse cenário, inaugurando a nova sistemática de oito reuniões anuais, no período janeiro-março, o Copom deu continuidade ao processo de distensão da política monetária iniciado em 2005. Após reduzir a taxa básica em 175 p.b. de setembro a dezembro, o Comitê implementou cortes adicionais de 75 p.b. nas reuniões de janeiro e março, levando a taxa Selic para 16,50% a.a., seu menor valor desde outubro de 2004.

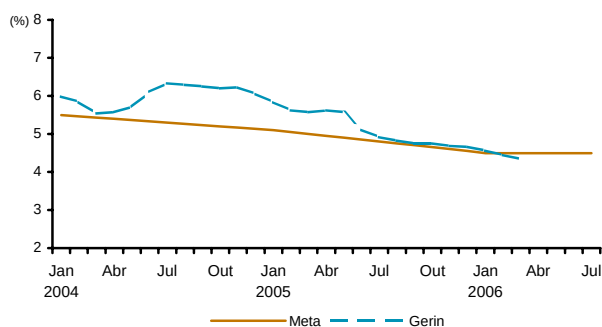
A elevação da inflação ao consumidor em janeiro, relativamente ao valor registrado em dezembro, resultou principalmente de pressões sazonais e pontuais, não representando desvio significativo em relação à trajetória de convergência para as metas estabelecidas pelo CMN, em linha com o cenário antecipado nas Notas das reuniões do Copom. O IPCA registrou variação de 0,59%, ante 0,36% em dezembro. Esse resultado decorreu tanto da ligeira aceleração dos preços monitorados e administrados por contrato, que

variaram 0,58%, de modo especial os do grupo transportes, como da forte aceleração dos preços livres, que aumentaram 0,60%, em particular os do álcool combustível e do açúcar. Para fevereiro, os dados referentes ao IPCA, que não estavam disponíveis na reunião de março, confirmaram a desaceleração da inflação, a despeito de se concentrar nesse mês o cômputo da elevação dos preços das mensalidades escolares.

Com exceção do núcleo calculado pelo critério de médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos, que registrou valor de 6,80% em 2005, as demais medidas de inflação subjacente ficaram próximas à inflação plena em 2005. Os valores dos núcleos calculados por exclusão de administrados e de alimentos no domicílio e por médias aparadas sem suavização de itens preestabelecidos alcançaram, respectivamente, 5,60% e 5,30%. Em 2006, em linha com o comportamento da inflação plena, as medidas de inflação subjacente registraram aceleração em janeiro. Os núcleos por exclusão e por médias aparadas com e sem suavização atingiram valores, respectivamente, de 0,87%, 0,61% e 0,61%, ante 0,30%, 0,43% e 0,33% em dezembro. Em janeiro, os três núcleos apresentaram valores superiores aos verificados no mesmo período de 2005. Para fevereiro, os indicadores divulgados após a reunião do Copom mostram redução nos valores dos núcleos, em relação a janeiro, para valores acima dos registrados em dezembro.

No início de 2006, a inflação no atacado seguiu apresentando sinais de continuidade do processo de acomodação observado ao longo de 2005. Após registrar expressiva elevação em janeiro, o IGP-DI se reduziu em fevereiro. A aceleração da inflação em janeiro, para 0,72%, ante 0,07% no mês anterior, foi consequência da elevação do IPA-DI, que registrou inflação de 0,81% em janeiro, frente uma deflação de 0,14% em dezembro. Por sua vez, o aumento dos preços no atacado resultou da aceleração nos preços industriais, haja vista que a taxa de variação dos preços agrícolas se manteve estável, comparativamente a dezembro. Similarmente, o recuo de 0,06% do IGP-DI em fevereiro foi reflexo, essencialmente, da desaceleração do IPA-DI, que recuou 0,12%. Nesse mês, a redução dos preços no atacado resultou tanto de uma forte desaceleração nos preços industriais, quanto de um acentuado recuo dos preços agrícolas. Com os resultados de fevereiro, o IGP-DI e o IPA-DI acumulam, respectivamente, aumento de 1,15% e redução 0,75% em doze meses. No mesmo período, o IPA agrícola registrou redução de 7,07%, e o IPA industrial, aumento de apenas 1,40%. De maneira geral, após os previsíveis aumentos localizados em janeiro, há evidências de acomodação consistente dos preços no atacado, com potenciais efeitos

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



favoráveis sobre os preços ao consumidor ao longo dos próximos trimestres. Conforme destacado nas Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

As expectativas de inflação permanecem ancoradas na meta. Desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”, no fim de dezembro, houve ligeira deterioração das expectativas para 2006, refletindo os efeitos da elevação da inflação no início do ano. No entanto, após ter alcançado 4,66% na primeira quinzena de fevereiro, a mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2006 reduziu-se para 4,56% nos dias que antecederam a reunião de março do Copom. Nesse sentido, as expectativas se mostram alinhadas com a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. O mesmo ocorre com as expectativas de inflação para 2007, que permanecem ancoradas em 4,50% há 31 semanas. Como mencionado no último “Relatório de Inflação” e em Notas de reuniões recentes do Copom, esses desenvolvimentos sugerem que as decisões de política monetária dos últimos trimestres, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, estão contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos.

O PIB cresceu 2,3% em 2005. Entretanto, sob a ótica da demanda agregada, a taxa de crescimento anual atingiu 3,2%, com expansão de 3,5% no último trimestre, na comparação com o mesmo período de 2004, que se traduziu num crescimento dessazonalizado de 1,3% frente ao terceiro trimestre de 2005. Persistem, portanto, sinais de que um processo de redução de estoques teve curso ao longo do último trimestre, como observado no trimestre anterior e em 2005 como um todo. Houve expansão de 3,2% no consumo das famílias em 2005, na comparação com 2004, impulsionada pelo aumento do nível de emprego e da renda real, além da expansão do volume de crédito. O consumo do governo e a FBCF cresceram 1,6% em 2005. Em que pese o crescimento modesto da FBCF em 2005, as perspectivas favoráveis para a economia brasileira em 2006 deverão servir como catalisador para a aceleração dos investimentos.

Contrariando previsões menos favoráveis divulgadas no início de 2005, as exportações cresceram 11,6% no ano passado, segundo as Contas Nacionais, sugerindo a ocorrência de mudanças estruturais no relacionamento comercial do Brasil com o resto do mundo. Nesse sentido, os

elevados preços das *commodities* observados nos últimos anos representam apenas um dos fatores que explicam a forte reversão da balança comercial a partir de 2002. As importações também cresceram em ritmo elevado em 2005, 9,5% segundo as Contas Nacionais, como se esperaria em um contexto de crescimento econômico e apreciação cambial. Os resultados ratificam a crescente importância do comércio internacional para a dinâmica da economia doméstica.

Pela ótica da oferta agregada, a indústria, com crescimento de 1,4% no último trimestre de 2005, em comparação ao trimestre imediatamente anterior, foi o setor mais beneficiado pela retomada da atividade. A agropecuária e os serviços registraram expansões de 0,8% e 0,7%, respectivamente. Assim, em adição ao comportamento da demanda agregada, a recuperação da oferta agregada no quarto trimestre de 2005 e a evolução recente de outros indicadores apontam para uma maior expansão da atividade em 2006. Olhando à frente, a expansão do nível de emprego e da renda, o crescimento do crédito e o processo de flexibilização da política monetária são fatores que impulsionarão a atividade ao longo dos próximos trimestres. A esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais ocorridos no último trimestre do ano passado e esperados para o primeiro semestre deste ano. Não se pode descartar, ademais, uma possível recomposição de estoques depois da redução estimada em 2005. A dimensão do processo de ajustamento de estoques indica que a economia deverá acelerar seu ritmo de crescimento ao longo de 2006, com perspectivas favoráveis do ponto de vista da ampliação da oferta de bens e serviços.

Essa avaliação é reforçada pela retomada do crescimento da FBCF no último trimestre, 1,7%, frente ao trimestre imediatamente anterior. Além disso, merece destaque o aumento expressivo na importação de bens de capital, que acumulou crescimento, em valor, de 26,7% em 2005, bem como a retomada da produção de insumos para a construção civil, que mostrou nítida aceleração ao final do ano passado, ao crescer 7,1% em dezembro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, e 2,9% no último trimestre em relação ao mesmo período de 2004. Mantendo o ritmo, em janeiro observou-se expansão de 7,2% na produção desses insumos. No mesmo sentido, dados da Sondagem Conjuntural da FGV mostram que a intenção de investimento dos empresários no início de 2006 se encontrava levemente acima daquela observada no início de 2005, quando a economia vinha crescendo, na margem, em ritmo mais acelerado. O aumento da intenção de investimento corrobora a expectativa

de que o maior crescimento esperado para 2006 não deverá enfrentar restrições de oferta que possam se traduzir em pressões inflacionárias significativas.

A retomada do crescimento da produção no quarto trimestre e o cenário promissor que se delineia para 2006 podem ser percebidos, também, nos números da produção industrial, cujo índice dessazonalizado atingiu o máximo histórico da série em dezembro, quando se observou crescimento de 2,3% frente a novembro. Em termos agregados, a produção industrial acumulou expansão de 3,1% em 2005. Em dezembro, destaca-se o aumento de 5,8% na produção de bens de capital, relativamente ao mês anterior, que se constituiu no maior incremento entre as categorias de uso para o mês. No acumulado do ano, contudo, a produção de bens duráveis mostrou maior dinamismo, totalizando um aumento de 11,4% em 2005. Por outro lado, a produção de máquinas agrícolas foi negativamente afetada, com retração de 23,8% em 2005, reflexo do crescimento modesto do PIB agrícola e dos elevados investimentos efetuados por esse setor em 2004. Dados divulgados após a reunião de março do Copom indicaram crescimento da produção industrial em janeiro em relação ao mesmo período de 2005, com redução em relação a dezembro, em termos dessazonalizados, e expansão das vendas industriais reais, tanto em relação a janeiro de 2005 quanto em termos dessazonalizados em relação a dezembro.

O crescimento da economia em 2005, aliado à queda das taxas de inflação, repercutiu positivamente sobre o mercado de trabalho. Depois de se manter inalterada em 9,6% de setembro a novembro, a taxa de desemprego apresentou redução expressiva em dezembro e finalizou 2005 em 8,3% da População Economicamente Ativa (PEA), 1,3 p.p. inferior à taxa registrada em dezembro de 2004. Esse valor representa a menor taxa observada desde o início da publicação da nova série, em outubro de 2001. A taxa média de desemprego passou de 11,5% em 2004, para 9,8% em 2005. O IBGE estimou para janeiro de 2006 uma taxa de desocupação de 9,2%, ante 10,2% em janeiro de 2005. O aumento na taxa de desocupação em relação a dezembro reflete muito provavelmente fatores sazonais, essencialmente devido à redução do número de vagas temporárias, ao passo que a redução na comparação com igual mês do ano anterior se deve principalmente à melhora do quadro macroeconômico geral, como expresso pela expansão de 2,6% do número de ocupados, a maior desde junho de 2005. Após aumento de 1,8% em dezembro, o poder de compra dos trabalhadores diminuiu 1,2% em janeiro, mas, ainda assim, situou-se em patamar 2,3% superior ao observado em janeiro de 2005, em parte devido aos efeitos

positivos das menores taxas de inflação sobre o salário real. Em 2005, o emprego na indústria de transformação acumulou crescimento de 4,2%, segundo dados da CNI, ao passo que a massa salarial real acumulou crescimento de 8,1%. Esses dados evidenciam um processo, recorrente ao longo do último ano, que aliou aumento da quantidade de vagas à melhoria na qualidade do emprego industrial. O emprego formal, computado pelo MTE, após a criação de mais de 1,2 milhão de vagas em 2005, continuou em trajetória de expansão em janeiro, com mais de 86 mil novas vagas.

As vendas no comércio varejista mostraram padrão semelhante ao da produção industrial, crescendo ao longo do último trimestre, depois de terem apresentado estagnação no terceiro, atingindo em dezembro expansão de 1,2% em termos dessazonalizados e de 4,3% em relação ao mesmo mês de 2004. No acumulado de 2005, a expansão foi de 4,8%. Cabe destacar a evolução ao longo de 2005, em particular em meses mais recentes, das vendas associadas a itens mais sensíveis à renda e ao emprego, cuja performance positiva complementa uma dinâmica também favorável dos itens mais sensíveis ao crédito. A média móvel trimestral da série de vendas no comércio varejista cresceu pelo segundo mês consecutivo (0,6%) e atingiu um novo máximo histórico. Os indicadores preliminares disponíveis para janeiro e fevereiro sugerem continuidade da trajetória de alta das vendas. De modo geral, para 2006, são favoráveis os prognósticos para o comércio varejista, que deverá ser estimulado pela expansão do nível de emprego e da renda, pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor.

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 macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Copom toma decisões.

Em relação aos riscos identificados para a dinâmica prospectiva da inflação no último “Relatório de Inflação”, tanto o cenário interno quanto o cenário externo permanecem favoráveis. Da mesma forma que em dezembro, os maiores riscos para a trajetória futura da inflação estão associados à

evolução do cenário interno. Antecipa-se que, nos próximos trimestres, a atividade econômica continue em expansão, em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, as expectativas de inflação permanecem bem ancoradas, como mostra a convergência da mediana referente a 2006 para a meta de 4,50% fixada pelo CMN, mesmo após a elevação pontual observada no início do ano na esteira da maior inflação registrada em janeiro. A exemplo do diagnóstico feito pelo Copom no Relatório de dezembro, as maiores incertezas em relação à dinâmica futura da inflação estão associadas à intensidade e às defasagens com que opera o mecanismo de transmissão da política monetária, especialmente no contexto de flexibilização progressiva das condições monetárias, em vigor desde setembro de 2005.

No cenário externo, haja vista o aumento da incerteza associada à trajetória futura dos juros básicos no âmbito do G-3 (Estados Unidos, Área do Euro e Japão), houve ligeira deterioração em relação ao quadro considerado quando da publicação do último “Relatório de Inflação”, no que diz respeito às condições excepcionais de liquidez observadas nos últimos anos. Além disso, os preços do petróleo nos mercados internacionais ainda permanecem em patamares elevados. Como mencionado em Relatórios anteriores, dadas as incertezas que cercam a sua trajetória, os preços do petróleo no mercado internacional continuam a representar fator de risco para o comportamento futuro da inflação. De um modo geral, entretanto, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira tendo em vista a incorporação nos preços dos ativos da melhora de fundamentos proporcionada pelas medidas adotadas pelo governo para elevar a capacidade de resistência a choques. Tais desenvolvimentos resultaram em melhora da classificação de risco dos títulos soberanos brasileiros e em expressiva redução na percepção de risco associada aos efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica.

Conforme destacado em Relatórios de Inflação anteriores, bem como em Notas de reuniões do Copom, parte importante da dinâmica prospectiva do processo de formação de preços na economia está relacionada a eventuais descompassos entre a demanda e a oferta agregadas. Os dados referentes ao PIB do quarto trimestre de 2005, em conjunto com outros indicadores recentes, sugerem que a atividade econômica continua em expansão, em ritmo que deverá mostrar aceleração no decorrer de 2006. Mesmo assim, para os próximos trimestres, antecipa-se uma evolução equilibrada da demanda e oferta agregadas, com baixa probabilidade de

pressões inflacionárias significativas. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) situava-se em 81,5 ao final de 2005, valor inferior aos 82,5 observados ao final de 2004, e ainda distante do nível máximo atingido naquele ano. A UCI aumentou novamente em dezembro, apresentando incremento de 0,5% em relação ao mês anterior, mas voltou a recuar em janeiro, com queda de 0,3% em relação a dezembro, de acordo com dados divulgados após a reunião de março do Copom. Esse movimento ocorre ao mesmo tempo em que os dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital sugerem a ocorrência de um processo de maturação de investimentos realizados nos últimos anos. Nesse sentido, o indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital acumulou expansão de 4,1% em 2005. Para esse resultado, contribuiu fortemente o aumento das importações de bens de capital, de 21,4% em volume, em comparação a 2004. Embora continuem se consolidando evidências de crescimento do investimento, o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres continua sendo importante para a definição da dinâmica prospectiva da inflação.

As expectativas de inflação para 2006 se elevaram ligeiramente após a divulgação do último “Relatório de Inflação”, refletindo fundamentalmente o aumento maior do que originalmente antecipado no IPCA de janeiro. Desde a primeira quinzena de fevereiro, no entanto, as expectativas voltaram a apresentar trajetória descendente, convergindo para a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Dessa maneira, antecipa-se um cenário em que as pressões inflacionárias de curto prazo permanecem contidas, ao mesmo tempo em que se consolidam perspectivas favoráveis para horizontes mais longos.

Os preços no atacado continuam a mostrar acomodação, apesar da elevação observada no início de 2006, com potenciais efeitos favoráveis sobre os preços ao consumidor ao longo dos próximos trimestres. Conforme destacam tanto as Notas de reuniões do Copom quanto os Relatórios de Inflação mais recentes, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

A postura de política monetária adotada ao longo dos últimos trimestres vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos, com a

configuração de um cenário benigno para a evolução da inflação³. O principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro se consolidem efetivamente. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção.

Ao longo dos últimos trimestres, o Copom tem mencionado fatores específicos entre as incertezas que normalmente cercam exercícios de projeção macroeconômica, dadas as dificuldades de mensuração das defasagens e da intensidade com que atuam os canais de transmissão da política monetária, que poderiam vir a prejudicar o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Desde a reunião do Copom de setembro, a meta para a taxa Selic foi reduzida em 325 p.b., fazendo com que se tornasse menor a distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo. Com isso, embora o Copom continue identificando de forma clara um cenário benigno para a evolução da inflação no médio prazo, as incertezas associadas às defasagens e às magnitudes dos mecanismos de transmissão da política monetária tornam-se progressivamente mais importantes. Tendo em vista tais incertezas, que além de significativas são indissociáveis dos cenários que orientam as decisões sobre a taxa de juros básica, a ação cautelosa da política monetária continuará sendo fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses. Dessa forma, a flexibilização gradual da política monetária não comprometerá as importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico com geração de empregos e aumento da renda real.

No que se refere à política monetária no G3 (Estados Unidos, Área do Euro e Japão), houve aumento da incerteza associada à trajetória futura dos juros básicos, traduzido em elevação dos rendimentos dos títulos emitidos nessas regiões,

3/ O boxe “A Previsibilidade das Decisões do Copom” avalia como tem evoluído a capacidade de os participantes de mercado anteciparem as decisões do Copom.

com potencial impacto sobre a oferta de fundos para mercados emergentes. O Copom continuará monitorando esse componente do cenário internacional atentamente, mas, por ora, permanece atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, capaz de comprometer as condições de financiamento do País, ainda mais em face ao aumento progressivo da capacidade de resistência da economia brasileira a choques externos.

No início de janeiro, o prêmio de risco-Brasil posicionou-se, pela primeira vez, abaixo dos 300 p.b., reflexo da melhora consistente nos fundamentos da economia brasileira, especialmente dos fortes superávits comerciais, aliados à geração de superávits primários adequados, à redução consistente da inflação, à política de recomposição de reservas internacionais e à melhora no perfil da dívida pública interna, tanto no que se refere à queda do componente ligado à taxa de câmbio, quanto no aumento de sua parcela prefixada ou atrelada a índices de preços. Mais recentemente, medidas de gerenciamento do passivo público, materializadas no anúncio da recompra de títulos de dívida soberana, seguidos pelo anúncio do exercício da opção de compra, ao par, dos títulos *Bradies* remanescentes e da isenção de imposto de renda incidente sobre a aplicação de estrangeiros em títulos públicos federais no mercado doméstico, contribuíram sobremaneira para reduzir a percepção de risco associada aos efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica, implicando redução adicional do Embi+ Brasil para próximo dos 200 p.b.

A evolução dos preços internacionais do petróleo permanece como fonte de incertezas, como indica sua elevada volatilidade, potencializada, em grande medida, por questões geopolíticas. De fato, os preços do petróleo e da gasolina nos mercados internacionais alcançaram, em janeiro, o maior nível desde o início de setembro e, apesar de recuarem ligeiramente em fevereiro, ainda se encontram em patamares elevados. Caso se estabilizem, entretanto, não deverão constituir foco relevante de pressão inflacionária, haja vista a elevação dos preços domésticos dos combustíveis implementada em setembro. Por outro lado, a recente alteração na composição da gasolina poderá determinar, em curto prazo, ligeira elevação dos preços dos combustíveis, que tenderá a se reverter ao longo do ano. Em princípio, o Copom continua trabalhando com um cenário que não contempla elevação dos preços domésticos da gasolina no acumulado de 2006. Mesmo assim, dadas as incertezas que cercam a sua trajetória, os preços do petróleo no mercado internacional continuam a representar

fator de risco para o comportamento futuro da inflação. De um lado, porque suas variações se transmitem à economia doméstica por intermédio dos seus efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo; de outro, porque afetam as expectativas dos agentes econômicos.

A despeito dos aumentos nos preços dos combustíveis verificados principalmente em janeiro, para o acumulado de 2006, as projeções para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados não sofreram alterações em relação aos 4,6% previstos em dezembro. Essa projeção baseia-se na manutenção da hipótese de variação nula nos preços da gasolina, tal como mencionado no parágrafo anterior, e do gás de botijão. Além disso, supõe-se variação de 3,60% nos preços médios da eletricidade e de 3,10% nas tarifas de telefonia fixa, ao passo que, no último Relatório, esses valores eram, respectivamente, 4,20% e 2,50%. O modelo de determinação endógena de preços administrados não apresentou mudanças no que diz respeito aos valores constantes no último Relatório e continua projetando, para 2007, variação acumulada de 6,20%.

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão, em R\$2,15, valor próximo ao verificado no período que antecedeu a reunião do Copom de março, e a meta para a taxa Selic em 16,50%, valor fixado naquela oportunidade. Esse conjunto de informações se traduz em trajetórias esperadas para a taxa de *swap* pré-DI de 180 dias com *spreads* de 23 p.b. e 54 p.b., em relação à taxa Selic, para o último trimestre de 2006 e 2007, respectivamente.

As expectativas para a evolução da taxa de câmbio, coletadas pela Gerin junto a analistas do setor privado, apresentaram redução na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de dezembro. Para o último trimestre de 2006, as expectativas passaram de R\$2,41 para R\$2,25; enquanto, para o último trimestre de 2007, passaram de R\$2,55 para R\$2,38. As expectativas acerca da evolução da taxa Selic também se reduziram, embora as maiores variações tenham se concentrado no ano corrente. Para o último trimestre de 2006, as projeções passaram de 15,46% para 14,71%; enquanto, para o último trimestre de 2007, passaram de 13,64% para 13,57%. Essa trajetória é consistente com *spreads* de -79 p.b. para o *swap* pré-DI de seis meses, no último trimestre de 2006; e de -188 p.b., no último trimestre de 2007. A depreciação cambial considerada implica variações maiores para os preços administrados no cenário de mercado, quando comparadas às do cenário de referência. A propósito, para o cenário de mercado, as

variações para o conjunto de preços alcançam 4,70% e 7,20%, respectivamente, em 2006 e 2007.

As projeções apresentadas neste Relatório pressupõem, ainda, o cumprimento das metas fiscais de superávit primário do setor público consolidado para 2006 e 2007.

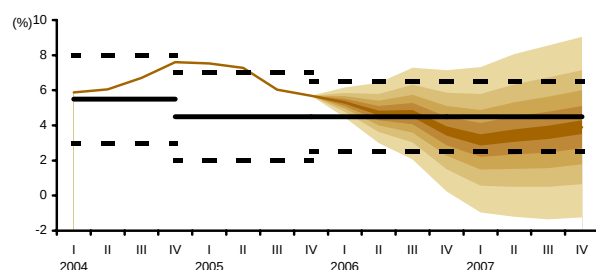
6.3 Previsão de inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado. O cenário de referência considera a manutenção da meta para a taxa Selic em 16,50%, de acordo com decisão tomada na reunião do Copom de março, e a taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão em patamar próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,15 por dólar norte-americano). No cenário de mercado, baseado nos dados de pesquisa realizada pela Gerin com um conjunto significativo de instituições, a trajetória de juros esperada pelos agentes aponta para uma taxa Selic média de 15,90% a.a. no segundo trimestre de 2006, que se reduz até atingir 14,71% a.a. no último trimestre de 2006 e 13,57% a.a. no último trimestre de 2007. A trajetória para a taxa de câmbio parte de uma média de R\$2,15 no segundo trimestre de 2006 e atinge R\$2,25 e R\$2,38 nos últimos trimestres de 2006 e 2007, respectivamente.

A previsão central associada ao cenário de referência indica desaceleração da variação do IPCA acumulada em doze meses, partindo de 5,30% no primeiro trimestre de 2006, até atingir 3,70% no último trimestre, abaixo, portanto, da meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. De acordo com o Gráfico 6.2, a tendência declinante iniciada no segundo trimestre de 2005, determinada, principalmente, pelos efeitos do processo de ajuste da taxa de juros realizado pelo Copom a partir de setembro de 2004, deve persistir ao longo de 2006. Os dados da Tabela 6.1 indicam que as maiores reduções na inflação acumulada em doze meses ocorreriam no segundo e no quarto trimestres de 2006. Para o segundo trimestre de 2006, o recuo de 0,6 p.p. na projeção em relação ao trimestre imediatamente anterior deve-se ao menor valor esperado para a variação dos preços livres nesse período, quando comparada com a ocorrida no segundo trimestre de 2005. Em outra perspectiva, a redução

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 16,50% a.a. (Cenário de referência)

Leque de inflação



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

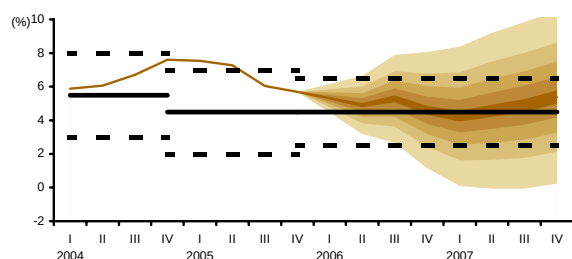
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 16,50% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%				
2006 1	5,0	5,1	5,2	5,4	5,5	5,7	5,3
2006 2	4,0	4,3	4,6	4,8	5,1	5,4	4,7
2006 3	3,6	4,1	4,5	4,9	5,3	5,7	4,7
2006 4	2,3	2,9	3,4	4,0	4,5	5,1	3,7
2007 1	1,5	2,2	2,9	3,5	4,1	4,9	3,2
2007 2	1,5	2,3	3,1	3,8	4,5	5,3	3,4
2007 3	1,6	2,5	3,2	4,0	4,8	5,6	3,6
2007 4	1,8	2,7	3,5	4,3	5,1	6,0	3,9

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

deve-se à substituição da inflação, medida pelo IPCA, de 1,34% no segundo trimestre de 2005, pela projeção de 0,76% para o período equivalente de 2006. Por sua vez, a redução de 1,0 p.p. projetada para o quarto trimestre de 2006, deve-se à menor contribuição do conjunto de preços administrados nesse período, com variação projetada de 0,85%, ante os 3,02% referentes ao quarto trimestre de 2005, além da própria redução no valor esperado para a variação dos preços livres (0,64% para o quarto trimestre de 2006, contra 1,09% para o mesmo período de 2005). De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, a probabilidade estimada de a inflação superar o limite superior do intervalo de tolerância de 2%, para a meta de inflação de 2006, é de cerca de 9%, inferior ao valor estimado em dezembro, que era de 14%. A trajetória esperada para a inflação medida pelo IPCA em 2007, segundo o cenário de referência, a partir do segundo trimestre, está sistematicamente acima da apresentada no último Relatório, devido ao incremento na projeção de variação dos preços livres no período. Esse resultado, por sua vez, decorre do fato de a taxa Selic utilizada nos atuais exercícios de projeção ser 150 p.b. inferior à considerada no Relatório anterior. Todavia, mesmo com esse patamar mais elevado, o valor de 3,90% projetado para a inflação acumulada em 2007 é inferior à meta fixada pelo CMN para o período.

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



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

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

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%				
2006 1	5,0	5,1	5,2	5,4	5,5	5,7	5,3
2006 2	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,6	4,9
2006 3	4,2	4,7	5,1	5,5	5,9	6,4	5,3
2006 4	3,2	3,8	4,3	4,9	5,4	6,0	4,6
2007 1	2,5	3,3	3,9	4,6	5,2	5,9	4,2
2007 2	2,7	3,5	4,2	4,9	5,7	6,5	4,6
2007 3	2,9	3,7	4,5	5,3	6,1	6,9	4,9
2007 4	3,3	4,2	5,0	5,8	6,6	7,5	5,4

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

1/ De acordo com a Gerin.

As projeções do cenário de mercado, apresentadas no Gráfico 6.3 e na Tabela 6.2, também indicam tendência de redução da inflação em 2006, que encerraria o ano em 4,60%, acima da meta estabelecida pelo CMN. Na comparação com o cenário de referência, os valores mais elevados devem-se às expectativas dos analistas de redução na taxa Selic e de depreciação nominal do câmbio ao longo do horizonte de projeção. Considerando a inflação acumulada em doze meses, a maior redução ocorre entre o terceiro e o quarto trimestres, totalizando 0,7 p.p. Similarmente ao verificado no cenário de referência, a redução se deve à menor variação projetada para os preços administrados no quarto trimestre de 2006, em comparação ao ocorrido no mesmo período de 2005. Entretanto, essa substituição não reduz a inflação em magnitude similar à verificada no cenário de referência porque o cenário de mercado incorpora as hipóteses de redução na taxa Selic e de depreciação cambial, que elevam a inflação projetada. A redução na projeção de inflação para 2006, relativamente ao valor constante do último “Relatório de Inflação”, implicou redução da probabilidade de descumprimento da meta de inflação para 2006, que passou de 26% para 18%. A projeção de inflação para 2007 registrou discreto aumento em relação ao valor estimado em dezembro, passando de 5,30% para 5,40%, acima, portanto, da meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. A elevação se deve à

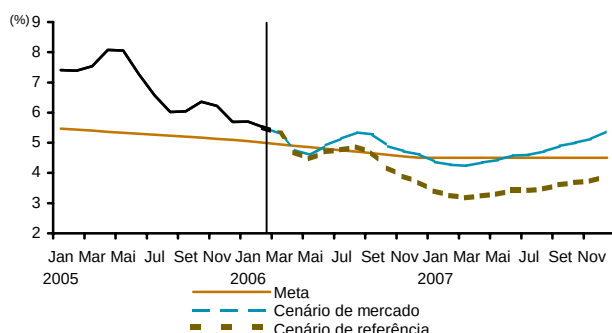
incorporação no cenário de projeção de taxas de juros menores ao longo de 2006, com efeitos que se manifestam com defasagem e, portanto, com maior intensidade nas projeções para 2007.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de dezembro de 2005

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2005 IV	5,7	5,7
2006 I	5,2	5,3
2006 II	4,7	5,1
2006 III	4,8	5,5
2006 IV	3,8	4,9
2007 I	3,4	4,5
2007 II	3,4	4,7
2007 III	3,4	4,9
2007 IV	3,6	5,3

A Tabela 6.3 apresenta os valores centrais constantes no “Relatório de Inflação” de dezembro de 2005. Comparando essas projeções com as atuais, observa-se relativa estabilidade das estimativas para 2006 e leve tendência de elevação para 2007. Para 2006, as projeções, segundo os cenários de referência e de mercado, são, respectivamente, 0,1 p.p. e 0,3 p.p. menores do que as obtidas em dezembro. A apreciação cambial e o menor ritmo da atividade econômica observados no segundo semestre de 2005 fizeram com que as projeções para 2006 diminuíssem. Para 2007, as projeções encontram-se 0,3 p.p. e 0,1 p.p. acima dos valores de dezembro, segundo os cenários de referência e de mercado, respectivamente. A elevação deve-se, basicamente, à redução das taxas de juros consideradas nas projeções. A depreciação cambial esperada para 2007 permaneceu, praticamente, igual à considerada nas projeções feitas em dezembro.

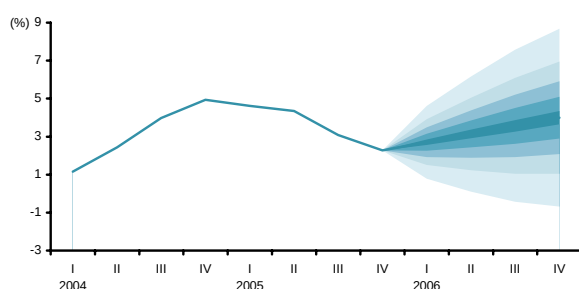
Gráfico 6.4 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



O Gráfico 6.4 confirma a tendência declinante das projeções de inflação até o primeiro trimestre de 2007 e subsequente elevação até o fim desse ano. O gráfico mostra também que as projeções de inflação, tanto para o cenário de referência quanto para o cenário de mercado, permanecem próximas à trajetória de metas até o fim de 2006. No início de 2007, as projeções referentes aos dois cenários atingem seus menores valores, situando-se ambas abaixo da trajetória de metas. A partir de então, as projeções, segundo os dois cenários, elevam-se até o fim de 2007. No cenário de referência, permanecem abaixo da trajetória de metas durante todo o horizonte considerado. Já no cenário de mercado, as projeções situam-se acima da trajetória de metas a partir do segundo semestre de 2007.

Gráfico 6.5 – Variação do PIB com juros fixos em 16,50% a.a. Cenário de referência

Leque do produto



O Gráfico 6.5 mostra o leque de crescimento do produto, baseado nas hipóteses do cenário de referência. Deve-se enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação. Afinal, o modelo usado nas projeções trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – e, além disso, o cálculo do nível do produto é mais complexo e menos preciso do que o da inflação. As hipóteses utilizadas no cenário de referência resultam na manutenção da projeção de 4% para o crescimento do PIB em 2006, apresentada no “Relatório de Inflação” de dezembro de 2005.

Decomposição da Inflação, 2001-2005

Os modelos estruturais utilizados pelo Banco Central do Brasil permitem estimar, de forma aproximada, os efeitos de diferentes fatores na determinação da taxa de inflação de cada ano¹. As decomposições referentes a 2001, 2002 e 2003 já foram apresentadas em Cartas Abertas do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda. Este boxe sumariza os resultados para esses três anos e apresenta a decomposição da variação de preços observada em 2004 e 2005².

O procedimento utilizado consiste na decomposição da variação total do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o ano-calendário em cinco componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior; (iii) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; (iv) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos três itens anteriores; e (v) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos dos itens “(i)” e “(ii)”. Ressalte-se que as estimativas são aproximadas, sujeitas às incertezas inerentes à formulação e estimação de modelos.

1/ O procedimento utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002), “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 22.

2/ Para facilitar a comparação com resultados já familiares, segue-se neste boxe a metodologia tradicionalmente empregada para a decomposição da inflação nas Cartas Abertas, que apresenta algumas diferenças em relação aos procedimentos descritos no boxe “Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005”, constante do “Relatório de Inflação” de setembro de 2004. As diferenças residem na forma como é calculada a inércia dos preços administrados. Essas diferenças fazem com que, muito embora a inflação no último trimestre de 2004 tenha sido superior à esperada em setembro do mesmo ano, a inércia calculada aqui para a inflação de 2005 seja ligeiramente menor do que a utilizada pelo Copom para definir naquele momento o objetivo de inflação a ser perseguido no ano seguinte.

A contribuição relativa dos diferentes fatores tem variado bastante ao longo dos últimos anos, como mostram os dados da Tabela 1³. Em 2001 e 2002, destaca-se a importância da depreciação cambial para a variação total do IPCA. Já em 2003, o principal componente da inflação foi a inércia inflacionária associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior, que refletiu indiretamente os efeitos da depreciação cambial e da deterioração das expectativas em 2002. Finalmente, em 2004 e 2005, com a inflação seguindo uma trajetória de convergência para as metas, os componentes associados à inércia e às expectativas tiveram sua importância reduzida. Além disso, desde 2003, ao contrário do ocorrido em anos anteriores, a variação cambial contribuiu para a redução da inflação.

Em 2001, a depreciação da taxa de câmbio respondeu por 2,9 p.p. da variação do IPCA, seguida pela inflação de preços livres, excluídos os efeitos do repasse cambial e da inércia, com contribuição de 2,4 p.p. No ano seguinte, a variação do IPCA é explicada em grande medida pela contribuição da depreciação cambial, contribuição essa que foi bem maior em 2002, em termos absolutos, do que em qualquer dos outros anos analisados. As expectativas de inflação doze meses à frente atingiram 9,9% no quarto trimestre de 2002, dando assim a significativa contribuição de 1,7 p.p. mostrada na Tabela 1.

Tabela 1 – Decomposição da inflação de 2001 a 2005 – Em p.p.

Componente	2001	2002	2003	2004	2005
IPCA (variação %)	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7
Inércia	0,7	0,9	5,9	0,3	0,8
Expectativa	-	1,7	1,7	0,4	0,3
Repasse cambial	2,9	5,8	-1,1	-0,3	-2,1
Inflação livre*	2,4	2,3	1,1	4,4	3,4
Inflação administrados**	1,7	1,9	1,7	2,9	3,3

* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.

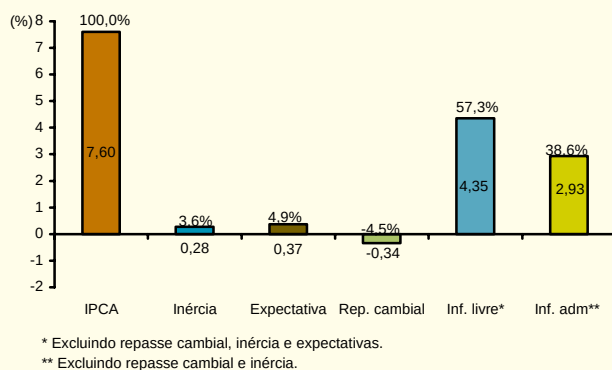
** Excluindo repasse cambial e inércia.

3/ A decomposição realizada na Carta Aberta de janeiro de 2002, relativa à inflação de 2001, não inclui o termo de expectativas.

Já em 2003, em virtude da elevada inflação no último trimestre de 2002, a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior aparece como o principal componente da variação do IPCA. Sua contribuição de 5,9 p.p. equivale a mais de 60% da inflação de 9,3% observada em 2003. A deterioração das expectativas, que, especialmente no início do ano, foram contaminadas pela elevada inflação de 2002, também exerceu influência significativa, de 1,7 p.p. Por outro lado, em contraste com o comportamento observado nos anos anteriores, a taxa de câmbio se apreciou, contribuindo para a redução da inflação registrada no ano. Dessa forma, grande parte da inflação observada em 2003 pode ser atribuída à inflação do ano anterior e às expectativas, embora a intensidade desses fatores tenha se reduzido a partir do segundo semestre do ano.

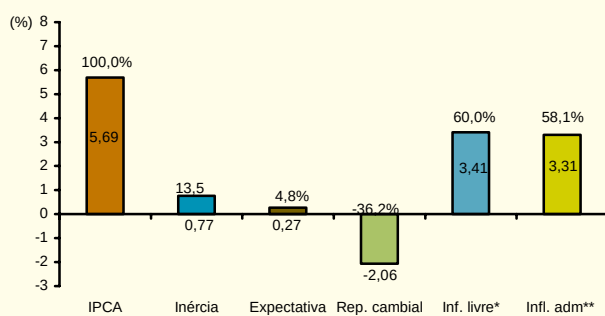
A inflação encerrou 2004 alcançando 7,6%, em queda pelo segundo ano consecutivo. Os preços livres tiveram variação de 6,5%, enquanto os preços administrados subiram 10,2%. Estima-se, conforme mostra o Gráfico 1, que o efeito combinado da inércia advinda da diferença entre inflação e meta do ano anterior, das expectativas acima da meta e do repasse cambial tenha sido bastante reduzido em 2004, contribuindo com apenas 0,3 p.p. da inflação observada. A maior parte da variação do IPCA em 2004 deve ser atribuída à inflação dos preços livres, excluindo o efeito combinado do repasse cambial, inércia e expectativas, seguida da inflação dos preços administrados, retirando-se os efeitos do repasse cambial e da inércia. Esses dois componentes explicam mais de 95% da inflação de 7,6% observada no ano. No caso da inflação dos preços livres, a contribuição para a inflação observada em 2004, tanto em termos absolutos quanto em termos relativos, foi a maior para os cinco anos considerados.

Gráfico 1 – Decomposição da taxa de inflação de 2004



Finalmente, em 2005, a inflação encerrou o ano atingindo 5,69%, registrando queda pelo terceiro ano sucessivo. Considerando os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 4,32%, e a variação dos preços administrados alcançou 8,96%. Quando são retirados os efeitos da inércia, da variação cambial e das expectativas, e se leva em consideração o peso de cada grupo, ambos deram praticamente a mesma contribuição, de 3,4 p.p. para os preços livres e de

Gráfico 2 – Decomposição da taxa de inflação de 2005



* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.

** Excluindo repasse cambial e inércia.

3,3 p.p. para os preços administrados, como mostra o Gráfico 2. Assim, a exemplo do que ocorreu em 2004, a maior parte da variação do IPCA deve-se aos preços livres e aos preços administrados, excluídos repasse cambial, inércia e expectativas. No caso dos preços administrados, sua contribuição para a inflação observada foi maior em 2005 do que nos demais anos considerados, tanto em termos absolutos quanto em termos relativos.

Diferentemente de 2004, entretanto, a apreciação cambial teve papel importante para a redução da inflação em 2005, contribuindo com -2,1 p.p. da variação do IPCA observada no ano. Desse total, -1,1 p.p. deve-se ao impacto da taxa de câmbio sobre os preços livres e -1,0 p.p. refere-se ao seu efeito sobre os preços administrados. O comportamento da inflação em 2005 evidencia que a taxa de câmbio constitui-se, no caso de uma economia aberta como a brasileira, num mecanismo adicional de transmissão da política monetária. Naturalmente, a apreciação cambial observada no ano não pode ser atribuída unicamente à ação da política monetária, tendo em vista o cenário externo extremamente favorável e os efeitos sobre a percepção de risco-país das medidas de política econômica implementadas pelo governo para fortalecer a capacidade da economia brasileira de resistir a choques.

Quanto à diferença entre as expectativas dos agentes e a meta, sua contribuição para a variação total do IPCA em 2005 é pequena e semelhante à observada no ano anterior, reflexo das perspectivas de convergência da inflação para a trajetória de metas durante o período. A inércia, por sua vez, deu uma contribuição para a inflação superior à observada em 2004 e semelhante à verificada em 2001 e 2002. O valor calculado, de 0,8 p.p., é ligeiramente inferior ao computado em setembro de 2004 para a definição do objetivo de 5,1% adotado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) para a condução da política monetária em 2005. Naquela ocasião, com base na inflação prevista para 2004, estimou-se em 0,9 p.p. a contribuição da inércia para a inflação de 2005, e decidiu-se acomodar dois terços desse valor, seguindo as linhas gerais de procedimentos adotados pelo Comitê em anos anteriores.

A Previsibilidade das Decisões do Copom

Gráfico 1 – Decisão do Copom e consenso de mercado

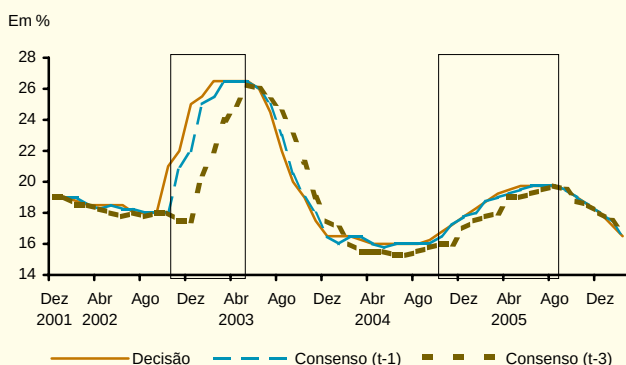


Gráfico 2 – Consenso de mercado – Desvio das projeções sobre decisões do Copom antes das reuniões

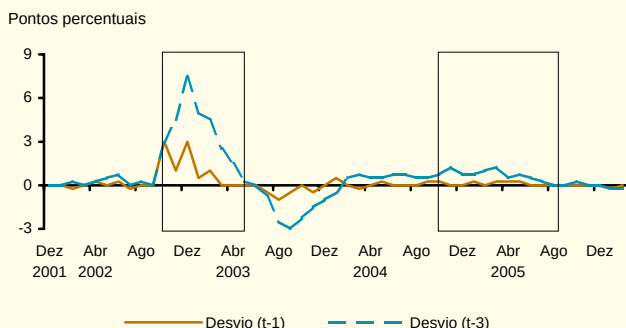
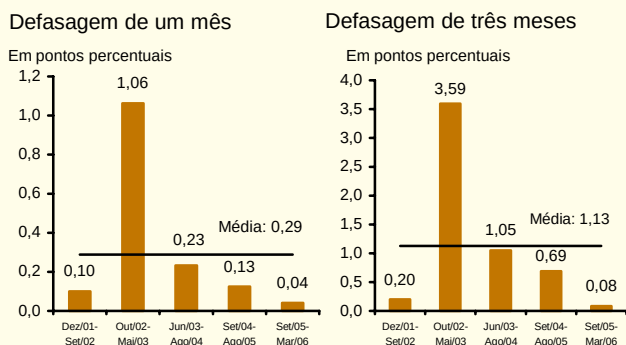


Gráfico 3 – Desvios mensais médios das projeções por ciclo de política monetária



Um objetivo central da comunicação relacionada à implementação da política monetária é o aumento do grau de previsibilidade das decisões. Documentos explicando as ações de política monetária com clareza, consistência e objetividade contribuem para a transparência do processo, conferindo credibilidade à atuação do Banco Central.

Nesse sentido, é interessante observar como tem se comportado o consenso dos analistas de mercado, captado pela pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil, vis-à-vis a taxa definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em suas reuniões mensais. Para efeito de análise, tomamos como referência o período entre a 66ª reunião do Copom (realizada em dezembro de 2001) e a 117ª reunião (março de 2006)¹. O Gráfico 1 apresenta a meta de taxa de juros Selic estabelecida pelo Comitê e a mediana das expectativas do mercado, com defasagens de um mês e três meses em relação a cada reunião. Já o Gráfico 2 apresenta a “surpresa” da decisão, definida como a diferença entre a taxa anunciada e as medianas das taxas esperadas para as mesmas defasagens. As áreas destacadas nos gráficos indicam os ciclos de elevação de taxa de juros no período considerado.

O Gráfico 3 resume as informações anteriores, apresentando o desvio médio entre a taxa anunciada e as medianas das taxas esperadas, em termos absolutos, para os ciclos recentes de política monetária, com defasagens de um e três meses. A linha horizontal indica

1/ A delimitação do período de análise foi imposta pela disponibilidade de dados de expectativas de mercado para a decisão de taxa de juros do Copom.

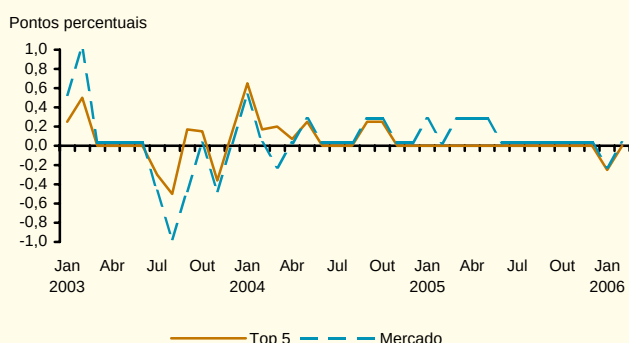
o erro médio absoluto de previsão para todo o período considerado na análise.

Examinando os gráficos, é possível observar que o mercado não antecipou o início do ciclo de aperto monetário no último trimestre de 2002, com desvios elevados tanto para o horizonte de um mês como para o horizonte de três meses. Já o ciclo de corte de juros iniciado em junho de 2003 foi antecipado com avanço de um mês, mas de forma menos efetiva com defasagem de três meses.

A partir de 2004, constata-se maior precisão nas previsões, que pode estar associada a uma consolidação progressiva da eficácia dos mecanismos de sinalização de política monetária e ao quadro de maior estabilidade macroeconômica que passou a vigorar. No ciclo de política monetária iniciado com a elevação da taxa de juros básica em setembro de 2004, constata-se a maior capacidade do mercado de prever com regularidade e precisão a decisão do Comitê, com menores surpresas da política monetária no que diz respeito às decisões sobre os juros básicos. A redução das “surpresas” fica ainda mais evidente com o ciclo de flexibilização iniciado em setembro de 2005.

A observação dos gráficos atesta a previsibilidade crescente das decisões de política monetária ao longo dos últimos anos, com a redução dos desvios tanto no horizonte mais curto, como no horizonte de médio prazo. No caso dos participantes da pesquisa de expectativas com menores erros de previsão em bases sistemáticas (os chamados Top 5), verificam-se inclusive desvios de previsão nulos por vários trimestres seguidos.

Gráfico 4 – Desvios das projeções com defasagem de um mês – Top 5 e mercado



Anexo

Notas da 115ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 13 e 14/12/2005

Local: Sala de reuniões do 8º andar (13/12) e do 20º andar (14/12) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h55 (13/12) e 16h30 (14/12)

Horário de término: 19h15 (13/12) e 19h55 (14/12)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilaqua
Alexandre Antonio Tombini
Alexandre Schwartzman
Antonio Gustavo Matos do Vale
João Antônio Fleury Teixeira
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 13)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Felipe de Castro Ribeiro – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
José Pedro Ramos Fachada – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 14)

Demais participantes (presentes no dia 13)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente
Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. Em novembro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou variação de 0,55%, recuando em relação aos 0,75% registrados em outubro, conforme se antecipava. A exemplo do que ocorreu em outubro, entretanto, a variação do IPCA em novembro acabou superando as expectativas de mercado prevalecentes por ocasião da última reunião do Copom. A desaceleração da inflação resultou, principalmente, da desaceleração dos preços monitorados e administrados por contrato, devido ao esgotamento do impacto causado pelo reajuste dos preços dos combustíveis ocorrido em setembro, e ocorreu a despeito da forte aceleração dos preços da alimentação, potencializada pela variação dos preços dos alimentos *in natura*. Para dezembro antecipa-se novo recuo da inflação medida pelo IPCA.

2. Em linha com o comportamento da inflação plena, as medidas de inflação subjacente registraram desaceleração em novembro. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos em domicílio, e os núcleos por médias aparadas com suavização e sem suavização de itens preestabelecidos variaram, respectivamente, 0,27%, 0,51% e 0,49% em novembro, ante 0,38%, 0,58% e 0,50% em outubro. Os valores relativos à inflação subjacente confirmam que, no passado recente, a variância da inflação plena tem sido dominada pela variância da inflação associada aos preços monitorados e aos preços dos alimentos. Levando em conta um horizonte mais longo, os núcleos ainda permanecem em patamares inferiores aos observados no início do ano, embora registrem, no caso das medidas calculadas pelo procedimento de médias aparadas, valores superiores àqueles consistentes com as metas de inflação. Nos últimos cinco meses, o núcleo por exclusão, o núcleo com suavização de itens preestabelecidos e o núcleo sem suavização variaram em média 0,32%, 0,48% e 0,38%, respectivamente, ante 0,59%, 0,62% e 0,49% no primeiro semestre de 2005. No que diz respeito aos valores acumulados em doze meses, houve continuidade em novembro, por todos os critérios considerados, do processo de redução da inflação subjacente que vem se registrando desde maio de 2005.

3. Em novembro, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) sofreu elevação de 0,33%, caindo quase à metade do valor registrado em outubro. Tal redução foi consequência da desaceleração, em intensidade muito maior, do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que aumentou 0,24% em novembro, ante 0,79% em outubro. Com os resultados de novembro, o IGP-DI acumula variação de apenas 1,16% ao longo do ano e de 1,68% nos últimos doze meses, ao passo que o IPA-DI acumula variações negativas de 0,83% e de 0,35%, respectivamente, em 2005 e em doze meses.

4. A desaceleração dos preços no atacado, em novembro, resultou da desaceleração nos preços agrícolas e, com muito mais intensidade, nos preços industriais. Em doze meses, o IPA agrícola mostra redução de 6,19%, e o IPA industrial, aumento de apenas 1,64%, o menor valor desde janeiro de 1999. De maneira geral, há evidências de acomodação consistente dos preços no atacado, com potenciais efeitos favoráveis sobre os preços ao consumidor ao

longo dos próximos trimestres. Conforme destacado nas Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação

5. De acordo com a primeira estimativa para a variação do Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado no terceiro trimestre de 2005, divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no fim de novembro, houve expansão de 1% em relação ao mesmo trimestre de 2004 e contração de 1,2% em relação ao trimestre imediatamente anterior, considerando-se os efeitos sazonais. Dessa forma, interrompeu-se a série de oito trimestres consecutivos de crescimento do PIB que teve início no terceiro trimestre de 2003. Mesmo com a revisão do crescimento dessazonalizado do segundo trimestre de 1,4% para 1,1%, a base sobre a qual se deu a redução observada no terceiro trimestre manteve-se relativamente elevada. Com esse resultado, a expansão da economia em 2005 alcança 2,6%, em relação ao mesmo período de 2004.

6. Tanto a agropecuária quanto a indústria foram negativamente afetadas, com quedas na produção de 3,4% e 1,2%, respectivamente, enquanto a produção do setor de serviços se manteve estável. Pela ótica da demanda, houve redução de 0,9% na formação bruta de capital fixo e de 0,4% no consumo do governo, ao passo que o consumo das famílias e as exportações registraram expansões de 0,8% e 1,8%, respectivamente, enquanto as importações aumentaram 1,4%. Tal resultado é consistente com uma expansão da demanda agregada de 0,4% no trimestre, contra 2,2% no trimestre anterior, de acordo com os dados do IBGE dessazonalizados pelo Banco Central. Na comparação com o mesmo trimestre do ano passado a demanda apresentou crescimento de 2,4%, acumulando expansão de 3,1% em relação ao mesmo período de 2004 e 4% nos últimos 4 trimestres contra os 4 anteriores. A despeito da redução do investimento no trimestre, registrada após uma elevação de 4,7% no trimestre anterior, a continuidade da expansão do consumo das famílias e o crescimento das exportações líquidas indicam perspectivas favoráveis para a sustentação do crescimento da economia à frente. Tendo em vista o comportamento

dos indicadores antecedentes e coincidentes da atividade econômica, espera-se que o resultado negativo observado no terceiro trimestre seja revertido e a economia retome sua trajetória de crescimento ao longo dos próximos trimestres.

7. A produção industrial se manteve estável em outubro em relação a setembro, levando-se em conta os efeitos sazonais, segundo dados divulgados pelo IBGE. A produção industrial registra crescimento de 3,4% em 2005, comparativamente ao mesmo período de 2004, e de 4,1% no período de doze meses encerrado em outubro. Desde junho, as taxas de crescimento alternam sinais positivos e negativos, mas, de modo geral, a produção industrial vem se mantendo em níveis historicamente elevados. A análise da série de médias móveis trimestrais também indicou redução da produção industrial em outubro, mas em magnitude inferior à registrada em setembro. Os indicadores antecedentes e coincidentes da série apontam recuperação da atividade industrial em novembro, tanto na série mensal dessazonalizada, quanto na série de médias móveis trimestrais.

8. Considerando-se a composição da produção industrial, observa-se comportamento diferenciado por parte das principais categorias de uso, com inversão de sinal em relação a setembro. A produção de bens de capital apresentou recuo de 3,9%; e a de bens intermediários se manteve relativamente estável, com aumento de apenas 0,1%. Já a produção de bens de consumo foi favorecida por incremento de 1,3%, com forte recuperação no setor de duráveis. Na série de médias móveis trimestrais, houve incremento na produção de bens de capital, redução na produção de bens de consumo e estabilidade na produção de bens intermediários. Ao contrário do que ocorreu em setembro, o setor de bens de consumo duráveis apresentou performance superior à do setor de bens de consumo semi e não duráveis. Ainda assim, este último acumula expansão de 5,1% em 2005 e de 5,3% nos últimos doze meses, seguindo trajetória compatível com o aumento na importância relativa da renda na sustentação do processo de crescimento. Por outro lado, apesar da performance recente ter sido menos dinâmica do que a registrada na maior parte do ano, a produção de bens de consumo duráveis acumula crescimento de 12,6% em 2005 e de 13,5% no período de doze meses terminado em outubro, com

desempenho marcadamente superior à média global da indústria.

9. O mercado de trabalho continua apresentando desempenho positivo, evoluindo em compasso com o ambiente de maior previsibilidade macroeconômica e com os níveis historicamente elevados de atividade. Segundo pesquisa do IBGE, em outubro, a taxa de desocupação manteve-se estável em 9,6%. Em comparação aos números de outubro de 2004, a taxa de desocupação foi 0,9 ponto percentual inferior, e o contingente de ocupados, 2,1% superior. O poder de compra dos trabalhadores diminuiu em relação ao mês anterior, mas o valor estimado para outubro foi 1,8% superior ao estimado para outubro de 2004. No intervalo junho-outubro, o poder de compra do trabalhador foi, em média, 1,7% maior do que o registrado nos primeiros cinco meses de 2005, refletindo em parte o efeito positivo das menores taxas de inflação sobre o salário real. Até outubro, o emprego na indústria de transformação acumula crescimento de 4,8% e de 5,2%, respectivamente, em 2005 e em doze meses, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI). A massa salarial real na indústria de transformação acumula crescimento de 8,6% no ano e de 8,9% nos últimos doze meses. Esses dados evidenciam um processo, recorrente nos últimos meses, que alia aumento da quantidade de vagas à melhoria na qualidade do emprego industrial. Na ausência de dados mais atualizados, os indicadores antecedentes disponíveis sinalizam que o emprego formal, computado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), continua em trajetória de expansão, de modo que em 2005 será criado um número superior a 1,5 milhão de novas vagas.

10. As vendas no comércio varejista se mantiveram estáveis em outubro, segundo dados dessazonalizados do IBGE. Em relação a outubro de 2004, houve crescimento de 3,7%. Tal como em setembro, destacam-se os itens cujas vendas são mais sensíveis à renda e ao emprego, que tiveram desempenho positivo e contrabalançaram a performance negativa dos itens cujas vendas são mais sensíveis ao crédito. Nesse sentido, o comércio varejista continua mostrando uma mudança de composição em relação ao comportamento que vinha apresentando há meses. Por sua vez, a média móvel trimestral da série de vendas no comércio varejista também se manteve estável, permanecendo em torno do valor máximo registrado historicamente. As vendas

acumulam crescimento de 4,8% em 2005, em comparação ao mesmo período de 2004. Os indicadores preliminares disponíveis para novembro sugerem que as vendas deverão retomar sua trajetória de crescimento. As perspectivas favoráveis para o comércio varejista nos próximos meses se apóiam, entre outros fatores, no desempenho do mercado de trabalho e em seus efeitos no crescimento da massa salarial, na expansão do crédito e na recuperação da confiança do consumidor.

11. De acordo com dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação aumentou em outubro. Esse movimento ocorre ao mesmo tempo em que os dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital sugerem a ocorrência de um processo de maturação de investimentos realizados nos últimos anos. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento da demanda. Nesse sentido, o indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital acumula, até outubro, expansão de 4,8% em 2005. Para esse resultado, contribuiu fortemente o aumento das importações de bens de capital, que até outubro registraram crescimento de 30,0% em volume, quando comparado ao mesmo período de 2004. Embora continuem se consolidando evidências de crescimento do investimento, o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres continua sendo importante para a definição da dinâmica prospectiva da inflação.

12. Em relação ao comércio exterior, os dados mais recentes confirmam que o desempenho em 2005 será superior ao do ano passado. Em novembro, as exportações acumuladas em doze meses alcançaram US\$116,6 bilhões, com a maior contribuição para o crescimento sendo proporcionada pelos produtos manufaturados. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses atingiu a marca dos US\$43,9 bilhões, com as importações somando US\$72,7 bilhões. Em valor, as exportações cresceram 24%, em relação aos doze meses anteriores, enquanto as importações aumentaram 18,9%. As importações de bens de capital cresceram 17,5% em novembro na comparação com o mesmo mês de 2004, acumulando expansão de 27,5% em 2005. Assim, ao longo de 2005, a participação das importações de bens de capital no total de compras no

exterior vem aumentando, em detrimento da participação de matérias-primas e intermediários. O bom desempenho dos saldos comerciais no período de doze meses encerrado em novembro proporcionou superávit em transações correntes de US\$14,9 bilhões, equivalente a 2,0% do PIB. Embora a contribuição da demanda externa para a expansão da economia se mostre menor do que no passado recente, permanece positiva e superior ao que se antecipava no início deste ano.

13. No âmbito dos mercados financeiros internacionais, houve melhora em relação ao cenário considerado por ocasião da reunião de novembro do Copom, com indicações recentes de que o ciclo de elevação na taxa de juros básica nos EUA estaria prestes a ser concluído. Após oito anos, o prêmio de risco-Brasil registrou novo mínimo histórico, refletindo a melhora consistente nos fundamentos da economia brasileira, especialmente os fortes superávits comerciais, aliados à geração de superávits primários adequados e à redução consistente da inflação, que contribuíram sobremaneira para suavizar os efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica. A melhora significativa dos fundamentos macroeconômicos no período recente possibilitou antecipar para o fim de 2005 o pagamento do total do saldo de 10,789 bilhões de Direitos Especiais de Saque (DES) - aproximadamente US\$15,5 bilhões – referentes ao empréstimo tomado pelo país junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), cujo cronograma original de pagamento previa amortizações até 2008. Apesar de persistirem incertezas relevantes na economia mundial, como as preocupações acerca da evolução da inflação nos Estados Unidos e na Zona do Euro, o Copom permanece atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais.

14. Os preços do petróleo no mercado internacional, após terem atingido recordes históricos em agosto, recuaram fortemente e se encontram hoje em patamares próximos aos que se encontravam no início do ano. Apesar do considerável recuo em relação aos valores máximos registrados, os preços ainda se mostram voláteis e permanecem em níveis elevados. Ainda assim, haja vista a elevação dos preços domésticos dos combustíveis implementada em setembro, o Copom continua trabalhando com um cenário que não considera alteração adicional nesses preços em 2005. Entretanto, dadas as incertezas que cercam a sua

trajetória, os preços do petróleo no mercado internacional continuam a representar fator de risco para o comportamento futuro da inflação. De um lado, porque suas variações se transmitem à economia doméstica por intermédio dos seus efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo; de outro, porque afetam as expectativas dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) Em comparação aos valores considerados na reunião de novembro, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão tiveram elevação, passando, no caso da gasolina, de 7,6% para 8,0%, no acumulado para 2005, e de -0,9% para -0,3% para o gás de bujão no mesmo período;

b) Quanto aos reajustes das tarifas de telefonia fixa, mais uma vez não houve alteração nas projeções, permanecendo em 6,7% para 2005. Por sua vez, os reajustes projetados para as tarifas de energia elétrica residencial passaram de 7,8% no mês anterior, para 8,0% atualmente;

c) Em relação aos valores dos reajustes, em 2005, para o conjunto de itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 30,4% no IPCA de novembro, o Copom elevou a projeção para 8,8%;

d) Tendo em vista a possibilidade de elaboração de projeções individuais para todos os componentes dos preços administrados, os reajustes projetados para esse grupo de preços para o ano de 2006 foi revisto de 4,9% na reunião do Copom de novembro para 4,6% atualmente;

e) A projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em nível a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de -90 p.b. no quarto trimestre de 2005 e alcança 26 p.b. no último trimestre de 2006.

16. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2005 e em 2006. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

17. Desde a reunião de novembro do Copom, houve elevação na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), do Banco Central do Brasil, para a variação do IPCA em 2005, que passou de 5,52% para 5,68%. A mudança foi resultado da diferença verificada entre o valor de 0,40% para a mediana das expectativas para a inflação de novembro, coletadas na véspera da reunião do Copom daquele mês, e o valor efetivo de 0,55%. Para 2006, as expectativas se reduziram ligeiramente, de 4,55% para 4,50%, coincidindo pela primeira vez com a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, esses desenvolvimentos sugerem que as decisões de política monetária dos últimos meses, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, estão contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos.

18. Para 2005, a projeção de inflação do cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 18,50% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,25 ao longo de todo o horizonte de projeção, se elevou em relação à reunião de novembro e está acima de 5,1%. A projeção baseada no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias da taxa Selic e da taxa de câmbio esperadas pelo mercado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, igualmente aumentou em relação à reunião de novembro e também se encontra acima do objetivo de 5,1%. Para 2006, a projeção de inflação associada ao cenário de referência continua abaixo da meta estabelecida pelo CMN, mas se elevou em relação aos valores de novembro. Esta elevação deve-se à elevação da taxa de câmbio utilizada neste cenário, em relação à reunião anterior, combinada com a redução do *swap* de seis meses projetada pelo VAR a partir de uma taxa Selic mais baixa. Estes dois fatores mais do que compensaram a redução da inflação projetada decorrente da queda no PIB no terceiro trimestre de 2005 e do menor aumento esperado para os preços dos produtos administrados em 2006. Por outro lado, no cenário de mercado, a projeção

apresentou ligeira queda, por causa, principalmente, das expectativas de menor desvalorização do Real ao longo de 2006. Todavia, a projeção do cenário de mercado para 2006 permanece acima da meta de 4,5%.

Implementação da política monetária

19. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que tanto os resultados recentes da inflação como as projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado sugerem que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a postura de política monetária adotada desde setembro de 2004 vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. A atividade econômica deverá se recuperar nos próximos meses e continuar em expansão, em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da volatilidade que continua sendo observada nos mercados financeiros internacionais e do fato de os preços de petróleo ainda continuarem em níveis elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, continua se configurando um cenário benigno para a evolução da inflação. Tal como na reunião de novembro, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

20. O Copom avalia que a maior inflação registrada nos últimos dois meses segue sendo determinada em grande medida pelos efeitos do reajuste dos preços domésticos dos combustíveis implementado na primeira quinzena de setembro, bem como pela reversão parcial da dinâmica favorável dos preços dos alimentos observada em meses recentes e antecipada nas Notas das últimas reuniões do Comitê. Dada a natureza de tais pressões, espera-se que tenham caráter transitório, apresentando arrefecimento ao longo do tempo, sem que necessariamente observemos contaminação para horizontes mais longos. Cabe ressaltar, entretanto, que, embora a elevação da inflação em si fosse amplamente antecipada quando da reunião de

setembro do Comitê, a magnitude em que ocorreu superou em muito as expectativas prevalecentes naquele momento. Dessa forma, o Copom continuará acompanhando atentamente, nos próximos meses, a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura da política monetária às circunstâncias, de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação até o momento sejam permanentes.

21. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. O Copom avalia que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses. Dessa forma, a flexibilização gradual da política monetária não comprometerá as importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico com geração de empregos e aumento da renda real.

22. Foi consensual entre os membros do Copom que, à luz do cenário considerado, o processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005 deveria ter continuidade. Dois membros do Comitê votaram por uma redução de 0,75 p.p. na taxa de juros básica, que em sua avaliação proporcionaria uma sinalização mais condizente com o atual balanço de riscos entre atividade e inflação. Já para a maioria dos membros do Copom uma redução de 0,5 p.p. seria a decisão adequada, dado que corresponderia melhor à velocidade ótima de implementação desse processo de flexibilização e contribuiria para aumentar a magnitude do ajuste total a ser implementado.

23. Diante disso, o Copom decidiu, por seis votos a dois, reduzir a meta para a taxa Selic para 18% ao ano, sem viés.

24. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 17 de janeiro de 2006, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 13.821, de 31.10.2005.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

25. O IPCA desacelerou em novembro, ao registrar variação de 0,55%, ante 0,75% em outubro. Com o resultado, o índice acumulou elevações de 5,31% no ano e de 6,22% nos últimos doze meses. A menor pressão dos preços monitorados foi o principal determinante para o arrefecimento da inflação no período, sobretudo em decorrência do menor impacto do reajuste dos combustíveis e das passagens aéreas. O aumento de preços do grupo monitorados passou de 1,62% em outubro para 0,85% em novembro, ou contribuições de 0,49p.p e 0,26p.p. para os resultados mensais, respectivamente. Os preços livres em novembro experimentaram aceleração – alta de 0,42% ante 0,38% em outubro – pressionados, principalmente, pelo grupo alimentação, em particular, pelos itens *in natura*, cuja variação passou de –2,21% em outubro para 9,67% em novembro.

26. O IGP-DI variou 0,33% em novembro, desacelerando ante a alta de 0,63% verificada no mês anterior. Ainda sob o efeito das variações negativas registradas por cinco meses, de maio a setembro, o indicador acumulou aumento de 1,16% no ano e de 1,68% nos últimos doze meses. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) cresceu 0,57% no mês, ante a variação de 0,42% em outubro, destacando-se a aceleração na alta dos preços dos grupos alimentação e vestuário, e a desaceleração no grupo transportes. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) cresceu 0,28%, ante 0,19% em outubro. O IPA-DI, componente de maior peso do IGP-DI, desacelerou em novembro, com aumento de 0,24% após a elevação de 0,79% no mês anterior, e

acumulou variações negativas de 0,83% no ano e de 0,35% em doze meses.

27. A menor variação dos preços no atacado em novembro refletiu, tanto a desaceleração dos preços industriais como itens agropecuários. A taxa mensal do IPA agrícola passou de 0,8% em outubro para 0,62% em novembro, refletindo, principalmente, o arrefecimento da alta de bovinos. Apesar disso, os preços de legumes e frutas, particularmente do tomate, batata inglesa, arroz em casca e cana-de-açúcar seguem pressionando, de modo destacado, o índice no atacado. O aumento dos preços industriais recuou de 0,78% em outubro para 0,13% em novembro, repercutindo a desaceleração dos preços dos combustíveis. Ressalte-se que outros segmentos importantes da indústria de transformação apresentaram variações negativas de preços, como metalúrgica, material elétrico, borracha e couros e peles. Considerando o IPA-DI segundo os três estágios de processamento, apenas os preços dos bens finais registraram tendência de alta, com variação de 0,88% em novembro contra 0,42% em outubro, principalmente pela pressão dos preços dos alimentos *in natura*. Os preços dos bens intermediários recuaram 0,21%, ante a alta de 1,03% em outubro e os preços das matérias-primas brutas subiram 0,29%, após elevação de 0,8% no mês anterior.

28. As medidas de núcleo do IPCA também acompanharam a desaceleração observada no índice geral em novembro. O núcleo de inflação para o IPCA calculado pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situou-se em 0,51%, ante 0,58% em outubro, e totalizou 7,02% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,50% em outubro para 0,49% em novembro, com aumento acumulado de 5,64% em doze meses. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados atingiu 0,27%, ante 0,38% no mês anterior. Em doze meses, essa medida acumulou variação de 5,94%.

29. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,31% em novembro, ante 0,37% em outubro. O indicador acumulou expansões de 4,69% no ano e de 5,2% em doze meses.

30. O índice de difusão do IPCA, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 62,3% em novembro, ante 59,2% em outubro, configurando o terceiro mês consecutivo de alta, após declínio expressivo observado de maio a agosto.

31. Para dezembro, espera-se continuidade do movimento de desaceleração inflacionária, tendo em vista o processo de esgotamento de reajustes de itens monitorados já concedidos, com impactos menores no último mês do ano - sobretudo energia elétrica. Ressalte-se, entretanto, que pressões advindas dos grupos vestuário e alimentação tendem a permanecer, influenciados por fatores sazonais.

Atividade econômica

32. O PIB registrou queda de 1,2% no terceiro trimestre de 2005, comparativamente ao observado no trimestre anterior, após ajuste sazonal, e crescimento de 1% relativamente ao verificado no mesmo período de 2004. Pela ótica da oferta, registraram-se quedas de 3,4% na agropecuária, 1,2% na indústria e 0,03% no setor de serviços, em relação aos níveis do segundo trimestre, na série dessazonalizada. Na mesma base de comparação, a desagregação por componentes da demanda mostrou expansão de 0,8% no consumo das famílias e queda de 0,4% no consumo do governo. O setor externo continuou apresentando desempenho favorável, com as exportações registrando expansão de 1,8% e as importações de 1,4%. A formação bruta de capital fixo (FBCF) recuou 0,9%, após o expressivo crescimento de 4,7% no trimestre anterior.

33. Conforme a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista em outubro variou 0,06% em relação ao verificado em setembro, após ajustamento sazonal. Com esse resultado, as vendas do varejo mantiveram praticamente o mesmo patamar pelo quarto mês consecutivo, situando-se no nível mais alto da série desde o seu início, em janeiro de 2000. A estabilidade dos últimos meses refletiu comportamentos distintos entre os segmentos do comércio. Enquanto os grupos hiper e supermercados e tecidos e vestuário mostraram crescimentos no último quadrimestre encerrado em outubro, ante o quadrimestre anterior,

os segmentos de móveis e eletrodomésticos e combustíveis e lubrificantes apresentaram taxas negativas na mesma base de comparação.

34. No mercado automobilístico, as vendas das concessionárias mostraram expansão de 7,8% em novembro, após dois meses consecutivos em queda, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), com ajustamento sazonal efetuado pelo Banco Central. No ano, até novembro, o número de unidades vendidas aumentou 9,3% em relação ao de igual período de 2004.

35. Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos da construção civil recuaram 3,9% e 1,2%, respectivamente, em outubro, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até outubro, esses indicadores acumularam expansões respectivas de 3,2% e de 0,4%. As importações de bens de capital registraram crescimento em outubro, tendo o índice de *quantum* calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) registrado acréscimo de 0,6% em relação ao de setembro, após ajuste sazonal, e de 30% no acumulado do ano. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para investimentos de médio e longo prazos, alcançaram R\$33,8 bilhões no período de janeiro a outubro de 2005, superando em 6,5% o volume desembolsado no mesmo período de 2004.

36. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira cresceu 0,1% em outubro, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, resultado decorrente da expansão de 0,5% na produção extrativa mineral e de estabilidade na indústria de transformação. No ano, até outubro, a indústria acumulou expansão de 3,4%, resultado dos acréscimos de 3% na indústria de transformação e de 10,2% na produção extrativa.

37. A análise desagregada da produção industrial, considerando as séries sazonalmente ajustadas, revelou que treze das vinte e três atividades mostraram aumento da produção em outubro. Considerada por categorias de uso, a produção de bens de capital foi a única a registrar decréscimo mensal, de 3,9%, principalmente pelo comportamento adverso da

produção de máquinas e equipamentos para fins industriais e comerciais. Destaque-se a expansão de 1,3% na produção de bens de consumo, pelos acréscimos de 2,8% e 0,5% nos níveis de produção de bens duráveis e de bens semi e não duráveis, respectivamente. A fabricação de produtos intermediários, de maior peso na composição da produção industrial, aumentou 0,1%, acumulando elevação de 1,1% no ano.

38. Estatísticas da CNI mostram que a atividade da indústria de transformação se estabilizou em outubro, após as quedas verificadas no terceiro trimestre do ano. As vendas industriais reais recuaram 0,2% e as horas trabalhadas na produção ficaram praticamente estáveis relativamente aos níveis observados no mês anterior, nas séries ajustadas sazonalmente pelo Banco Central. No ano, até outubro, esses dois indicadores da atividade industrial registraram acréscimos de 2,3% e de 5,3%, respectivamente. O nível de utilização da capacidade instalada alcançou 80,8% no mês, na série dessazonalizada, aumentando 0,2 p.p. em relação ao observado em setembro. Considerando a série sem ajuste sazonal, o nível de utilização de 81,8% situou-se 2,6 p.p. abaixo do verificado em outubro de 2004.

39. Indicadores setoriais apontaram a retomada da atividade fabril em novembro. A produção de automóveis atingiu 213 mil unidades, com expansão de 3,5%, na série ajustada sazonalmente pelo Banco Central. O volume de expedição de papel ondulado também sinalizou recuperação da atividade, em novembro, após o ajuste sazonal.

Expectativas e sondagens

40. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou elevação de 12% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em dezembro, em comparação ao nível de novembro, acumulando alta de 3,6% em 2005. Esse resultado mensal decorreu dos acréscimos de 10% no índice de condições econômicas atuais, que atingiu 127,5, patamar recorde da série, e de 13,2% no índice de expectativas do consumidor.

Mercado de trabalho

41. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões

metropolitanas do País, a taxa de desemprego situou-se em 9,6% em outubro, mesmo percentual registrado em setembro. Esse resultado decorreu do comportamento estável da População Economicamente Ativa (PEA), 0,01%, e da ligeira queda, de 0,3%, no número de trabalhadores desocupados. Comparativamente ao nível observado em outubro de 2004, houve recuo de 0,9 p.p. na taxa de desemprego. No mês, foram criados 9 mil postos de trabalho e o número de trabalhadores ocupados manteve-se em 20,1 milhões, enquanto a PEA foi estimada em 22,2 milhões de pessoas. Segundo a mesma pesquisa, em outubro, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas diminuiu 1,4%, queda explicada, em parte, pela alta da inflação no mês. Comparativamente ao rendimento observado em outubro de 2004, houve crescimento real de 1,8%.

42. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, a massa salarial real aumentou 0,3% em outubro, ante os níveis de setembro, enquanto o contingente de pessoal empregado ficou praticamente estável, 0,03%. No ano, até outubro, esses mesmos indicadores tiveram aumentos de 8,6% e 4,8%, respectivamente.

Crédito e inadimplência

43. Em novembro, o saldo das operações de crédito referenciais para as taxas de juros aumentou 2,4%. Nas operações com pessoas físicas, o saldo cresceu 2,7%, impulsionado principalmente pela expansão das operações de financiamento de veículos. Nas carteiras destinadas a pessoas jurídicas, o total das operações com recursos domésticos aumentou 3,9%, e o das operações referenciadas em moeda estrangeira recuou 2,3%.

44. A taxa média de juros incidente sobre essas operações de crédito declinou 1,1 p.p. em novembro, ao atingir 47,1% a.a., refletindo a queda na taxa básica de juros e o aumento da concorrência. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média recuou 1,3 p.p., para 60,4% a.a., enquanto naquelas contratadas com pessoas jurídicas o recuo atingiu 1,0 p.p., para 32,4% a.a.

45. No sistema financeiro, a taxa de inadimplência passou de 4,0% em outubro para 4,2% em novembro,

considerando-se as operações de crédito com recursos livres referenciais para taxas de juros com atraso superior a noventa dias. Nas operações com pessoas físicas, essa proporção passou de 6,5% em outubro para 6,7% em novembro, enquanto naquelas realizadas com pessoas jurídicas houve acréscimo de 0,1 p.p. em novembro, para 2%.

46. A taxa líquida de inadimplência no comércio calculada pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP) manteve, em novembro, a mesma taxa observada no mês anterior, de 4,6%. Esse comportamento decorreu dos acréscimos de 1,1% no número de registros cancelados e de 1,2% no número de novos registros negativos no mês.

Ambiente externo

47. Superados os efeitos de primeira ordem dos furacões na América do Norte sobre os indicadores de preços e nível de atividade, a economia global recupera gradativamente as condições e tendências gerais de funcionamento vigentes antes daqueles desastres naturais. Esse fato é particularmente evidente nos Estados Unidos, onde o mercado de trabalho e as expectativas dos consumidores voltaram a mostrar sinais de maior vigor.

48. Embora o aumento das taxas de juros básicas na área do euro e a expectativa de prolongamento do processo gradualista de aperto monetário nos Estados Unidos reflitam as recentes elevações das projeções para a inflação, a relativa estabilidade das taxas de juros nos mercados financeiros internacionais no último mês reflete a avaliação de que o aumento das medidas de inflação deverá ser moderado e temporário.

49. A recuperação do ritmo de criação de emprego e de expansão da demanda doméstica nos Estados Unidos, a continuidade da melhoria das condições econômicas gerais no Japão, bem como os sinais de manutenção da expansão dos investimentos na Europa e a da robustez do crescimento econômico na China são sinais positivos quanto à possibilidade da manutenção, em nível elevado, da expansão da atividade econômica mundial em 2006.

Comércio exterior e reservas internacionais

50. Em novembro, o comércio exterior brasileiro continuou em expansão, observando-se novos níveis recordes nos valores médios diários de exportações e importações. Considerando-se os saldos do comércio exterior, os resultados se constituíram em recordes históricos para meses de novembro, sendo que o superávit somou US\$4,1 bilhões, acumulando US\$40,4 bilhões no ano e US\$43,9 bilhões em doze meses. Nos mesmos períodos, a corrente de comércio somou US\$17,5 bilhões, US\$174,4 bilhões e US\$189,3 bilhões, respectivamente. Em dezembro, até a segunda semana (sete dias úteis), a balança comercial foi superavitária em US\$1,3 bilhão.

51. As exportações alcançaram US\$10,8 bilhões em novembro, registrando média diária de US\$540 milhões, 32,2% superior ao observado em igual mês de 2004. Destaque-se o recorde histórico da média diária dos embarques de produtos manufaturados e semimanufaturados, US\$295 milhões e US\$73,9 milhões, respectivamente, com acréscimos de 26,4% e 16,7% na comparação com os valores médios registrados em novembro de 2004. Esse crescimento das exportações de manufaturados deveu-se, sobretudo, aos itens gasolina, máquinas e aparelhos para terraplanagem, fio máquina de ferro/aço, tratores, veículos de carga, aparelhos transmissores receptores, óleos combustíveis, laminados planos, automóveis de passageiros e autopeças. Entre os semimanufaturados, destacaram-se os acréscimos registrados em açúcar em bruto, óleo de soja em bruto, celulose, ferro-ligas, couros e peles e alumínio em bruto. O valor médio das exportações de produtos básicos cresceu 50,5% na mesma comparação, principalmente pelo aumento das vendas de soja em grão, petróleo em bruto, minério de ferro, farelo de soja e carne de frango. Em geral, o comportamento das exportações continuou combinando o efeito da elevação dos preços externos com o aumento das quantidades embarcadas, além da continuidade da diversificação da pauta e de países destinatários.

52. As importações somaram US\$6,7 bilhões em novembro, com acréscimo de 10,1% em termos de médias diárias, comparativamente a novembro de

2004. Todas as categorias de uso de produtos importados registraram expansão no período, destacando-se bens de consumo e bens de capital, com acréscimos respectivos de 29,1% e 17,3%. No ano, até novembro, observaram-se aumentos de 27,6% em bens de capital, de 23,1% em bens de consumo, de 15,2% em combustíveis e lubrificantes e de 13% em matérias-primas e bens intermediários, sobre os valores médios diários de igual período do ano anterior.

53. Ao final de novembro, as reservas internacionais, no conceito de liquidez, situaram-se em US\$64,3 bilhões, com variação de US\$4 bilhões em relação ao mês anterior. No conceito de reservas líquidas ajustadas houve crescimento de US\$4,4 bilhões na mesma base de comparação, encerrando o mês de novembro em US\$50,8 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

54. Após a reunião do Copom de novembro, as taxas de juros futuros mantiveram o movimento descendente observado no período anterior, apresentando recuo mais acentuado após o dia 30 de novembro, com a divulgação do PIB do terceiro trimestre do ano abaixo do esperado. Também contribuíram para o recuo das taxas, a trajetória favorável da inflação corrente e de seus núcleos, a redução das expectativas de inflação para 2006, a continuidade do fluxo aplicador de investidores estrangeiros e a queda do risco país. Entre 23 de novembro e 14 de dezembro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses cederam 0,40 p.p., 0,32 p.p. e 0,35 p.p., respectivamente, e as de um, de dois e de três anos 0,47 p.p., 0,68 p.p. e 0,66 p.p. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses recuou de 11,78%, em 23/11, para 11,50%, em 14/12.

55. Com o objetivo de reduzir a exposição cambial do setor público, o Banco Central manteve a realização de leilões de *swap* cambial reverso, nos quais assume posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. No período de 24 de novembro a 14 de dezembro, foram realizados doze leilões, tendo sido contratado o equivalente a US\$6,3 bilhões. Com

isso, o resgate líquido acumulado de instrumentos cambiais em 2005 totalizou US\$22,7 bilhões.

56. Entre as reuniões do Copom de novembro e de dezembro, o Tesouro Nacional captou R\$17,2 bilhões com a venda de títulos de remuneração prefixada, sendo R\$16,7 bilhões com Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2006, 2007 e 2008, e R\$0,5 bilhão com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2010 e 2012. Os leilões de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) movimentaram o equivalente a R\$771,5 milhões, com a venda de títulos de vencimento em 2009 e 2010. A venda de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) alcançou R\$7,0 bilhões no período, com emissão de títulos de vencimento em 2007, 2008 e 2009.

57. Nas suas intervenções no mercado aberto, tendo como objetivo ajustar a liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central manteve as operações compromissadas semanais de prazos de três e de cinco meses e rentabilidade prefixada, assim como as operações de nivelamento ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. Além disso, atuou em dez oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo que em seis delas para prover recursos e, nas demais, para retirar o excesso. O saldo diário médio das operações de três e de cinco meses alcançou R\$49,1 bilhões. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, apresentaram saldo diário médio de R\$0,8 bilhão, doador.

58. Dando prosseguimento à estratégia de redução antecipada do excedente de liquidez bancária previsto para o primeiro trimestre de 2006, o Banco Central realizou três leilões de venda de LTN de sua carteira, de vencimento em abril de 2006, conjugada a compra de LTN de vencimento em janeiro de 2006. O volume financeiro total dessas operações foi de R\$4,4 bilhões.

59. Em novembro, o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) aumentou 2,4%, atingindo R\$960 bilhões, com a colocação líquida de R\$10,0 bilhões em títulos. A parcela da dívida correspondente a títulos de rentabilidade prefixada aumentou para 26,9%, ante 24,5% no final de outubro.

Notas da 116ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/01/2006

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/01) e do 20º andar (18/01) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h55 (17/01) e 16h30 (18/01)

Horário de término: 19h15 (17/01) e 21h30 (18/01)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilaqua
Alexandre Antonio Tombini
Alexandre Schwartzman
Antonio Gustavo Matos do Vale
João Antônio Fleury Teixeira
Paulo Sérgio Cavalheiro
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
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
Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
José Pedro Ramos Fachada – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 17)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente
Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. Conforme antecipado nas Notas da última reunião do Copom, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuou novamente em dezembro, para 0,36%, ante 0,55% registrado em novembro. Com esse resultado, a inflação encerrou 2005 em queda pelo terceiro ano seguido, alcançando 5,69%, a menor variação registrada desde a introdução do regime de metas no país. Pelo segundo ano consecutivo houve cumprimento da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O recuo da inflação em dezembro resultou da desaceleração tanto dos preços monitorados e administrados por contrato, especialmente da gasolina, quanto dos preços da alimentação, em particular dos preços dos alimentos *in natura*. Cabe destacar ainda que, na comparação com o mês anterior, o índice de difusão do IPCA voltou a diminuir em dezembro, de 62,3% para 59%, praticamente o mesmo patamar observado em outubro. Para janeiro antecipa-se alguma aceleração da inflação, haja vista a expectativa de que, como se verificou em anos anteriores, ocorram aumentos localizados em alguns preços, especialmente nos de ônibus urbano em Belo Horizonte, Brasília e Fortaleza, além do efeito da entressafra do álcool combustível. Dados parciais referentes a janeiro, já captados em outros indicadores de inflação, sugerem que a elevação no IPCA deverá superar as expectativas em vigor por ocasião da reunião de dezembro do Copom.

2. Em linha com o comportamento da inflação plena, duas medidas de inflação subjacente registraram desaceleração em dezembro. Os núcleos por médias aparadas com suavização e sem suavização de itens preestabelecidos variaram, respectivamente, 0,43%

e 0,33%, ante 0,51% e 0,49% em novembro. Por seu turno, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos em domicílio mostrou leve elevação, de 0,27% para 0,30%. Mesmo com a desaceleração de dezembro, no último trimestre do ano as medidas por médias aparadas mostraram certa elevação em relação ao trimestre anterior (de 0,44% para 0,51% no caso da medida suavizada e de 0,31% para 0,44% no que se refere à medida não-suavizada), enquanto a medida por exclusão se manteve praticamente inalterada. Embora com variações menores, respectivamente de 5,30% e de 5,55%, os núcleos sem suavização e por exclusão encerraram 2005 com valores acumulados bastante próximos aos do IPCA. Já o núcleo com suavização registrou taxa mais elevada, 6,77%, mantendo, contudo, a trajetória de queda que caracterizou a inflação em 2005.

3. Em dezembro, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) alcançou variação de apenas 0,07%, menor valor registrado desde outubro. Tal desaceleração foi consequência da variação do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que registrou deflação de 0,14% em dezembro, ante elevação de 0,24% em novembro. Com os resultados de dezembro, o IGP-DI acumulou variação de apenas 1,22% em 2005, ao passo que o IPA-DI acumulou variação negativa de 0,97%. A desaceleração dos preços no atacado resultou da desaceleração nos preços industriais, haja vista que a taxa de variação dos preços agrícolas se manteve estável, comparativamente a novembro. Em doze meses, porém, o IPA agrícola registrou redução de 6,32%, e o IPA industrial, aumento de apenas 0,88%, o menor valor desde dezembro de 1998. Em contraste, os dados referentes ao IGP-10 de janeiro mostram elevação de 1,03% dos preços no atacado, em virtude de altas de 0,63% nos preços industriais e de 2,32% nos preços agrícolas. De maneira geral, há evidências de acomodação consistente dos preços no atacado, com potenciais efeitos favoráveis sobre os preços ao consumidor ao longo dos próximos trimestres. Conforme destacado nas Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. Segundo dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial, após a modesta elevação observada em outubro, registrou crescimento dessazonalizado de 0,6% em novembro, abaixo do sugerido pelos indicadores antecedentes e coincidentes da série. Cabe destacar que dois terços dos ramos pesquisados pelo IBGE dentre os que têm séries de produção ajustadas sazonalmente, apresentaram desempenho favorável, sinalizando maior difusão da retomada na atividade industrial. Com o resultado de novembro, a produção industrial registrou incremento de 3,1% em 2005, comparativamente ao mesmo período de 2004, e de 3,5% em doze meses. Desde junho, as taxas de crescimento alternam sinais positivos e negativos, mas, de modo geral, a produção industrial vem se mantendo em níveis historicamente elevados. A análise da série de médias móveis trimestrais indicou redução da produção industrial pelo terceiro mês consecutivo em novembro, refletindo ainda o impacto do resultado de setembro, uma vez que, nos outros dois meses, houve aumento progressivo da produção no trimestre. Para dezembro, os indicadores antecedentes e coincidentes da série apontam novamente desempenho positivo da atividade industrial na comparação mês a mês, que deverá também se materializar na série de médias móveis trimestrais.

5. Considerando-se a composição da produção industrial, observa-se desempenho diferenciado por parte das principais categorias de uso, com inversão do comportamento observado em outubro. A produção de bens de capital aumentou 2,2%, ante uma redução de 4,2% no mês anterior; e a de bens de consumo duráveis recuou 1,3%, ante um aumento de 2,6% no mês de outubro. No caso dos bens intermediários e dos bens de consumo semi e não duráveis, mantiveram-se taxas de crescimento ligeiramente positivas. Nas séries de médias móveis trimestrais, observou-se certa estabilidade na produção de bens de capital e de bens intermediários, e, por outro lado, recuo tanto na produção de duráveis, quanto na de bens semi e não duráveis. O setor de bens de consumo semi e não duráveis acumulou expansão de 4,6% em 2005 e de 4,8% em doze meses, refletindo os efeitos do crescimento da renda real dos trabalhadores no mesmo período. Por sua vez, apesar de a *performance* recente ter sido menos dinâmica do que a registrada na maior parte do ano, a produção de bens de consumo

duráveis acumulou crescimento de 11,2% em 2005 e de 11,6% em doze meses, com desempenho marcadamente superior à média global da indústria.

6. O mercado de trabalho continua a apresentar desempenho positivo, repercutindo a existência de um ambiente de maior previsibilidade macroeconômica e uma atividade econômica que se posiciona em níveis historicamente elevados. O IBGE estimou para novembro uma taxa de desocupação de 9,6%, portanto, estável desde setembro. Em comparação aos números de novembro de 2004, a taxa de desocupação foi 1,0 ponto percentual inferior, e o contingente de ocupados, 2,0% superior. O poder de compra dos trabalhadores aumentou 0,4% em relação ao mês anterior, sendo ainda 2,1% maior do que o valor estimado para novembro de 2004, refletindo em parte o efeito positivo das menores taxas de inflação sobre o salário real. Até novembro, o emprego na indústria de transformação acumula crescimento de 4,5% e de 4,7%, respectivamente, em 2005 e em doze meses, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI). A massa salarial real na indústria de transformação acumula crescimento de 8,2% no ano e de 8,4% nos últimos doze meses. Esses dados evidenciam um processo, recorrente nos últimos meses, que alia aumento da quantidade de vagas à melhoria na qualidade do emprego industrial. O emprego formal, computado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), continuou sua trajetória de expansão em 2005, e, apesar da previsível redução sazonal em dezembro, no acumulado do ano foram criados 1,254 milhão de novas vagas. Com esse resultado, foram criados no biênio 2004–2005 mais vagas no setor formal da economia do que nos quatro anos anteriores.

7. As vendas no comércio varejista, segundo dados dessazonalizados do IBGE, cresceram 0,3% em novembro, comparativamente ao mês anterior, e 4,9% em relação ao mesmo mês de 2004. No acumulado de 2005, até novembro, e nos últimos doze meses, a expansão foi, respectivamente, de 4,8% e de 5,5%. Cabe destacar a evolução em meses recentes das vendas associadas a itens mais sensíveis à renda e ao emprego, cuja performance positiva tem contrabalançado o desempenho menos dinâmico dos itens mais sensíveis ao crédito. Nesse sentido, o comércio varejista continua mostrando mudança de composição. A média móvel trimestral da série de

vendas no comércio varejista, por sua vez, se manteve estável, permanecendo portanto em torno do valor máximo registrado historicamente. Os indicadores preliminares disponíveis para dezembro sugerem aceleração da trajetória de alta das vendas. Além disso, para os próximos meses são favoráveis as perspectivas para o comércio varejista, que deve ser estimulado, entre outros fatores, pelo desempenho do mercado de trabalho e seus efeitos no crescimento da massa salarial real, pela expansão do crédito e pela recuperação da confiança do consumidor. A partir do segundo trimestre, deve-se adicionar a esses fatores os efeitos da elevação no valor do salário mínimo.

8. De acordo com dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação aumentou em novembro, após dois recuos consecutivos. Esse movimento ocorre ao mesmo tempo em que os dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital sugerem a ocorrência de um processo de maturação de investimentos realizados nos últimos anos. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento da demanda. Nesse sentido, o indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital acumula, até novembro, expansão de 4,6% em 2005. Para esse resultado, contribuiu fortemente o aumento das importações de bens de capital, que, até novembro, registraram crescimento de 27,9% em volume, quando comparado ao mesmo período de 2004. Embora continuem se consolidando evidências de crescimento do investimento, como as elevações na produção de bens de capital e na produção de insumos para a construção civil em novembro, o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres continua sendo importante para a definição da dinâmica prospectiva da inflação.

9. Em relação ao comércio exterior, os dados confirmaram um desempenho em 2005 marcadamente superior ao do ano anterior. As exportações acumuladas em doze meses alcançaram US\$118,3 bilhões, com a maior contribuição para o crescimento sendo proporcionada pelos produtos manufaturados (US\$12,2 bilhões ou 56% do crescimento do conjunto

das exportações). Por sua vez, o saldo da balança comercial atingiu US\$44,8 bilhões, com as importações somando US\$73,5 bilhões. Em valor, as exportações cresceram 22,6%, em relação aos doze meses anteriores, enquanto as importações aumentaram 17,1%. Em dezembro, as importações de bens de capital cresceram 20,1% na comparação com o mesmo mês de 2004, acumulando expansão de 26,8% em 2005. Assim, ao longo de 2005, houve aumento da participação das importações de bens de capital no total de compras no exterior, em detrimento da participação de matérias-primas e intermediários. O bom desempenho dos saldos comerciais em 2005 proporcionou superávit em transações correntes de US\$14,2 bilhões, equivalente a 1,79% do PIB. Embora na margem a contribuição da demanda externa para a expansão da economia tenha se tornado menor ao longo de 2005, ela acabou sendo positiva e superior ao que se antecipava no início do ano. Para 2006, as perspectivas para a evolução do comércio internacional permanecem bastante favoráveis.

10. No âmbito dos mercados financeiros internacionais, houve melhora expressiva em relação ao cenário considerado por ocasião da reunião de dezembro do Copom, especialmente com indicações cada vez mais consistentes de que o ciclo de elevação na taxa de juros básica nos EUA estaria prestes a ser concluído. Após oito anos, em novembro o prêmio de risco-Brasil registrou novo mínimo histórico, reflexo da melhora consistente nos fundamentos da economia brasileira, especialmente os fortes superávits comerciais, aliados à geração de superávits primários adequados, à redução consistente da inflação, à política de recomposição de reservas internacionais e à melhora no perfil da dívida pública, seja no que se refere à queda do componente ligado à taxa de câmbio, seja no aumento de sua parcela pré-fixada ou atrelada a índices de preços. Essa constelação de fatores tem contribuído sobremaneira para suavizar os efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica, implicando menor percepção de risco. Consistente com esses desdobramentos, no início de janeiro, pela primeira vez, o prêmio de risco-Brasil quebrou a marca dos 300 p.b. A despeito de persistirem incertezas relevantes na economia mundial, como as preocupações acerca da evolução da inflação nos Estados Unidos e na Zona do Euro, o Copom permanece atribuindo baixa probabilidade a

um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais.

11. Os preços do petróleo no mercado internacional, após terem atingido recordes históricos em agosto, recuaram fortemente até novembro, mas esse movimento foi parcialmente revertido e, na véspera da reunião do Copom de janeiro, os preços alcançaram seu maior valor desde o início de setembro. A despeito de ainda apresentarem recuo em relação aos valores máximos registrados, os preços continuam voláteis e permanecem em níveis elevados historicamente. Ainda assim, haja vista a elevação dos preços domésticos dos combustíveis implementada em setembro, o Copom continua trabalhando com um cenário que não considera alteração nesses preços em 2006. Entretanto, dadas as incertezas que cercam a sua trajetória, os preços do petróleo no mercado internacional continuam a representar fator de risco para o comportamento futuro da inflação. De um lado, porque suas variações se transmitem à economia doméstica por intermédio dos seus efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo; de outro, porque afetam as expectativas dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

- a) Na comparação com os valores divulgados no *Relatório de Inflação* de dezembro de 2005, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão no acumulado de 2006 permaneceram em 0%;
- b) Quanto aos reajustes das tarifas de telefonia fixa, a projeção de 2,5% para o acumulado de 2006, apresentada no *Relatório de Inflação* foi mantida. Também permaneceu inalterada a projeção de variação de preços para tarifas de energia elétrica residencial em 4,2%, na comparação com o último *Relatório de Inflação*;
- c) Para o conjunto de itens administrados por contrato e monitorados, e considerando a sua mudança de composição, exposta no *Relatório de Inflação* de

dezembro de 2005, o Copom manteve a projeção em 4,6% no acumulado de 2006. Esses itens, conforme os pesos divulgados pelo IBGE em dezembro, representam 33,33% do total do IPCA;

d) A projeção dos reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados para 2007, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, permaneceu em 6,2%, quando comparado com o valor apresentado no *Relatório de Inflação* de dezembro. Esse modelo leva em conta os efeitos de componentes sazonais, da variação cambial, da inflação de preços livres e da inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) Seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em nível a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam à reunião do Copom, a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic parte de uma média de -113 p.b. no primeiro trimestre de 2006 e alcança 48 p.b. no último trimestre de 2007.

13. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2006 e em 2007. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

14. Desde a reunião de dezembro do Copom, elevou-se de 4,50% para 4,59% a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), do Banco Central do Brasil, para a variação do IPCA em 2006. Não obstante a ligeira elevação recente, as expectativas vêm se mostrando bem ancoradas nos últimos meses, alinhadas com a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, isso sugere que as decisões de política monetária dos últimos meses, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, estão contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos.

15. A projeção de inflação para 2006, segundo o cenário de referência, permanece abaixo da meta de 4,50%, mas se elevou em relação ao valor estimado na reunião de dezembro, refletindo a redução da taxa Selic entre as duas reuniões. Esse cenário considera as hipóteses

de manutenção ao longo de todo o horizonte de projeção da taxa Selic em 18,00% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,25. A projeção estimada com base no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos analistas do setor privado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, também apresentou elevação em relação ao valor estimado em dezembro, permanecendo acima da meta de 4,50% para 2006. No que diz respeito ao próximo ano, a projeção permanece abaixo da meta de 4,50% no cenário de referência, mas também houve elevação em relação a dezembro. Por outro lado, no cenário de mercado, a inflação projetada permanece acima da meta de 4,50% estabelecida pelo CMN, mas houve redução em relação a dezembro em virtude da menor depreciação cambial esperada pelos analistas ao longo do ano.

Implementação da política monetária

16. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que tanto os resultados recentes da inflação como as projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado sugerem que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a postura de política monetária, adotada desde setembro de 2004, vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica sugerem a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais e do fato de os preços de petróleo terem voltado recentemente a registrar níveis elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, continua se configurando um cenário benigno para a evolução da inflação. Tal como na reunião de dezembro, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

17. A elevação da inflação no início de 2006, captada em diferentes indicadores, vem ocorrendo em

intensidade superior à originalmente antecipada. Em boa medida, a alta recente se deve a fatores pontuais, de caráter predominantemente sazonal, que deverão ter impacto sobre a inflação do primeiro bimestre do ano, apresentando arrefecimento ao longo do tempo, sem que, necessariamente, observemos contaminação para horizontes mais longos. Nesse sentido, o Copom reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação até o momento sejam permanentes. Para tanto, acompanhará com atenção, nos próximos meses, a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

18. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. O Copom avalia que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses. Dessa forma, a flexibilização gradual da política monetária não comprometerá as importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real.

19. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, dar prosseguimento ao processo de ajuste da taxa de juros básica e reduzir a meta para a taxa Selic para 17,25% a.a, sem viés. Tendo em vista as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e os riscos associados aos cenários traçados em cada momento, o Comitê avalia que será necessário acompanhar atentamente a evolução do

cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

20. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 7 de março de 2006, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 13.821, de 31.10.2005.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

21. O IPCA desacelerou em dezembro, ao registrar variação de 0,36%, ante 0,55% em novembro. A menor pressão exercida pelos preços dos itens transportes e alimentação levou ao arrefecimento da inflação, comparativamente à do mês anterior. A alta dos preços livres atingiu 0,29%, ante 0,42% em novembro, enquanto o aumento dos preços do grupo monitorados passou de 0,85% em novembro, para 0,53% no mês final de 2005. Com o resultado de dezembro, o IPCA acumulou elevação de 5,69% em 2005, ante 7,6% no ano anterior. No ano, a redução da inflação ao consumidor está associada ao comportamento dos preços dos alimentos, principalmente aqueles mais importantes na composição da cesta básica alimentar, destacando-se a queda de 21,4% no preço do arroz. Outros produtos agrícolas vinculados ao mercado internacional, como farinha de trigo e óleo de soja, apresentaram quedas de preços em decorrência da apreciação da taxa cambial no período.

22. O IGP-DI subiu 0,07% em dezembro, desacelerando ante a alta de 0,33% verificada no mês anterior. Ainda sob o efeito das variações negativas registradas por cinco meses, de maio a setembro, o indicador acumulou aumento de 1,22% em 2005. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) cresceu 0,46% no mês, ante a variação de 0,57% em novembro, destacando-se a desaceleração na alta dos preços do grupo alimentação e a maior variação no grupo transportes. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) cresceu 0,37%, ante 0,28% em novembro. O IPA-DI, componente de maior peso do IGP-DI, desacelerou em dezembro, com queda de

0,14% após aumento de 0,24% no mês anterior, e acumulou variação negativa de 0,97% em 2005.

23. A queda dos preços no atacado em dezembro refletiu, sobretudo, o comportamento dos preços industriais, uma vez que a elevação média dos preços dos produtos agropecuários ficou praticamente igual à do mês anterior. A taxa mensal do IPA agrícola passou de 0,62% em novembro para 0,61% em dezembro, alternando as menores pressões dos preços de legumes e frutas com as maiores em cereais e grãos. Os preços industriais recuaram 0,37% em dezembro, após alta de 0,13% em novembro, sobretudo pela queda dos preços dos produtos da indústria química. Considerando o IPA-DI segundo os três estágios de processamento, apenas os preços dos bens finais mantiveram tendência de alta, com variação de 1,1% em dezembro contra 0,88% em novembro, principalmente pela pressão dos preços dos alimentos *in natura*. A variação negativa dos preços dos bens intermediários passou de 0,21% em novembro para 0,91% em dezembro, e os preços das matérias-primas brutas recuaram 0,3%, após elevação de 0,29% no mês anterior.

24. As medidas de núcleo do IPCA também acompanharam a desaceleração observada no índice geral em dezembro. O núcleo de inflação para o IPCA calculado pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situou-se em 0,43%, ante 0,51% em novembro, e totalizou 6,77% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,49% em novembro para 0,33% em dezembro, com aumento acumulado de 5,3% em 2005. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados atingiu 0,30%, ante 0,27% no mês anterior, com variação de 5,55% no ano.

25. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,36% em dezembro, ante 0,31% em novembro, acumulando alta de 5,07% em 2005.

26. O índice de difusão do IPCA, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 59,0 % em dezembro, ante 62,3% em novembro.

27. Para janeiro, espera-se maior variação nos índices de preços, principalmente por razões sazonais. A variação dos preços agrícolas no atacado sofrerá os efeitos da mudança na ponderação, com maior peso em itens comercializáveis com o exterior, em um momento de alta em seus preços. Após a queda em dezembro, os preços dos combustíveis apontam tendência de alta em janeiro, principalmente pelo comportamento dos preços do álcool. No âmbito dos preços ao consumidor os resultados parciais já divulgados também demonstram aceleração inflacionária em ritmo acima do esperado para este início de ano.

Atividade econômica

28. Conforme a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista em novembro cresceu 0,3% em relação ao verificado em outubro, após ajustamento sazonal. Com esse resultado, as vendas do varejo acumulam crescimento de 4,8% no ano e de 5,5% nos últimos doze meses.

29. A produção de autoveículos pela indústria automobilística cresceu 3,5% em dezembro, relativamente à do mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central. As vendas internas cresceram 15,1%, e as exportações, 6,8%, nas mesmas bases de comparação. Em 2005 a produção de autoveículos atingiu 2.448 mil unidades, as vendas no mercado interno, 1.651 mil, e as exportações, 818 mil, todos os resultados recordes na série histórica do setor. Já a produção de máquinas agrícolas recuou 23,8% no ano, principalmente pela queda de 59,5% na produção de colheitadeiras.

30. Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos da construção civil cresceram 2,2% e 1,4%, respectivamente, em novembro, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal. Já as importações de bens de capital recuaram 14,1% em novembro, conforme o índice de *quantum* calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e dessazonalizado pelo Banco Central. No ano, até novembro, esses indicadores mostraram acréscimos respectivos de 3,2%, 0,8% e 27,9%. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para investimentos de médio e longo prazos, alcançaram

R\$39,7 bilhões no período de janeiro a novembro de 2005, superando em 12,6% aqueles desembolsados no mesmo período de 2004.

31. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira cresceu 0,6% em novembro, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, resultado decorrente da expansão de 1,2% na produção da indústria de transformação, enquanto a produção extrativa mineral ficou estável na comparação mensal. No ano, até novembro, a indústria acumulou expansão de 3,1%, resultado dos acréscimos de 2,7% na indústria de transformação e de 10,3% na produção extrativa.

32. A análise desagregada da produção industrial, considerando as séries sazonalmente ajustadas, revelou que 15 das 23 atividades mostraram aumento da produção em novembro. Considerada por categorias de uso, a produção de bens de capital apresentou expansão de 2,2%, após o recuo de 4,2% no mês anterior. Inversamente, a produção de bens de consumo duráveis que havia aumentado 2,6% em outubro, diminuiu 1,3% em novembro. A fabricação de bens de consumo semi e não duráveis cresceu 0,5% em novembro, acumulando elevação de 1,1% no bimestre, insuficiente para neutralizar a queda de 3,7% registrada em setembro. A fabricação de produtos intermediários, de maior peso na composição da produção industrial, aumentou 0,2%, acumulando elevação de 1% no ano, até novembro.

33. Estatísticas da CNI mostram que, em novembro, as vendas industriais cresceram 2,7% comparativamente ao mês anterior, na série ajustada sazonalmente pelo Banco Central. Por outro lado, as horas trabalhadas na produção recuaram 0,6% nas mesmas bases de comparação. No ano, até novembro, esses dois indicadores da atividade industrial registraram acréscimos de 2,1% e 4,8%, respectivamente. O nível de utilização da capacidade instalada alcançou 80,8% no mês, na série dessazonalizada, subindo 0,2 p.p. em relação ao verificado em outubro. Considerando a série sem ajuste sazonal, o nível de utilização de 81,4% ficou 2,4 p.p. abaixo do verificado em novembro de 2004.

34. Indicadores setoriais apontam crescimento da atividade fabril em dezembro. A produção de

autoveículos e a expedição de papel ondulado apresentam taxas de crescimento superiores a 3%, na série com ajuste sazonal. Também registram variações positivas a carga própria de energia elétrica e o índice da Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR) para veículos pesados.

Expectativas e sondagens

35. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou elevação de 0,5% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em janeiro, em comparação ao nível de dezembro de 2005, acumulando alta de 1,5% nos últimos doze meses. Esse resultado mensal decorreu do acréscimo de 1,1% no índice de expectativas do consumidor e do decréscimo de 0,5% no índice de condições econômicas atuais.

36. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor, realizada pela FGV, o ICC atingiu 103,6 em dezembro, com alta de 0,6%, ante o de novembro. Houve melhora de 3,6% na avaliação dos consumidores sobre a situação presente e recuo de 1% no índice de expectativas.

37. Ainda segundo a FGV, de acordo com informações da prévia da Sondagem Trimestral da Indústria de Transformação, a indústria continua em ritmo lento no início de 2006. O conjunto de informações referentes à situação presente ficou praticamente igual ao levantado na pesquisa anterior, realizada em outubro de 2005. O nível de demanda global por produtos industriais é avaliado como forte por 9% das empresas e fraco por 20%, ante 13% e 21%, respectivamente na pesquisa anterior. Houve continuidade no ajuste de estoques iniciado no segundo semestre do ano passado, sendo que 12% das empresas pesquisadas consideram seu nível de estoques como excessivo, ante 13% em outubro. As previsões para os próximos meses são mais otimistas que as formuladas na pesquisa anterior em relação à situação geral dos negócios, mas houve uma deterioração significativa no item emprego, prevalecendo a expectativa de redução no contingente de mão-de-obra ocupado.

Mercado de trabalho

38. Em dezembro, o nível de emprego formal registrou perda de 286.719 postos de trabalho, seguindo o forte padrão sazonal do período. A queda do nível de emprego no último mês de 2005 foi menor do que a registrada em dezembro de 2004, quando houve redução de 352.093 postos. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego formal mostrou crescimento mensal de 0,41%. Em 2005 foram gerados 1.254 mil postos de trabalho no mercado formal, o que representou um aumento de 5,65% no nível de emprego em relação ao ano anterior, considerada a média dos dois anos.

39. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do País, a taxa de desemprego permaneceu em 9,6% em novembro, pelo terceiro mês consecutivo. Esse resultado decorreu do crescimento de 0,2% da População Economicamente Ativa (PEA) e de 0,3% do número de trabalhadores ocupados, enquanto o número de trabalhadores desocupados ficou praticamente estável. Comparativamente ao nível observado em novembro de 2004, houve queda de 1 p.p. na taxa de desemprego. No mês foram criados 51 mil postos de trabalho, e o número de trabalhadores ocupados atingiu 20,1 milhões, enquanto a PEA foi estimada em 22,3 milhões de pessoas. Segundo a mesma pesquisa, em novembro, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas apresentou elevação de 0,4%. Comparativamente ao rendimento observado em novembro de 2004, houve crescimento real de 2,1%.

40. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, a massa salarial real permaneceu estável, e o contingente de pessoal empregado caiu 0,4% em novembro. No ano, até novembro, esses mesmos indicadores tiveram aumento de 8,2% e 4,5%, respectivamente.

Crédito e inadimplência

41. Em dezembro, o saldo das operações de crédito referenciais para as taxas de juros aumentou 0,8%. Nas operações com pessoas físicas, o saldo decresceu 0,3%, enquanto, nas carteiras destinadas a pessoas jurídicas, o total das operações com recursos

domésticos subiu 1,6%, e o das operações referenciadas em moeda estrangeira aumentou 2,1%. No ano, esses saldos aumentaram 25,6%, 37,0%, 22,9% e 4,1%, respectivamente. Destaque-se a expansão de 46,4% nas operações de crédito pessoal realizadas com pessoas físicas no ano, refletindo a disseminação das operações de crédito em consignação na folha de pagamento. Dessas, o maior crescimento em 2005 ocorreu no crédito direcionado aos aposentados pelo INSS.

42. A taxa média de juros incidente sobre essas operações de crédito declinou em dezembro, refletindo a queda na taxa básica de juros e o aumento da concorrência, em virtude da demanda relativamente fraca para o período. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média recuou 1,1 p.p., para 59,3% a.a., enquanto naquelas contratadas com pessoas jurídicas o recuo atingiu 0,7 p.p., para 31,7% a.a.

43. No sistema financeiro, a taxa de inadimplência permaneceu em 4,2% em dezembro, considerando-se as operações de crédito com recursos livres com atraso superior a noventa dias. Nas operações com pessoas jurídicas, essa proporção manteve-se em 2%, enquanto, naquelas realizadas com pessoas físicas, passou de 6,7% em novembro para 6,8% em dezembro.

44. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pelo Banco Central, a partir de informações da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), ficou em -1,8% em dezembro, resultado do cancelamento de 370 mil registros e da inclusão de 342 mil novos registros no mês.

Ambiente externo

45. Preocupações geopolíticas voltaram a influenciar fortemente as cotações do petróleo neste início de ano, em consequência da instabilidade na Nigéria e da disposição do Irã de enriquecer urânio, países que juntos respondem por 8% da produção diária mundial de petróleo. Outros fatores mantiveram os preços voláteis, como o frio intenso no Hemisfério Norte, afetando as principais regiões produtoras da Rússia e Noruega, e os ajustes provocados pela divulgação dos relatórios de estoques de petróleo, derivados e gás natural, principalmente nos Estados Unidos.

46. Apesar da alta dos preços de energia ao longo do ano de 2005, a sua contaminação aos demais preços ao nível do consumidor seguiu contida, como ficou demonstrado nas divulgações dos índices anuais de preços ao consumidor das principais economias mundiais, evidenciando a correção das respectivas políticas monetárias.

47. Nos Estados Unidos, os desdobramentos dos dados econômicos continuarão a influenciar as decisões do *Federal Reserve* nos próximos meses, embora tenham aumentado as apostas do fim do aperto monetário. A Europa mantém um fraco nível de atividade, com perspectiva de melhora para 2006, apesar da redução do grau de acomodação monetária com o aumento dos juros básicos pelo Banco Central Europeu (BCE). No Japão, os dados divulgados apontam para uma recuperação mais consistente, dados a forte produção industrial e o crescimento das exportações.

48. Nos mercados financeiros, dadas a abundante liquidez global e a baixa aversão ao risco, as primeiras estimativas indicam que os fluxos líquidos de capital privado para os países emergentes em 2005 foram recordes e apontam pequena redução para 2006. Em janeiro de 2006, os mercados bursáteis apresentaram maior oscilação diante da divulgação dos resultados financeiros de grandes corporações e, especificamente no Japão, diante das incertezas relacionadas à investigação de fraude em uma provedora de serviços de internet e de problemas no sistema de computador da operadora da bolsa japonesa.

Comércio exterior e reservas internacionais

49. Em dezembro, o comércio exterior brasileiro continuou em expansão, observando-se novos níveis recordes nos valores das exportações e importações para o mês. O saldo comercial de US\$4,3 bilhões é o segundo maior valor mensal já registrado pelo comércio exterior brasileiro. A corrente de comércio no total de US\$17,5 bilhões também foi recorde para meses de dezembro. Em 2005, os fluxos do comércio exterior constituíram-se em recordes históricos, com exportações de US\$118,3 bilhões, importações de US\$73,5 bilhões, totalizando saldo comercial de US\$44,8 bilhões e corrente de comércio de US\$191,8 bilhões. Em janeiro de 2006, até a segunda semana (dez dias úteis), o superávit comercial somou US\$1,3

bilhão, as exportações totalizaram US\$4,2 bilhões, e as importações, US\$2,9 bilhões, com crescimento de 18,3% e 16,2%, respectivamente, ante janeiro de 2005.

50. As exportações alcançaram US\$10,9 bilhões em dezembro, registrando valor médio diário de US\$495 milhões, 23,9% superior ao observado em dezembro de 2004. Os valores das médias diárias das exportações de produtos manufaturados, semimanufaturados e básicos atingiram US\$283,5 milhões, US\$68,3 milhões e US\$133,8 milhões, respectivamente, com acréscimos de 14,3%, 26,1% e 49,9% na comparação com os valores médios registrados em dezembro de 2004. Em 2005, o crescimento de 23,1% no valor total das vendas externas brasileiras superou o das exportações mundiais, estimada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em 14%. O crescimento da economia mundial propiciou maior demanda por bens e aumento dos preços internacionais de *commodities*. O aumento de preços foi mais significativo na expansão das exportações brasileiras de produtos básicos e semimanufaturados, enquanto, para os produtos manufaturados, prevaleceu a expansão das quantidades embarcadas. Além disso, destaque-se a maior diversificação da pauta e dos mercados de destino das exportações brasileiras. Em termos de acréscimo das exportações, os setores de combustíveis e de material de transporte foram os que mais contribuíram para a expansão das exportações em 2005, gerando acréscimo de divisas de US\$3,3 bilhões e US\$3,1 bilhões, respectivamente.

51. As importações somaram US\$6,6 bilhões em dezembro, com acréscimo de 20,4% em termos de médias diárias, comparativamente ao mesmo mês de 2004. Todas as categorias de produtos importados registraram expansão no período, destacando-se a de 35,4% em bens de consumo. Em 2005, considerando-se valores médios diários, observaram-se aumentos de 27,4% em bens de capital, de 24,2% em bens de consumo, de 16,2% em combustíveis e lubrificantes e de 13,1% em matérias-primas e bens intermediários, comparativamente aos registrados em 2004.

52. Ao final de dezembro, as reservas internacionais, no conceito de liquidez, situaram-se em US\$53,8 bilhões, com redução de US\$10,5 bilhões em relação ao saldo do mês anterior, devido, basicamente, ao pagamento antecipado das obrigações devidas ao FMI.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

53. Após a reunião do Copom de dezembro, as taxas de juros futuros apresentaram redução em todos os prazos. As quedas mais acentuadas se verificaram na parte longa da curva, nos prazos superiores a dois anos, a partir do dia 4 de janeiro. No dia 3, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) divulgou a ata da sua reunião de dezembro, sinalizando a proximidade do fim do ciclo de elevação de juros nos Estados Unidos. Os movimentos de redução das taxas futuras se intensificaram após a divulgação dos dados da produção industrial de novembro, no piso das expectativas, e do IPCA de dezembro, em linha com o esperado pelo mercado e com medidas de núcleo abaixo das referentes ao índice de novembro. A partir do conhecimento desses indicadores, aumentou a probabilidade atribuída pelos agentes do mercado a um corte de 0,75 p.p. na meta para a taxa Selic, ampliando-se o movimento de queda da parte curta da curva. Entre 14 de dezembro e 18 de janeiro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses cederam cerca de 0,43 p.p., e as de um, de dois e de três anos, 0,52 p.p., 0,75 p.p. e 0,82 p.p., respectivamente. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses recuou de 11,50%, em 14/12, para 10,89%, em 18/1.

54. Com o objetivo de reduzir a exposição cambial do setor público, o Banco Central manteve os leilões de *swap* cambial reverso, nos quais assume posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. No período de 15 de dezembro a 18 de janeiro, foram realizados 23 leilões, tendo sido contratado o equivalente a US\$9,8 bilhões. Com isso, o resgate líquido de instrumentos cambiais totalizou US\$26,5 bilhões em 2005 e US\$6,1 bilhões em 2006.

55. Entre as reuniões do Copom de dezembro e de janeiro, o Tesouro Nacional captou R\$20,5 bilhões

com a venda de títulos de remuneração prefixada, sendo R\$19,7 bilhões com Letras do Tesouro Nacional (LTN), com vencimento em 2006, 2007 e 2008, e R\$0,8 bilhão com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F), com vencimento em 2010 e 2012. Os leilões de venda de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) movimentaram o equivalente a R\$1,6 bilhão, com a emissão apenas de títulos de vencimento em 2010. A venda de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) alcançou R\$39,6 bilhões no período, sendo R\$13,6 bilhões com liquidação em moeda corrente e R\$26,0 bilhões com liquidação em títulos do governo. Foram emitidas NTN-B de vencimento em 2007, 2008, 2009, 2010, 2015, 2024 e 2045.

56. Nas suas intervenções no mercado aberto, cujo objetivo é administrar a liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central manteve as operações compromissadas semanais de prazos de três e de cinco meses e rentabilidade prefixada, assim como as operações de nivelamento ao final do dia, com prazo de até dois dias úteis. Além disso, atuou em 22 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, 12 delas destinadas a prover recursos. No período, o saldo diário médio das operações de três e de cinco meses alcançou R\$48,2 bilhões, sendo R\$31,4 bilhões em operações de cinco meses. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, apresentaram saldo diário médio de R\$0,1 bilhão, doador.

57. Dando prosseguimento à estratégia de administração do estoque de liquidez bancária previsto para o primeiro e para o segundo trimestre de 2006, o Banco Central realizou quatro leilões de venda de LTN de sua carteira, de vencimento em abril e em julho de 2006, conjugada a compra de LTN de vencimento em janeiro e em abril de 2006, respectivamente. O volume financeiro total dessas operações foi de R\$ 3,3 bilhões.

Notas da 117ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 07 e 08/03/2006

Local: Sala de reuniões do 8º andar (07/03) e do 20º andar (08/03) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (07/03) e 16h30 (08/03)

Horário de término: 19h15 (07/03) e 20h30 (08/03)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilacqua
Alexandre Antonio Tombini
Alexandre Schwartzman
Antonio Gustavo Matos do Vale
João Antônio Fleury Teixeira
Paulo Sérgio Cavalheiro
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 07)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –
Departamento de Estudos e Pesquisas (também
presente no dia 08)
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de
Operações das Reservas Internacionais
Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima –
Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de
Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
José Pedro Ramos Fachada – Gerência-Executiva
de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 07)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor
Especial do Presidente
Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
André Minella – Chefe-Adjunto do Departamento
de Estudos e Pesquisas
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A elevação da inflação em janeiro, relativamente à observada em dezembro, resultou principalmente de pressões sazonais e pontuais, não representando desvio significativo em relação à trajetória de convergência para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), conforme antecipado nas Notas da última reunião do Copom. Assim, em janeiro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou variação de 0,59%, ante 0,36% em dezembro. Esse resultado decorreu tanto de ligeira aceleração dos preços monitorados e administrados por contrato, que variaram 0,58%, de modo especial os do grupo transportes, como da forte aceleração dos preços livres, que aumentaram 0,60%, em particular os do álcool combustível e do açúcar. O índice de difusão se manteve estável em 59%. Para fevereiro, antecipa-se desaceleração da inflação, a despeito de se concentrar, nesse mês, o cômputo da elevação dos preços das mensalidades escolares. Dados parciais referentes a fevereiro, já captados em outros indicadores de inflação, inclusive pelo IPCA-15, sugerem que a variação do IPCA deverá ser inferior às expectativas em vigor por ocasião da reunião de janeiro do Copom.

2. Em linha com o comportamento da inflação plena, as medidas de inflação subjacente registraram aceleração em janeiro, sem caracterizar um distanciamento importante em relação à tendência declinante anteriormente delineada. O núcleo por exclusão de administrados e de alimentos no domicílio e os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos situaram-se, respectivamente, em 0,87%, 0,61% e 0,61%, ante 0,30%, 0,43% e 0,33% em dezembro. Embora em janeiro os três núcleos tenham apresentado valores

superiores aos verificados no mesmo período de 2005, no acumulado de doze meses, os valores relativos a janeiro de 2006 são marcadamente inferiores. Para fevereiro, os indicadores já disponíveis apontam certa resistência dos núcleos, mas, para março, informações preliminares sinalizam redução.

3. Após registrar expressiva elevação em janeiro, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) se reduziu em fevereiro, persistindo, portanto, na trajetória de baixas variações nos valores acumulados em doze meses. A aceleração da inflação em janeiro, para 0,72%, ante 0,07% no mês anterior, foi consequência da elevação do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que registrou inflação de 0,81% em janeiro, ante deflação de 0,14% em dezembro. Por sua vez, o aumento dos preços no atacado resultou da aceleração nos preços industriais, haja vista que a taxa de variação dos preços agrícolas se manteve estável, comparativamente a dezembro. Similarmente, o recuo de 0,06% observado no IGP-DI em fevereiro foi reflexo, essencialmente, da desaceleração do IPA-DI, que recuou 0,12%. Entretanto, a redução dos preços no atacado resultou tanto de uma forte desaceleração nos preços industriais, quanto de um acentuado recuo dos preços agrícolas. Com os resultados de fevereiro, o IGP-DI e o IPA-DI acumulam, respectivamente, aumento de 1,15% e redução de 0,75% em doze meses. No mesmo período, o IPA agrícola registrou redução de 7,07%, e o IPA industrial, elevação de apenas 1,40%. Após variar 0,92% em janeiro, o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) se manteve estável em fevereiro. De maneira geral, após os previsíveis aumentos localizados em janeiro, há evidências de acomodação consistente dos preços no atacado, com potenciais efeitos favoráveis sobre os preços ao consumidor ao longo dos próximos trimestres. Conforme destacado nas Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,3% em 2005, registrando expansão de 1,4% no último trimestre do ano em comparação com o mesmo período do ano anterior. Em termos dessazonalizados,

houve crescimento de 0,8% contra o terceiro trimestre, recuperando a queda de 0,9% (revista de -1,2%) registrada naquele momento. Note-se que, sob a perspectiva da demanda agregada, a taxa de crescimento anual atingiu 3,2%, por conta de uma expansão de 3,5% na comparação com o quarto trimestre de 2004, puxada pelo crescimento de 3,2% no consumo das famílias, que se traduziu num crescimento dessazonalizado de 1,3% frente ao trimestre imediatamente anterior. Persistem, portanto, sinais de que o pouco usual ajuste de estoques continuou ao longo do último trimestre.

5. Pela ótica da oferta agregada, a indústria, com crescimento de 1,4% no quarto trimestre, comparativamente ao terceiro trimestre, na série ajustada sazonalmente, foi o setor mais beneficiado pela retomada da atividade, sendo a agropecuária e os serviços contemplados, respectivamente, com 0,8% e 0,7%. Já pela ótica da demanda agregada, em igual base de comparação, houve expansão de 1,3% no consumo das famílias, de 1,7% na formação bruta de capital fixo e de 0,7% nas exportações. O consumo do governo manteve-se estável, enquanto as importações tiveram redução de 1,3%. Assim, em adição ao comportamento da demanda agregada, a recuperação da oferta agregada no quarto trimestre de 2005 e indicadores recentes apontam para uma maior expansão da atividade em 2006. Olhando à frente, a expansão do nível de emprego e da renda, o crescimento do crédito e o processo de flexibilização da política monetária são fatores que impulsionarão a atividade ao longo dos próximos trimestres. A esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais ocorridos no último trimestre do ano passado e esperados para o primeiro semestre deste ano.

6. Após desempenho insatisfatório no terceiro trimestre de 2005, os números positivos da produção industrial no quarto trimestre recolocaram a atividade industrial em trajetória ascendente. Na comparação mês a mês, segundo dados dessazonalizados e revisados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial cresceu 1,3% em novembro, ante 0,6% anteriormente informado, e 2,3% em dezembro, o terceiro mês consecutivo em que o desempenho industrial se mostra favorável, atingindo o maior valor da série. Com isso,

a expansão acumulada em 2005 alcançou 3,1%. Dando continuidade ao processo de difusão da retomada na atividade industrial que já se verificava no mês anterior, do total de 23 ramos de atividade que têm séries ajustadas sazonalmente, 21 registraram crescimento em dezembro. Já a análise da série mais estável de médias móveis trimestrais indicou retomada da trajetória de crescimento durante o último trimestre, obviamente a taxas mais modestas que as sugeridas pela série dessazonalizada, após três meses em declínio. Para janeiro, os indicadores antecedentes e coincidentes da série sinalizam crescimento modesto na comparação mês a mês, persistindo, porém, a expansão da série de médias móveis trimestrais, em consonância com o que se espera para a atividade econômica em geral ao longo de 2006.

7. Em linha com o ocorrido para a indústria geral, em dezembro todas as categorias de uso mostraram desempenho positivo, a despeito de se observarem acentuadas diferenças entre as diferentes categorias. A produção de bens de consumo duráveis se elevou fortemente em dezembro, 17,6%, ante recuo de 2,1% em novembro; enquanto a de bens de capital aumentou 5,8%, após crescimento de 5,5% no mês anterior. Por sua vez, as categorias de bens de consumo semi e não duráveis e de bens intermediários tiveram desempenho abaixo da média, mas, ainda assim, registraram incremento, respectivamente, de 3,5% e de 1,2%. As médias móveis trimestrais também registraram expansão em todas as categorias de uso, embora a taxas menos exuberantes que as sugeridas pela série dessazonalizada. Sob essa perspectiva, cumpre notar a recuperação da produção dos bens de consumo duráveis, assim como dos bens de capital, que se expandiram 6,3% e 2,1% respectivamente, em dezembro. Em 2005, o setor de bens de consumo duráveis cresceu 11,4%, em grande parte refletindo expansão do crédito, ao passo que o setor de bens de consumo semi e não duráveis acumulou expansão de 4,6%, estimulado pelos efeitos do crescimento da renda real dos trabalhadores. Já o setor de bens de capital, em que pese um crescimento relativamente mais baixo em 2005, 3,6%, registrou expansão de 7,6% na comparação com dezembro de 2004 e de 4,2% contra o último trimestre daquele ano. De forma similar, a produção de insumos para a construção civil – a despeito do baixo dinamismo em 2005 (crescimento de 1,3%) – mostrou nítida aceleração

ao final do ano, crescendo 7,1%, contra dezembro de 2004, e 2,9% em relação ao último trimestre do ano anterior. Tal desempenho sinaliza boas perspectivas para o investimento.

8. O mercado de trabalho continua a apresentar desempenho positivo, em compasso com a expansão econômica dos dois últimos anos, ao mesmo tempo em que, em um processo de retroalimentação, tem se tornado fator importante para a expansão da demanda. O IBGE estimou para janeiro uma taxa de desocupação de 9,2%, ante 8,3% no mês anterior e 10,2% em janeiro de 2005. O aumento na taxa de desocupação em relação ao mês anterior reflete, muito provavelmente, fatores sazonais, essencialmente devido à redução do número de vagas temporárias, ao passo que a redução na comparação com igual mês do ano anterior se deve principalmente à melhora do quadro macroeconômico geral, como expresso pela expansão de 2,6% do número de ocupados, a maior desde junho de 2005. Após aumento de 1,8% em dezembro, o poder de compra dos trabalhadores diminuiu 1,2% em janeiro, mas, ainda assim, situou-se em patamar 2,3% superior ao observado em janeiro de 2005, em parte devido aos efeitos positivos das menores taxas de inflação sobre o salário real. Em 2005, o emprego na indústria de transformação acumulou crescimento de 4,2%, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), ao passo que a massa salarial real acumulou crescimento de 8,1%. Esses dados evidenciam um processo, recorrente ao longo do último ano, que aliou aumento da quantidade de vagas à melhoria na qualidade do emprego industrial. O emprego formal, computado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), após a criação de mais de 1,2 milhão de vagas em 2005, continuou em trajetória de expansão em janeiro, com mais de 86 mil novas vagas.

9. As vendas no comércio varejista mostraram padrão semelhante ao da produção industrial, crescendo ao longo do último trimestre, sobretudo em dezembro, quando atingiram expansão de 1,2% em termos dessazonalizados e de 4,3% em relação ao mesmo mês de 2004. No acumulado de 2005, a expansão foi de 4,8%. Cabe destacar a evolução, ao longo de 2005, das vendas associadas a itens mais sensíveis à renda e ao emprego, cuja performance positiva complementa uma dinâmica também favorável dos itens mais

sensíveis ao crédito. A média móvel trimestral da série de vendas no comércio varejista cresceu pelo segundo mês consecutivo (0,6%) e atingiu um novo máximo histórico. Os indicadores preliminares disponíveis para janeiro e fevereiro sugerem continuidade da trajetória de alta das vendas. De modo geral, para 2006, são favoráveis os prognósticos para o comércio varejista, que deverá ser estimulado pela expansão do nível de emprego e da renda, pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor.

10. De acordo com dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação aumentou novamente em dezembro, registrando incremento de 0,8% em relação ao mês anterior. Esse movimento ocorre ao mesmo tempo em que os dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital sugerem a ocorrência de um processo de maturação de investimentos realizados nos últimos anos. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda. Nesse sentido, o indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital acumulou expansão de 4,1% em 2005. Para esse resultado, contribuiu fortemente o aumento das importações de bens de capital, que registraram crescimento de 21,4% em volume, quando comparado a 2004. Embora continuem se consolidando evidências de crescimento do investimento, o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres continua sendo importante para a definição da dinâmica prospectiva da inflação.

11. Em relação ao comércio exterior, neste início de 2006, os dados confirmam a continuidade do bom desempenho registrado ao longo do ano passado. Em janeiro e em fevereiro, as exportações alcançaram, respectivamente, US\$9,3 bilhões e US\$8,8 bilhões, com a maior contribuição para o bimestre sendo proporcionada pelos produtos manufaturados (57% do conjunto das exportações). Em janeiro, pela primeira vez, as exportações acumuladas em doze meses superaram a barreira dos US\$120 bilhões, e, similarmente, o saldo da balança comercial

ultrapassou a marca dos US\$45 bilhões. Já considerando os valores de fevereiro, as exportações cresceram 20,9%, em relação aos doze meses anteriores, enquanto as importações aumentaram 16,2%. Por sua vez, as importações de bens de capital cresceram 26,8% em janeiro e 26,3% em fevereiro, na comparação com os mesmos meses de 2005, indicando que, após a expansão, também de 26,7%, registrada em 2005, a participação das importações de bens de capital no total de compras no exterior permanece aumentando. Por outro lado, em janeiro, as transações correntes apresentaram déficit de US\$452 milhões, essencialmente devido à concentração, pouco usual nesse período do ano, das remessas de lucros e dividendos. Embora, na margem, as perspectivas sejam de que a contribuição da demanda externa para a expansão da economia em 2006 seja inferior à de 2005, ainda será muito relevante para o dinamismo da atividade econômica.

12. No âmbito dos mercados financeiros internacionais, houve dois movimentos distintos em relação ao cenário considerado por ocasião da reunião de janeiro do Copom: a melhora das condições do País e uma certa deterioração das condições excepcionais de liquidez internacional observadas nos últimos anos. No início de janeiro, o prêmio de risco-Brasil já havia quebrado a marca dos 300 p.b., reflexo da melhora consistente nos fundamentos da economia brasileira, especialmente os fortes superávits comerciais, aliados à geração de superávits primários adequados, à redução consistente da inflação, à política de recomposição de reservas internacionais e à melhora no perfil da dívida pública interna, tanto no que se refere à queda do componente ligado à taxa de câmbio, quanto no aumento de sua parcela prefixada ou atrelada a índices de preços. Mais recentemente, as medidas de gerenciamento do passivo público, materializadas no anúncio da recompra de títulos de dívida soberana, seguidos pelo anúncio do exercício da opção de compra ao par dos títulos *Bradies* remanescentes e da isenção para a aplicação de estrangeiros em títulos públicos federais no mercado doméstico, contribuíram sobremaneira para reduzir a percepção de risco associada aos efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica, implicando redução adicional do *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) Brasil para próximo dos 200 p.b. Por outro lado, no que se refere

à política monetária no G3 (Estados Unidos, Área do Euro e Japão) observou-se aumento da incerteza associada à trajetória futura dos juros básicos, traduzido em elevação dos rendimentos dos títulos, com potencial impacto sobre a oferta de fundos para mercados emergentes. Mesmo assim, o Copom permanece atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, ou seja, suficiente para comprometer as condições de financiamento do País, ainda mais em face ao aumento da capacidade de resistência da economia brasileira a choques externos.

13. Os preços do petróleo no mercado internacional alcançaram em janeiro o maior nível desde o início de setembro. Em fevereiro, os preços recuaram ligeiramente, mas ainda se encontram em patamares elevados. Caso se estabilizem, entretanto, não constituirão um foco relevante de pressão inflacionária, haja vista a elevação dos preços domésticos dos combustíveis implementada em setembro. Por outro lado, a recente alteração na composição da gasolina poderá determinar elevação dos preços dos combustíveis, que tenderá a se reverter ao longo do ano. Em princípio, o Copom continua trabalhando com um cenário que não contempla elevação dos preços domésticos da gasolina em 2006. Mesmo assim, dadas as incertezas que cercam a sua trajetória, os preços do petróleo no mercado internacional continuam a representar fator de risco para o comportamento futuro da inflação. De um lado, porque suas variações se transmitem à economia doméstica por intermédio dos seus efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo; de outro, porque afetam as expectativas dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

- a) Para o acumulado de 2006, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão permaneceram em 0%;
- b) A projeção dos reajustes das tarifas de telefonia fixa, para o acumulado de 2006, passou dos 2,5%

considerados na reunião do Copom de janeiro, para 3,1%. Por outro lado, a projeção dos reajustes das tarifas de energia elétrica residencial foi reduzida de 4,2% para 3,6%, também para o acumulado de 2006;

c) Para o conjunto de preços administrados, o Copom manteve a projeção de 4,6% considerada na reunião de janeiro. Dentro da nova metodologia de apuração, divulgada no *Relatório de Inflação* de dezembro de 2005, e considerando os dados divulgados pelo IBGE, os preços administrados representaram 33,33% do total do IPCA de janeiro;

d) Foi mantida em 6,2% a projeção de reajuste para os preços administrados em 2007. Essa projeção é feita a partir do modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera os efeitos da variação cambial, da inflação de preços livres e da inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), além dos componentes sazonais;

e) A projeção do *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, estimada a partir de um modelo VAR baseado nos níveis das taxas Selic e das taxas de *swap* vigentes nos dias que antecederam à reunião do Copom, parte de uma média de -124 p.b. no primeiro trimestre de 2006 e alcança 50 p.b. no último trimestre de 2007.

15. Em relação à política fiscal, mantêm-se as projeções consideradas na reunião do Copom de janeiro, ou seja, cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2006 e em 2007. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

16. As expectativas de inflação continuam ancoradas na meta. Desde a reunião de janeiro do Copom, reduziu-se de 4,59% para 4,56% a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil, para a variação do IPCA em 2006. Nesse sentido, as expectativas se mostram alinhadas com a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, isso sugere que as decisões de política monetária dos últimos meses, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, estão contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos.

17. A projeção de inflação para 2006, segundo o cenário de referência, apresentou recuo em relação ao valor estimado na reunião de janeiro, permanecendo, portanto, abaixo da meta de 4,50%. Esse cenário considera as hipóteses de manutenção ao longo de todo o horizonte de projeção da taxa Selic em 17,25% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,15. A projeção estimada com base no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos analistas do setor privado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a despeito de também ter recuado em relação ao valor estimado em janeiro, permanece acima da meta de 4,50% para 2006. No que diz respeito ao próximo ano, a projeção permanece abaixo da meta de 4,50% no cenário de referência, mas houve elevação em relação a janeiro. Por outro lado, no cenário de mercado, a inflação projetada permanece acima da meta de 4,50% estabelecida pelo CMN, haja vista que houve elevação em relação ao valor considerado em janeiro.

Implementação da política monetária

18. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que tanto os resultados recentes da inflação como as projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado sugerem que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a postura de política monetária, adotada desde setembro de 2004, vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica sugerem a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais em virtude da maior incerteza quanto à trajetória das taxas de juros nas economias industrializadas e do fato de os preços de petróleo continuarem em níveis elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, continua se configurando um cenário benigno para a evolução da inflação. Tal como na reunião de janeiro, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a

consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

19. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. O Copom avalia que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses. Dessa forma, a flexibilização gradual da política monetária não comprometerá as importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real.

20. Houve consenso entre os membros do Copom que, à luz do cenário considerado, o processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005 deveria ter continuidade.

21. Três membros do Comitê votaram por uma redução de 1,0 p.p. na taxa de juros básica que, em sua avaliação, proporcionaria uma sinalização mais condizente com a melhora no balanço de riscos observada entre as reuniões de janeiro e de março. O atual balanço de riscos aponta para uma recuperação equilibrada da economia, com destaque para as boas perspectivas de ampliação dos investimentos e de expansão das importações, e reflete, também, o arrefecimento do repique inflacionário do início do ano. No entanto, esses mesmos membros do Comitê, ainda que tenham votado por um corte mais acentuado da taxa neste momento, reconhecem que os próximos passos do Banco Central estarão condicionados à evolução dos indicadores de inflação e a suas projeções.

22. Já a maioria dos membros do Copom ressaltou em sua avaliação o aumento progressivo no peso relativo

dos riscos associados às incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, particularmente no tocante às defasagens e magnitudes do impacto de alterações da taxa Selic sobre a inflação, tendo em vista a redução de 2,50 p.p. já implementada desde a reunião de setembro de 2005. Dada a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, esses membros entenderam que a melhora no balanço de riscos observada entre as reuniões de janeiro e março justificaria uma nova redução de 0,75 p.p. na taxa de juros básica. Tal redução, no seu entender, contribuiria para aumentar a magnitude do ajuste total a ser implementado.

23. Diante disso, o Copom decidiu, por seis votos a três, reduzir a meta para a taxa Selic para 16,50% ao ano, sem viés.

24. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 18 de abril de 2006, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 13.821, de 31.10.2005.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

25. O IPCA mostrou aceleração em janeiro, registrando variação de 0,59% ante 0,36% no mês anterior. Os preços do álcool combustível aumentaram 9,87%, em média, em função das elevações no consumo e nas cotações de cana-de-açúcar, representando o principal impacto no resultado mensal do IPCA, 0,11 p.p. As passagens de ônibus urbanos responderam por 0,09 p.p. da variação do IPCA no período, refletindo os reajustes concedidos em Brasília, Rio de Janeiro e Belo Horizonte. Destacaram-se, ainda, os aumentos verificados nos planos de saúde e automóveis novos, enquanto as contas de energia elétrica ficaram mais baratas devido à eliminação do valor referente ao encargo de capacidade emergencial. Assim, o conjunto dos preços dos produtos não alimentícios apresentou variação de 0,72%, enquanto os preços dos alimentos subiram 0,11%, desacelerando ante a alta de 0,27% em dezembro.

26. A inflação ao consumidor manteve-se ainda pressionada quando considerados os trinta dias encerrados em 15 de fevereiro. O IPCA-15 registrou taxa de 0,52% ante 0,51% em janeiro. Nos preços livres, a maior contribuição adveio do item cursos, com impacto de 0,22 p.p., refletindo o reajuste das mensalidades escolares. Os itens do grupo transportes também foram determinantes para o resultado mensal, com influência conjunta de 0,28 p.p., devido aos reajustes das tarifas de ônibus urbano e dos combustíveis. No caso dos combustíveis, prevaleceu a continuidade da alta nos preços do álcool, que também influenciou o preço da gasolina, em razão da sua utilização na composição desta. Os grupos alimentação e vestuário registraram quedas de 0,40% e 0,28%, respectivamente. O conjunto dos preços livres no IPCA-15 variou 0,52% em fevereiro, ante a elevação de 0,56% observada em janeiro, enquanto a variação dos preços monitorados situou-se em 0,51%, ante 0,41% no mês anterior.

27. Com o resultado de fevereiro, o IPCA-15 acumulou aumentos de 1,03% no primeiro bimestre de 2006 e de 5,47% nos últimos doze meses.

28. O IGP-M variou 0,01% em fevereiro, apresentando expressiva desaceleração ante a taxa de 0,92% verificada no mês anterior. Com o resultado, o índice acumula elevações de 0,93% no primeiro bimestre de 2006 e de 1,45% em doze meses, até fevereiro. Considerados os componentes do IGP-M, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) cresceu 0,11% no mês, ante 0,7% em janeiro, destacando-se a reversão na tendência dos preços dos grupos alimentação, cuja taxa recuou 0,51% em fevereiro após alta de 0,99% em janeiro. Além disso, acentuaram-se a queda dos preços do vestuário e desaceleração de preços no item educação, leitura e recreação. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) cresceu 0,28%, ante 0,24% em janeiro. O Índice de Preços por Atacado (IPA), componente de maior peso do IGP-M, registrou queda de 0,06%, após aumento de 1,1% em janeiro, acumulando variação de 1,04% no ano e de -0,33% em doze meses até fevereiro.

29. A queda de 0,06% dos preços no atacado, em fevereiro, decorreu da desaceleração da taxa dos preços industriais e da reversão do comportamento dos preços agrícolas. A taxa mensal do IPA agrícola

passou de 2,09% em janeiro para -0,76% em fevereiro, principalmente pelas quedas nos preços do arroz, soja, carnes e batata. A alta dos preços industriais atingiu 0,16%, ante 0,79% em janeiro, sobretudo pela queda nos preços dos óleos combustíveis, óleos e gorduras, além de carnes e pescados. Considerando o Índice de Preços por Atacado – Mercado (IPA-M), segundo os três estágios de processamento, apenas os preços dos bens intermediários mantiveram tendência de alta, embora em desaceleração, 0,19% em fevereiro ante 0,58% em janeiro. Os preços dos bens finais e das matérias-primas brutas apresentaram taxas negativas em fevereiro, -0,02% e -0,64%, respectivamente, após elevações de 1,38% e 1,79% no mês anterior, na mesma ordem.

30. A medida de núcleo do IPCA-15 calculada pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situou-se em 0,51% em fevereiro, ante 0,52% em janeiro, e totalizou 6,48% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,43% em janeiro para 0,45% em fevereiro, com aumento acumulado de 4,94% em doze meses. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados atingiu 0,94%, ante 0,67% no mês anterior, com variação de 5,66% em doze meses. Ressalte-se que a forte alta observada na última medida deveu-se, sobretudo, ao efeito dos reajustes das mensalidades escolares.

31. O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,44% em janeiro, ante 0,36% em dezembro, acumulando alta de 4,89% nos últimos doze meses.

32. O índice de difusão do IPCA-15, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 51,4% em fevereiro, ante 64,6% em janeiro.

33. Passados os efeitos de fatores pontuais que pressionaram os índices no primeiro bimestre – em particular os custos de transportes e os reajustes de mensalidades escolares – a inflação ao consumidor

tende a recuar em março, favorecida ainda pelo comportamento recente dos preços da alimentação.

Atividade econômica

34. O PIB mostrou recuperação no quarto trimestre de 2005, ao aumentar 0,8% em relação ao trimestre anterior, após ajuste sazonal. No ano, o PIB variou 2,3%, resultado dos crescimentos de 2,5% na indústria, de 2% nos serviços e de 0,8% na agropecuária. A desagregação por componentes pela ótica da demanda revelou expansão generalizada, com acréscimos de 3,1% no consumo das famílias, de 11,6% nas exportações, de 9,5% nas importações e de 1,6% tanto para o consumo do governo como para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). A demanda interna contribuiu com 1,5 p.p para a expansão do PIB e a demanda externa com 0,8 p.p.

35. Conforme a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista em dezembro cresceu 1,2% em relação ao verificado em novembro, após ajustamento sazonal. Com o resultado, as vendas no varejo aumentaram 4,8% em 2005, destacando-se a expansão anual de 16% apresentada pelo segmento móveis e eletrodomésticos. Ressalte-se que esse desempenho reflete, principalmente, as condições favoráveis do crédito ao consumo ao longo do ano.

36. Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos da construção civil cresceram 5,8% e 4,4%, respectivamente, em dezembro, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal. Também em dezembro, as importações de bens de capital aumentaram 32,3%, conforme o índice de quantum calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e dessazonalizado pelo Banco Central. Em 2005, esses indicadores mostraram acréscimos respectivos de 3,6%, 1,3% e 21,4%. Em janeiro de 2006, as exportações e importações de bens de capital, dessazonalizadas, recuaram, respectivamente, 10,4% e 1% em relação ao mês anterior.

37. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para investimentos de médio e longo prazos,

alcançaram R\$47 bilhões em 2005, superando em 17,9% aqueles desembolsados em 2004. Em janeiro de 2006, os financiamentos somaram R\$2,5 bilhões, volume 34,4% inferior ao de igual período de 2005.

38. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria brasileira aumentou 2,3% em dezembro, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal. O crescimento mensal foi o maior desde setembro de 2003, tendo o índice atingido patamar recorde na série dessazonalizada. Tal desempenho confirma o atual processo de expansão da atividade fabril.

39. O resultado apontado pela PIM de dezembro decorreu do crescimento de 2,2% na produção da indústria de transformação, enquanto a produção extrativa mineral manteve-se estável na comparação mensal. No ano, a indústria acumulou expansão de 3,1%, resultado dos acréscimos de 2,8% na indústria de transformação e de 10,2% na produção extrativa.

40. A análise desagregada da produção industrial, considerando as séries sazonalmente ajustadas, revelou que 21 das 23 atividades mostraram aumento da produção em dezembro. Todas as categorias de uso registraram desempenhos positivos na comparação mensal, destacando-se as taxas de expansão de 17,6% na produção de bens de consumo duráveis e de 5,8% na de bens de capital. A fabricação de bens de consumo semi e não duráveis cresceu 3,5% e a de bens intermediários, de maior peso na composição da produção industrial, aumentou 1,2%. Em 2005, a liderança no crescimento produtivo manteve-se, pelo quarto ano consecutivo, com o segmento de bens de consumo duráveis, 11,4%. A produção de bens de consumo semi e não duráveis expandiu 4,6%, a de bens de capital 3,6% e a de bens intermediários 1%.

41. Estatísticas da CNI apontaram expansão da atividade da indústria de transformação em dezembro. As vendas industriais reais e as horas trabalhadas na produção aumentaram 1,2% e 2,2%, relativamente aos níveis observados no mês anterior, nas séries ajustadas sazonalmente pelo Banco Central. No ano, esses dois indicadores da atividade industrial registraram acréscimos de 2% e 4,5%, respectivamente. O nível de UCI alcançou 81,5% em

dezembro, na série dessazonalizada, subindo 0,7 p.p. em relação ao observado no mês anterior. Considerando a série sem ajuste sazonal, o nível de utilização de 79,8% situou-se 1,8 p.p. abaixo do verificado em dezembro de 2004. Em 2005, observou-se recuo de 1,1% no nível médio de utilização da capacidade instalada, em relação ao do ano anterior.

42. Indicadores setoriais apontaram continuidade do crescimento da atividade fabril em janeiro. Após ajuste sazonal, tanto a expedição de papelão ondulado como a carga própria de energia elétrica registraram aumentos de 1,2% em janeiro, ante o mês anterior. O índice da Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR) para veículos pesados registrou variação de 0,1% na mesma base de comparação. Ressalte-se que, apesar da sinalização desses indicadores, deve-se esperar variação moderada da produção fabril em janeiro, tendo em vista o expressivo desempenho registrado em dezembro e o elevado patamar produtivo alcançado no período.

Expectativas e sondagens

43. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou elevação de 4,6% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em fevereiro, em comparação ao nível de janeiro. Esse resultado decorreu dos acréscimos de 6,8% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) e de 1,1% no Índice de Condições Econômicas Atuais (ICEA). Em relação ao observado em fevereiro de 2005, o ICC recuou 6,2%.

44. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, que abrangeu 2.000 domicílios das sete principais capitais do país, o ICC atingiu 108,2 em fevereiro, com recuo de 2,1% ante o de janeiro. Apesar dessa queda, o índice de fevereiro situou-se 4,6 p.p. acima do registrado em dezembro de 2005. No mês, houve piora de 3,3% na avaliação da situação presente e de 1,4% na expectativa para os próximos meses.

45. Ainda segundo a FGV, de acordo com informações da Sondagem Trimestral da Indústria de Transformação, a indústria tende a apresentar desempenho moderado no início de 2006. O conjunto de informações referentes à situação presente é semelhante ao levantado na pesquisa

anterior, realizada em outubro de 2005. O nível de demanda global por produtos industriais é avaliado como forte por 8% das empresas, e como fraco por 22%, ante 14% e 21%, respectivamente na pesquisa anterior. Houve continuidade no ajuste de estoques iniciado em julho do ano passado e a situação atual dos estoques está muito próxima da normalidade no início de 2006. As previsões para os próximos meses são menos otimistas do que aquelas efetuadas no mesmo período do ano passado. Ainda assim, são mais favoráveis que as formuladas na pesquisa anterior em relação à situação geral dos negócios, mas houve uma deterioração significativa no item emprego, prevalecendo a expectativa de redução no contingente de mão-de-obra ocupada.

46. Os resultados da Sondagem Industrial realizada pela CNI, em janeiro, assemelham-se aos da pesquisa da FGV nos quesitos estoques, situação atual dos negócios, expansão das vendas externas e expectativas futuras. Apenas no item relativo à intenção de contratação de trabalhadores, houve divergência entre as duas pesquisas, com a da CNI apontando expectativa de expansão.

Mercado de trabalho

47. Em janeiro, o nível de emprego formal registrou a criação de 86.616 novos postos de trabalho, distribuídos em praticamente todos os grandes setores de atividade, segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego mostrou elevação de 0,4%, com destaque para o crescimento de 1,2% nas contratações do setor de construção civil.

48. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do País, a taxa de desemprego atingiu 9,2% em janeiro, ante 8,3% em dezembro. Esse resultado decorreu de fatores sazonais, como a redução de trabalhos temporários. Comparativamente ao nível observado em janeiro de 2005, houve queda de 1 p.p. na taxa de desemprego. No mês, o contingente de trabalhadores ocupados recuou para 20 milhões, 232 mil a menos que no mês anterior, enquanto a População Economicamente Ativa (PEA) manteve-se praticamente estável em 22 milhões de pessoas. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas foi estimado em R\$985,90 em janeiro, com queda de 1,2% na

comparação mensal, mas com elevação de 2,3% em relação ao valor observado em janeiro de 2005.

49. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, a massa salarial real e o contingente de pessoal empregado cresceram 0,6% e 0,2%, respectivamente, em dezembro. Em 2005, esses indicadores tiveram aumentos de 8,1% e 4,2%, na mesma ordem.

Crédito e inadimplência

50. Em janeiro, o saldo das operações de crédito, recursos livres, referenciais para as taxas de juros, aumentou 0,9%. Nas operações com pessoas físicas, o saldo cresceu 3,2%, enquanto nas carteiras destinadas a pessoas jurídicas ocorreram quedas de 0,8% nas operações com recursos domésticos e de 1,8% naquelas referenciadas em moeda estrangeira. Nas operações com pessoas físicas, o saldo das operações de crédito em consignação na folha de pagamento aumentou 2,3%.

51. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito aumentou 0,2 p.p. em janeiro. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média subiu 0,4 p.p., para 59,7% a.a., enquanto naquelas contratadas com pessoas jurídicas houve recuo de 0,4 p.p., para 31,3% a.a.

52. No sistema financeiro, a taxa de inadimplência passou de 4,2% em dezembro para 4,4% em janeiro, considerando-se as operações de crédito com recursos livres com atraso superior a noventa dias. Nas operações com pessoas jurídicas, essa proporção subiu 0,2 p.p., atingindo 2,2%, enquanto naquelas realizadas com pessoas físicas passou de 6,7% em dezembro para 6,9% em janeiro.

53. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), situou-se em 6,1% em fevereiro, comparativamente a 4,8% em janeiro, resultado que decorreu do incremento de 2,4% em novos registros e da queda de 4,4% no número de registros cancelados.

Ambiente externo

54. Alguns indicadores recentes de nível de atividade divulgados para as principais economias apresentaram

resultados que confirmam um ritmo firme de expansão para a economia mundial em 2006. Aliado aos bons resultados de crescimento do produto em 2005, a economia mundial continuará a exibir grande vitalidade, apesar do esperado ajuste para cima das taxas de juros. As *commodities* continuam apresentando preços elevados, principalmente as metálicas, devido à demanda externa crescente que embasa, também, as previsões de expansão do comércio mundial em 2006. A liquidez internacional continua elevada, com baixo grau de aversão ao risco.

55. Após expressivo recuo, e apresentando alta volatilidade, os preços do petróleo iniciaram movimento de recuperação, motivado por fatores geopolíticos. Os contratos futuros de petróleo reagem pontualmente às expectativas de aumento dos estoques comerciais norte-americanos – que já se encontram bem acima de suas médias históricas – e apontam para uma elevação das cotações ao longo do ano, com patamar mínimo de US\$60 o barril. Se confirmado, e dependendo de sua intensidade, o aumento dos preços do petróleo leva o mercado a temer por pressões inflacionárias e, como reação, ao aumento mais agressivo dos juros, principalmente nos Estados Unidos.

56. Os índices anuais de preços, de uma maneira geral, registraram elevação em janeiro, influenciados pela alta dos preços de energia, com os índices de inflação ao produtor apresentando variações mais fortes. No entanto, a inflação subjacente nos diversos países continua bem comportada e as expectativas de inflação estão bem ancoradas. No Japão, o efeito positivo do bom desempenho da economia, registrado desde o final do ano passado, está sendo repassado aos preços. O núcleo do índice de preços ao consumidor registrou em janeiro a maior aceleração em oito anos (0,5% a.a.), sugerindo que a deflação está deixando de ser uma realidade no país e que o banco central do Japão abandone sua política de flexibilização quantitativa no curto prazo.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. No primeiro bimestre de 2006, o comércio exterior brasileiro continuou em expansão. O superávit comercial atingiu US\$5,7 bilhões no bimestre e US\$45,5 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$30,4 bilhões e US\$196,8 bilhões, respectivamente, nos mesmos períodos.

58. Em fevereiro, as exportações alcançaram US\$8,8 bilhões, cifra recorde para o período, registrando valor médio diário de US\$486,1 milhões, 12,8% superior ao observado em fevereiro de 2005. Os valores das médias diárias das exportações de produtos manufaturados, semimanufaturados e básicos atingiram US\$288,3 milhões, US\$68,8 milhões e US\$116 milhões, respectivamente, com acréscimos de 14,4%, 1,1% e 12,3% nas mesmas bases de comparação. Além do aumento nas quantidades embarcadas, importantes produtos da pauta de exportação apresentaram elevação de preços, destacando-se óleos combustíveis, açúcar refinado, petróleo, minério de ferro, açúcar em bruto e alumínio. Destaque-se, também, a maior diversificação da pauta e dos mercados de destino das exportações brasileiras.

59. As importações somaram US\$5,9 bilhões, valor recorde para fevereiro, com acréscimo de 19% em termos de médias diárias, que atingiram US\$329,3 milhões, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior. Todas as categorias de produtos importados registraram expansão no período, destacando-se as de 26,3% em bens de capital e de 25,8% em bens de consumo, sendo 25,9% na compra de não duráveis e 25,7% na de bens duráveis, considerando-se as médias diárias.

60. Ao final de fevereiro, as reservas internacionais situaram-se em US\$57,4 bilhões, com expansão de US\$496 milhões em relação ao saldo do mês anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

61. Após a reunião do Copom de janeiro, as taxas de juros futuros apresentaram redução em todos os prazos. O trecho curto da curva foi influenciado, especialmente, pela decisão do Copom e pela divulgação, ao longo do período, de diversos índices de preços abaixo do esperado, reforçando o caráter pontual da inflação observada em janeiro. Na parte longa, contribuíram para a redução das taxas o anúncio da recompra de títulos da dívida externa pelo Tesouro, a edição da Medida Provisória que isenta os investidores estrangeiros do pagamento de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos nas operações definitivas com títulos públicos federais e a melhora na avaliação de risco da dívida brasileira de longo

prazo em moeda estrangeira e em moeda local por uma agência de avaliação de risco. No início de março, as taxas de longo prazo reverteram parte do movimento de baixa, em função do aumento da volatilidade do cenário internacional, com a expectativa de elevação das taxas de juros nos países desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos. Entre 18 de janeiro e 8 de março, as taxas de juros de 1, de 3 e de 6 meses cederam 0,87 p.p., 0,91 p.p. e 0,90 p.p., respectivamente, e as de 1, de 2 e de 3 anos, 0,82 p.p., 0,52 p.p. e 0,42 p.p. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses recuou de 10,89%, em 18 de janeiro, para 10,29%, em 8 de março.

62. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central manteve as operações compromissadas semanais de prazos de 3 e de 5 meses e rentabilidade prefixada, assim como as operações de nivelamento ao final do dia, com prazo de até dois dias úteis. Além disso, atuou em 31 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, 24 delas destinadas a prover recursos. No período, o saldo diário médio das operações de prazo de 3 e de 5 meses alcançou R\$55,3 bilhões, sendo R\$47,9 bilhões em operações de cinco meses. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, apresentaram saldo diário médio de R\$5,4 bilhões, doador.

63. Dando prosseguimento à estratégia de administração do estoque de liquidez bancária previsto para o segundo trimestre de 2006, o Banco Central realizou sete leilões de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em julho de 2006, de sua carteira, conjugada a compra de LTN de vencimento em abril de 2006. O volume financeiro total dessas operações foi de R\$8,5 bilhões.

64. No período, o Banco Central efetuou, ainda, trinta leilões de *swap* cambial, assumindo posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. Foram contratados, com esse instrumento, o equivalente a US\$6,3 bilhões.

65. Entre as reuniões do Copom de janeiro e de março, o Tesouro Nacional captou R\$30,2 bilhões com a venda de títulos de remuneração prefixada: R\$27,4 bilhões com Letras do Tesouro Nacional de vencimento em 2006, 2007 e 2008, e R\$2,8 bilhões com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2010 e 2012. A venda de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) alcançou R\$34,2 bilhões, sendo R\$14,0 bilhões liquidados em moeda corrente e R\$20,2 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos do governo. Foram emitidas NTN-B de vencimento em 2007, 2008, 2009, 2010, 2015, 2024 e 2045.

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

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alexandre Schwartzman
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alexandre Schwartzman
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

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)

Siglas

a.a.	ao ano
ACC	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
Cuci	Classificação Uniforme para o Comércio Internacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPF	Dívida Pública Federal
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
EIU	<i>Economist Intelligence Unit</i>
Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
Emgea	Empresa Gestora de Ativos
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FCFIP	Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Participações
Fecomercio RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fecomercio SP	Federação de Comércio do Estado de São Paulo
FED	<i>Federal Reserve</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
Fiee	Fundos de Investimento em Empresas Emergentes
FIP	Fundos de Investimento em Participações

FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP	Fundos Mútuos de Privatização
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice das Condições Econômicas Atuais
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IHH	Índice de Herfindahl-Hirschman
IIF	Índice de Intenções Futuras
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de <i>Precios y Cotizaciones</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPi	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IRPJ	Imposto de Renda – Pessoa Jurídica
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
Loas/RMV	Lei Orgânica da Assistência Social/Renda Mensal Vitalícia
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
M1	Papel moeda em poder do público + depósitos à vista
M2	M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias
M3	M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic
M4	M3 + títulos públicos de alta liquidez
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MP	Medida Provisória
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
pp.	pontos percentuais
PAF	Programa de Assistência Financeira
PEA	População Economicamente Ativa
PED	Pesquisa de Emprego e Desemprego
Pesa	Programa Especial de Saneamento de Ativos
PGFN	Procuradoria Geral da Fazenda Nacional
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal

PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
RMCCI	Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
Seade	Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados
Sebrae	Serviço Brasileiro de Apoio às Micros e Pequenas Empresas
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
Senac	Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial
Senai	Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial
Sesc	Serviço Social do Comércio
Sesi	Serviço Social da Indústria
SRF	Secretaria da Receita Federal
TN	Tesouro Nacional
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>