



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Relatório de Inflação



Setembro 2004

Volume 6 – Número 3



5 cruzeiros, 1943, com impressão em calcografia e off-set por American Bank Note Company

No reverso da cédula de 5 cruzeiros, quadro de Antonio Parreiras "A Conquista do Amazonas"

Coleção do Museu de Valores do Banco Central do Brasil

## Emissão do Tesouro Nacional

Durante a II Guerra Mundial (1939-1945), o valor da exportação brasileira de gêneros alimentícios e matérias-primas chegou a altos níveis. Ao mesmo tempo, as dificuldades trazidas pela guerra aos países nela envolvidos fizeram cair nossas importações. A moeda brasileira, em consequência, acabou adquirindo grande estabilidade.

Em virtude da falta de matéria-prima para a cunhagem de moedas na época da guerra, autorizou-se a emissão de cédulas e 1, 2 e 5 cruzeiros. Decidiu-se, também, recorrer à medida sempre que houvesse dificuldades para a produção normal de moedas.

O aumento das emissões, pela necessidade crescente de trocar a moeda estrangeira, que entrava com os lucros do comércio exterior, resultou em inflação.



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## Relatório de Inflação



ISSN 1517-6576  
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 6	n. 3	set	2004	P. 1 - 170
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------



# Relatório de Inflação

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

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

**Departamento Econômico (Depec) e**  
(E-mail: [depec@bcb.gov.br](mailto:depec@bcb.gov.br))

**Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**  
(E-mail: [conep.depep@bcb.gov.br](mailto:conep.depep@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 6, n. 3.

## Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil  
Secre/Surel/Dimep  
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – M1  
Caixa Postal 8.670  
70.074-900 Brasília – DF  
Telefones: (61) 414-3710 e 414-3567  
Fax: (61) 414-3226  
E-mail: [editor@bcb.gov.br](mailto:editor@bcb.gov.br)

Tiragem: 900 exemplares

## Convenções Estatísticas

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

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

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

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

## Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço: Secre/Surel/Diate  
Edifício-Sede – 2º subsolo  
SBS – Quadra 3 – Zona Central  
Telefones: (61) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406  
DDG: 0800 992345  
Fax: (61) 321-9453  
70.074-900 Brasília – DF  
Internet: <http://www.bcb.gov.br>  
E-mail: [cap.secre@bcb.gov.br](mailto:cap.secre@bcb.gov.br)

# Índice

---

<b>Apresentação</b>	<b>5</b>
<b>Sumário executivo</b>	<b>7</b>
<b>Nível de atividade</b>	<b>11</b>
1.1 Vendas no varejo _____	12
1.2 Produção _____	14
Produção agropecuária _____	14
Produção da lavoura _____	15
Produção da pecuária _____	16
Plano Agrícola e Pecuário (PAP) 2004/2005 _____	17
Produção industrial _____	18
1.3 Mercado de trabalho _____	28
Emprego _____	28
Rendimentos _____	30
1.4 Produto Interno Bruto _____	32
1.5 Investimentos _____	35
1.6 Conclusão _____	37
<b>Preços</b>	<b>39</b>
2.1 Índices gerais de preços _____	39
2.2 Índices de preços ao consumidor _____	41
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo _____	41
2.3 Preços monitorados _____	41
2.4 Núcleos de inflação _____	42
2.5 Expectativas de mercado _____	43
2.6 Conclusão _____	44
<b>Políticas creditícia, monetária e fiscal</b>	<b>47</b>
3.1 Crédito _____	47
Operações de crédito com recursos direcionados _____	48
Operações de crédito com recursos livres _____	50
Agregados monetários _____	56
Títulos públicos federais _____	58
Taxas de juros reais e expectativas de mercado _____	59
Mercado de capitais _____	60
Aplicações financeiras _____	60

3.3 Política fiscal _____	62
Necessidades de financiamento do setor público _____	62
Dívida mobiliária federal _____	64
Dívida líquida do setor público _____	65
3.4 Conclusão _____	65
<b>Economia internacional</b>	<b>67</b>
4.1 Atividade econômica _____	67
4.2 Política monetária e inflação _____	70
4.3 Mercados financeiros internacionais _____	71
4.4 Comércio mundial _____	74
4.4.1 <i>Commodities</i> _____	75
4.4.1.1 Petróleo _____	76
4.5 Conclusão _____	82
<b>Setor externo</b>	<b>85</b>
5.1 Movimento de câmbio _____	86
5.2 Comércio de bens _____	86
5.3 Serviços e renda _____	89
5.4 Conta financeira _____	90
5.5 Indicadores de vulnerabilidade externa _____	92
5.6 Conclusão _____	92
<b>Perspectivas para a inflação</b>	<b>99</b>
6.1 Determinantes da inflação _____	100
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados _____	105
6.3 Previsão da inflação _____	109
<b>Boxes</b>	
Indústria: Capacidade Produtiva e Investimentos _____	21
Estimativa de Crescimento do PIB _____	33
Evolução do <i>Spread</i> Bancário no Brasil (Período de 2000 a 2004) _____	51
Oscilações no Preço do Petróleo e Impactos sobre a Economia Brasileira _____	77
Projeções do Balanço de Pagamentos _____	93
PIB Potencial e Hiato do Produto: Atualização e Novas Estimativas _____	112
Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005 _____	115
<b>Anexo</b>	<b>119</b>
<b>Medidas de política econômica</b>	<b>149</b>
<b>Apêndice</b>	<b>163</b>

# Apresentação

---

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

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

## Sumário executivo

---

Os indicadores de atividade econômica evidenciaram, no fim do segundo trimestre deste ano, patamar produtivo historicamente elevado, como resultado do processo de recuperação em curso desde o segundo semestre de 2003. Esse processo, sustentado de início pelo dinamismo exportador e pela expansão do crédito, foi gradativamente fortalecido no decorrer de 2004 pelo crescimento da renda e do emprego. Os dados mais recentes indicam a continuidade do crescimento ao longo do terceiro trimestre.

A partir da consolidação desse quadro, ganham relevância no debate econômico temas associados às perspectivas de ampliação da capacidade produtiva da economia, para atender à demanda em expansão e garantir a sustentabilidade do processo de crescimento. Os fundamentos macroeconômicos, no que diz respeito tanto a indicadores correntes quanto a perspectivas para o futuro, estão no seu conjunto melhor posicionados agora do que estiveram em episódios recentes de retomada vigorosa da atividade, de modo a permitir que o ciclo atual tenha uma continuidade que os anteriores não tiveram. Contribui para conferir maior robustez aos fundamentos macroeconômicos do ciclo atual a ocorrência simultânea de um quadro consolidado de responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública, de uma posição inicial confortável para o resultado da conta-corrente no balanço de pagamentos, de uma taxa de câmbio real mantida em alinhamento pelas forças de mercado, e de controle da inflação.

A maior confiança na solidez dos fundamentos macroeconômicos, reforçada por medidas de natureza microeconômica que permitam consolidar um ambiente favorável aos negócios, contribuirá para que se concretizem os investimentos necessários a uma trajetória mais regular e acelerada de crescimento. A evolução recente de indicadores de formação de capital e de intenções de investimento é consistente com o início desse processo e assume importância especial no atual cenário de aumento contínuo do nível de utilização da capacidade instalada da



indústria, que desperta inquietações por sua magnitude e por sua abrangência setorial, na medida em que a redução da ociosidade tende a se refletir gradualmente na dinâmica dos preços.

As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre junho-agosto, mantiveram a trajetória ascendente observada ao longo dos últimos meses, tendência consistente com a evolução do nível da atividade econômica. O aumento observado ocorreu nas operações contratadas com pessoas jurídicas, lastreadas em recursos domésticos, enquanto, por parte das famílias, continuou a prevalecer a maior procura por crédito pessoal e por financiamento de bens de consumo, em detrimento do crédito rotativo. Ao mesmo tempo, prevaleceu o movimento de normalização do endividamento bancário, evidenciado na redução das taxas de inadimplência, em especial por parte das famílias, favorecida tanto pela migração para operações com taxas de juros mais reduzidas, como pelo crescimento da renda e do emprego.

Os resultados fiscais observados até julho situaram-se em níveis compatíveis com as metas fixadas para o ano. Além disso, registrou-se menor dependência do desempenho das empresas estatais, cuja participação no superávit do setor público no período janeiro-julho registrou queda em relação aos anos anteriores. Por outro lado, os governos aumentaram o superávit acumulado no ano, que resultou de uma combinação de aumento da arrecadação, decorrente, sobretudo, do nível de atividade, da redução de gastos de pessoal e encargos e do aumento de despesas de custeio e investimento.

No que se refere à relação dívida/Produto Interno Bruto (PIB), assinala-se a queda registrada no ano, correspondente a 3,4 pontos percentuais (p.p.) do PIB. A continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, a redução da taxa Selic média em relação aos níveis praticados em 2003 e o crescimento do PIB são os principais fatores responsáveis pelo decréscimo registrado naquela relação. Esses mesmos fatores, aliados à menor vulnerabilidade da dívida às oscilações da taxa de câmbio, deverão continuar contribuindo para a queda progressiva da relação dívida/PIB.

O superávit em transações correntes aumentou significativamente nos primeiros oito meses do ano, em relação ao resultado obtido no mesmo período de 2003. Ressalte-se que essa melhora ocorreu mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, evidenciando o aumento, nesse período, do superávit

comercial e dos ingressos relativos às transferências unilaterais correntes.

As expectativas são de continuidade na obtenção de significativos resultados comerciais, mesmo com o maior crescimento esperado para as importações, consistente com o cenário de retomada econômica. Deverá contribuir, nesse sentido, a perspectiva mais favorável quanto ao ritmo da retomada do nível da atividade da economia mundial no segundo semestre de 2004, fortalecida pelo impacto, até agora limitado, dos preços do petróleo sobre as economias mais desenvolvidas, sobretudo em comparação com episódios passados. Adicionalmente, os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação no bimestre julho-agosto.

Tanto o comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, quanto as taxas de rolagem do setor privado, ainda que, neste último caso, inferiores aos valores verificados em meses anteriores, vêm contribuindo para afastar eventuais incertezas quanto ao financiamento das contas externas. As perspectivas para o desempenho futuro das contas externas são consistentes com a geração de um fluxo substancialmente positivo no mercado de câmbio, indicando que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos, tanto nos meses restantes de 2004, quanto ao longo do próximo ano.

A aceleração da inflação no período junho-agosto teve contribuições importantes dos preços monitorados e administrados por contrato e dos preços dos alimentos *in natura* – em função dos aumentos específicos que refletem choques climáticos sazonais. No entanto, as várias medidas de núcleo da inflação – mesmo as que expurgam as influências notórias sobre a inflação recente de preços monitorados e administrados por contrato e de alimentos no domicílio – permaneceram relativamente estabilizadas em patamares elevados, indicando tendência subjacente da inflação incompatível com a trajetória de metas.

A deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados para 2004 e para 2005, que resultou inicialmente da depreciação cambial do segundo trimestre, prosseguiu no terceiro trimestre por força da escalada dos preços do petróleo e, mais geralmente, de revisões nas projeções para o Índice Geral de Preços (IGP) e para preços monitorados e administrados por contrato. Algum impulso adicional adveio do patamar elevado dos núcleos de inflação e da substancial revisão das projeções para o crescimento da economia em 2004.

Deve-se mencionar que as pressões decorrentes da evolução dos preços internacionais do petróleo e derivados, presentes ao longo dos últimos meses, têm constituído importante fator de risco para o cenário doméstico de inflação. Embora a condução da política monetária venha incorporando, em suas projeções, alguma margem para impactos inflacionários de eventuais aumentos de combustíveis, o mercado internacional permanece volátil e ainda não permite discernir com clareza uma tendência firme para as cotações.

Por outro lado, houve considerável melhora nos mercados financeiros internacionais, com a divulgação de dados da economia dos Estados Unidos, indicando crescimento econômico em ritmo mais lento do que o esperado anteriormente. Esse cenário, permitindo ao *Federal Reserve* (Fed) manter sua estratégia de elevação gradual da taxa de juros básica, contribuiu para redução do risco-Brasil e para a apreciação da taxa de câmbio, aliviando-se os riscos inflacionários advindos dessa fonte.

A trajetória central associada ao cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa de juros em 16,25% a.a. e taxa de câmbio constante em R\$2,90 ao longo do horizonte de projeção, resulta em inflação de 7,2% em 2004 – acima, portanto, da meta central de 5,5% estabelecida para o ano. A constatação de que a inflação de 2004 ficará acima da meta central motivou o Comitê de Política Monetária (Copom) a anunciar que passará a calibrar a política monetária de modo a atingir uma inflação de 5,1% em 2005, objetivo que corresponde à meta central de 4,5% estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mais 0,6 p.p. a título de acomodação de 2/3 da inércia inflacionária que será carregada de 2004 para 2005. Para 2005, a projeção de inflação associada ao cenário de referência encontra-se em 5,6% – acima, portanto, do objetivo de 5,1% anunciado pelo Copom. O cenário de mercado, que utiliza as trajetórias de juros e câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin) junto a analistas profissionais, projeta taxas de inflação mais elevadas do que o cenário de referência, de 7,4% para 2004 e 6,4% para 2005. De acordo com os cenários traçados neste Relatório, o crescimento do produto previsto para 2004 é de 4,4%, 0,9 p.p. maior do que o projetado no último “Relatório de Inflação”.

A atividade econômica seguiu em expansão no segundo e no início do terceiro trimestres deste ano, confirmando as perspectivas delineadas a partir de indicadores prospectivos e apontadas no último "Relatório de Inflação". Embora o crescimento da economia nos últimos meses pudesse ser, em parte, antecipado, a sua intensidade na margem tem superado as expectativas, haja vista que os indicadores produtivos já haviam alcançado, ao final do primeiro trimestre do ano, patamares historicamente elevados.

O vigor do desempenho econômico deve-se tanto à continuidade do dinamismo das exportações, quanto à consolidação do crescimento da demanda interna. Vale destacar, no cenário interno, a expansão da renda como determinante dos gastos de consumo, fato evidenciado pelo aumento da produção e das vendas de itens com menor sensibilidade às condições de crédito, como gêneros alimentícios e vestuário. Ao mesmo tempo, os setores cuja demanda doméstica é mais sensível às condições de crédito, como bens de capital e de consumo duráveis, que naturalmente lideraram a resposta da economia ao relaxamento da política monetária desde o ano passado, continuaram mostrando, em meses recentes, taxas elevadas de crescimento da produção e das vendas.

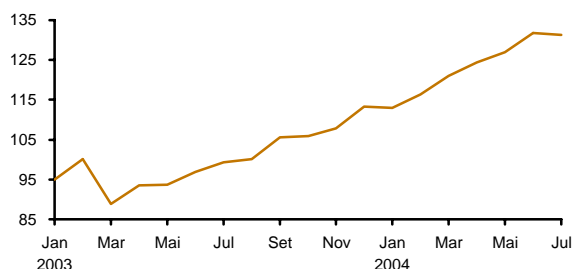
A recuperação da demanda interna, simultaneamente à evolução crescente das exportações, tem elevado, de modo contínuo, o nível de utilização da capacidade instalada do parque produtivo. Esse movimento encontra-se mais avançado em setores mais beneficiados pelas condições do mercado externo, que já vinham operando com nível de utilização mais alto. Ressalte-se, entretanto, que o aumento dos fluxos de investimentos – sobretudo nos segmentos exportadores –, estimulado tanto pelas perspectivas favoráveis como pela própria redução generalizada das margens de ociosidade, tende a acelerar o ritmo de ampliação da capacidade produtiva do setor industrial.

No setor agropecuário, confirmou-se a redução da estimativa da safra de grãos deste ano, em virtude de problemas climáticos no desenvolvimento das culturas, principalmente da soja e do milho. A produção de carnes e derivados, por outro lado, seguiu apresentando o dinamismo observado em períodos anteriores, impulsionada, sobretudo, pela continuidade da expansão das exportações.

### Índice de Volume de Vendas no Varejo

Móveis e eletrodomésticos

Dados dessazonalizados  
2003=100

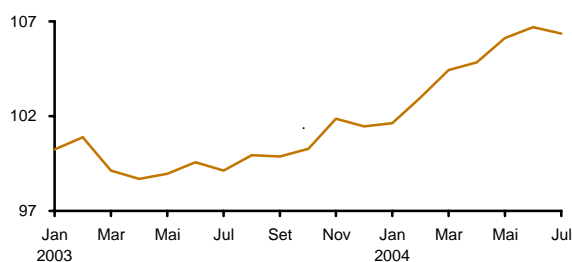


Fonte: IBGE

### Índice de Volume de Vendas no Varejo

Hipermercados, supermercados

Dados dessazonalizados  
2003=100



Fonte: IBGE

### Índice de Volume de Vendas no Varejo – Brasil

Variação percentual

Discriminação	2004					
	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
<b>No mês<sup>1/</sup></b>						
Comércio varejista	0,5	0,7	1,9	1,0	0,1	0,1
Combustíveis e lubrificantes	-0,1	3,0	-0,9	-1,0	1,0	0,2
Hipermercados e supermercados	1,3	1,4	0,4	1,2	0,5	-0,3
Tecidos, vestuário e calçados	-2,7	2,8	-2,1	5,8	0,8	-2,4
Móveis e eletrodomésticos	2,9	4,0	2,8	2,0	3,8	-0,3
Automóveis e motocicletas	-0,4	0,3	-1,4	9,8	1,8	-0,9
<b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b>						
Comércio varejista	2,6	2,5	2,5	3,2	3,3	2,6
Combustíveis e lubrificantes	1,4	1,8	1,9	2,4	0,7	0,1
Hipermercados e supermercados	1,3	1,8	2,4	3,0	2,8	2,2
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	0,8	-0,4	1,7	2,9	5,0
Móveis e eletrodomésticos	7,3	7,2	8,3	8,7	9,4	7,8
Automóveis e motocicletas	1,7	0,4	-0,7	2,6	5,7	9,8

Fonte: IBGE

<sup>1/</sup> Dados dessazonalizados.

## 1.1 Vendas no varejo

A tendência de crescimento do comércio varejista, iniciada em meados de 2003, tem se mantido ao longo de 2004. A extensão desse comportamento também para as vendas de bens de consumo não duráveis, em especial itens de supermercados, vestuário e calçados, consolidou-se no segundo trimestre do ano corrente, refletindo a ampliação da renda do trabalho. Paralelamente, as vendas de bens de consumo duráveis mantiveram forte crescimento, não obstante o arrefecimento da expansão do crédito nos últimos meses.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo registrou alta de 2,6% no trimestre encerrado em julho, ante o trimestre anterior, considerada a série dessazonalizada. Todas as atividades apresentaram resultados positivos no período, em especial móveis e eletrodomésticos, 7,8%, e tecidos, vestuário e calçados, 5%. O segmento de automóveis, motocicletas, partes e peças, que não faz parte do índice geral, registrou elevação de 9,8%, na mesma base de comparação. Assinale-se que, em julho, o indicador apresentou o sétimo crescimento mensal consecutivo, considerada a série dessazonalizada.

Por unidade da Federação, registrou-se, no trimestre encerrado em julho, expansão no volume de vendas no varejo em todas as unidades pesquisadas, excetuando-se Tocantins, onde ocorreu queda dessazonalizada de 3,3%. As maiores elevações, ainda segundo dados dessazonalizados, ocorreram no Amazonas, 16,8%; em Rondônia, 10,8%; e no Mato Grosso do Sul, 7,4%.

A receita nominal de vendas expandiu-se 11,8% nos primeiros sete meses de 2004, em relação ao mesmo período de 2003. Esse resultado decorreu da combinação de aumentos de 9,7% no volume de vendas e de 1,8% nos preços do varejo. Vale ressaltar que a média dos preços no primeiros sete meses de 2004, em relação à de igual período de 2003, aumentou 6,2%, segundo o Índice Nacional de



## Índice de Vendas no Varejo – Brasil

Julho de 2004

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	11,8	9,7	1,8
Combustíveis e lubrificantes	-2,6	6,7	-8,7
Hipermercados e supermercados	9,4	6,1	3,1
Tecidos, vestuário e calçados	17,3	7,4	9,2
Móveis e eletrodomésticos	32,3	29,8	1,9
Automóveis e motocicletas	26,6	17,5	7,7

Fonte: IBGE

## Faturamento real do comércio varejista<sup>1/</sup>

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2004					
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
SP	4,8	5,2	4,3	4,9	5,1	6,3
RJ	-0,2	-2,0	-1,7	-2,5	-2,0	-1,6
MG	-2,6	-4,8	0,7	1,2	0,9	1,9

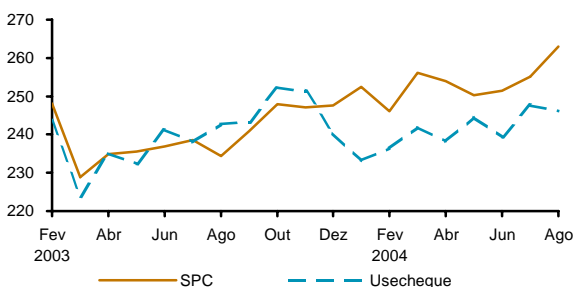
Fonte: Fecomercio SP, Fecomercio RJ e Fecomercio MG

1/ Dados relativos às regiões metropolitanas das capitais dos estados.

## Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados

1992=100



Fonte: ACSP

Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do IBGE. Todos os setores apresentaram, no período, variação da receita nominal superior à variação dos preços, à exceção de combustíveis e lubrificantes. Destacaram-se os segmentos de móveis e eletrodomésticos, 32,3%; automóveis e motocicletas, 26,6%; e tecidos, vestuário e calçados, 17,3%.

As pesquisas setoriais das federações de comércio de diversos estados também confirmaram, no primeiro semestre de 2004, a continuidade da expansão das vendas. Assim, o faturamento real nos seis primeiros meses de 2004, em relação ao assinalado no mesmo período de 2003, considerando as regiões metropolitanas das capitais dos estados, cresceu 6,3% em São Paulo e 1,9% em Minas Gerais. No Rio de Janeiro, embora fosse registrada queda de 1,6% do faturamento no período, observou-se tendência de reversão dessa queda no início do segundo trimestre de 2004.

Outros indicadores relacionados ao comércio também mostraram o aquecimento da atividade varejista no primeiro semestre, e sinalizam a continuidade desse movimento nos primeiros meses do segundo semestre. O número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SPC), indicador de compras a prazo e de maior valor agregado, divulgado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), expandiu-se 7% nos primeiros seis meses do ano, em comparação a igual período de 2003. No trimestre encerrado em agosto, considerando dados ajustados sazonalmente, o indicador cresceu 1,2% em relação ao trimestre encerrado em maio. Também divulgado pela ACSP, o Usecheque, indicador de compras à vista e de menor valor, apresentou, nas mesmas bases de comparação, aumento de 1,2%.

Outro fator que contribuiu para a continuidade da expansão do comércio foi a redução do nível de inadimplência no final do primeiro semestre de 2004 e no início do segundo, em relação ao patamar de períodos correspondentes do ano anterior. Assim, a relação entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados registrou, em agosto, a taxa mais baixa do ano: 5%. A taxa média relativa aos primeiros oito meses do ano atingiu 5,3%, ante 5,4% no mesmo período do ano anterior. A evolução do indicador nacional da Teledata, que também reflete a relação entre cheques devolvidos e recebidos, ratifica a tendência de queda, tendo alcançado 2,1% em julho do ano corrente, ante 2,6% no mesmo mês de 2003.

Estatísticas da ACSP, relativas ao início do segundo semestre de 2004, corroboram a tendência de queda da

## Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa						
	2004						
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Ano <sup>1/</sup>
SPC (SP) <sup>2/</sup>	6,5	6,4	5,1	4,3	3,3	3,9	5,2
Cheques devolvidos <sup>3/</sup>	5,7	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,3
Telecheque (RJ) <sup>4/</sup>	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0	...	2,3
Telecheque (Nacional) <sup>4/ 5/</sup>	3,6	2,6	2,3	2,1	2,1	...	2,6

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Média no ano.

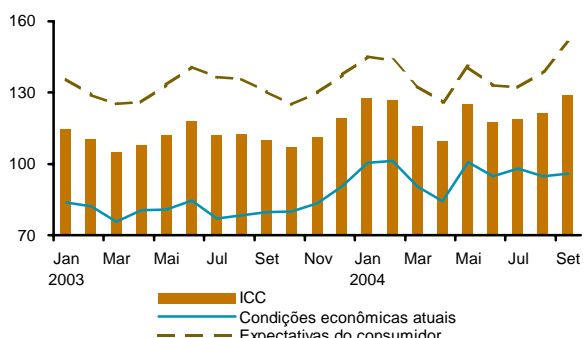
2/ Novos registros (-) registros cancelados/consultas realizadas (t-3).

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.

## Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

inadimplência registrada pelos indicadores nacionais. Nos primeiros oito meses do ano, a taxa média líquida em São Paulo alcançou 5,2%, ante 5,8% no mesmo período de 2003. Em agosto, a taxa líquida atingiu 3,9%, após ter apresentado, no mês anterior, o menor patamar do ano, 3,3%.

Os resultados das pesquisas sobre as expectativas dos consumidores revelaram manutenção do otimismo, em patamar elevado, no terceiro trimestre de 2004, confirmando a percepção de continuidade do movimento expansionista do comércio. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), registrou aumento de 4,8% no trimestre julho-setembro, em relação ao trimestre anterior. Por componentes, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, cresceu 5,6%; e o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea), que representa o restante do índice geral, 3,1%.

O IEC, divulgado pela Federação de Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio RJ), registrou tendência de recuperação do otimismo do consumidor carioca, similar ao observado pelo indicador paulista. O IEC apresentou crescimento de 2,4% na média do trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre encerrado em maio, e de 15,9% nos primeiros oito meses de 2004, comparativamente ao mesmo período do ano anterior.

## 1.2 Produção

### Produção agropecuária

A produção agropecuária apresentou crescimento de 5,7% no primeiro semestre de 2004, comparativamente à do mesmo período do ano anterior, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. A produção do segundo trimestre de 2004 aumentou 5% em relação à do trimestre correspondente em 2003, mas recuou 0,3%, em termos dessazonalizados, ante o patamar do primeiro trimestre de 2004. Este resultado deve ser atribuído, principalmente, à quebra de safra da soja.

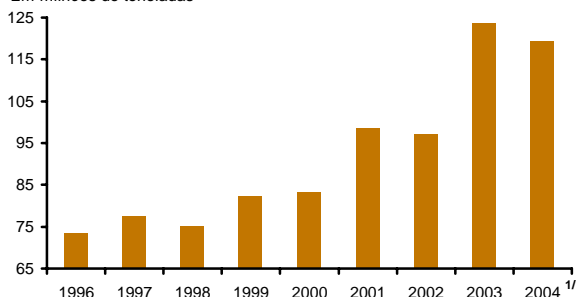
De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado mensalmente pelo IBGE, ocorreu ampliação da colheita de produtos importantes da safra de grãos, como arroz, trigo e caroço de algodão, compensando, parcialmente, os decréscimos assinalados nas safras de soja, milho e feijão, afetadas por adversidades climáticas. Em relação ao setor pecuário,

seguem os resultados favoráveis, sobretudo em virtude da evolução das exportações.

## Produção da lavoura

### Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

1/ Previsão.

### Produção agrícola

Em mil toneladas

Discriminação	Produção		Variação (%)
	2003	2004 <sup>1/</sup>	
<b>Produção de grãos</b>	123 632	119 479	-3,4
Caroço de algodão	1 451	2 326	60,3
Arroz (em casca)	10 320	13 263	28,5
Feijão	3 310	3 133	-5,3
Milho	47 988	41 891	-12,7
Soja	51 482	49 181	-4,5
Trigo	6 029	6 246	3,6
Outros	3 052	3 438	12,7
<b>Outras culturas</b>			
Banana	6 775	6 576	-2,9
Batata-inglesa	3 047	2 838	-6,9
Cacau (amêndoas)	170	178	5,1
Café (beneficiado)	1 997	2 439	22,2
Cana-de-açúcar	389 849	422 318	8,3
Cebola	1 194	1 160	-2,9
Fumo (em folhas)	656	925	41,0
Laranja	16 903	17 043	0,8
Mandioca	22 147	24 066	8,7
Tomate	3 694	3 366	-8,9

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

De acordo com o LSPA de julho, a produção nacional de grãos em 2004 deverá atingir 119,5 milhões de toneladas, 3,4% inferior à de 2003. A safra de verão, que representa cerca de 86% da produção da lavoura, encontra-se praticamente colhida, faltando, portanto, consolidar as estimativas para a segunda safra e para a safra de inverno, nas quais se destacam as culturas de milho e de trigo, respectivamente.

O desempenho das culturas de soja, de milho e, em menor escala, de feijão foi o principal determinante da quebra da safra 2004. Apesar do aumento de 15,7% na área destinada à sojicultura, sua produção, inicialmente estimada em 59 milhões de toneladas, alcançou apenas 49,2 milhões de toneladas, representando redução de 4,5% em relação à de 2003. A frustração da colheita decorreu de condições climáticas adversas, notadamente em Mato Grosso e no Paraná, registrando-se declínio de 17,4% no rendimento da lavoura.

A produção de milho, primeira safra, totalizou 31,2 milhões de toneladas, com decréscimo de 10% em relação à colheita de 2003. A produtividade média recuou 7,7%, ainda em função do clima adverso, e a área plantada diminuiu 2,3%, em parte por causa da expansão da área destinada à sojicultura. A estimativa para a produção de milho, segunda safra, alcança 10,6 milhões de toneladas, o que representa queda de 20,1% em relação ao resultado de 2003, declínio associado, também, às reduções de área plantada e de rendimento, devido ao clima adverso.

A produção de feijão, resultante das três safras no ano, deverá alcançar 3,1 milhões de toneladas, 5,3% inferior à de 2003, registrando-se recuo de 4,5% na rentabilidade. A boa safra do ano anterior contribuiu para o declínio dos preços da oleaginosa, favorecendo a migração de muitos produtores para culturas como soja e milho.

A principal cultura de inverno, o trigo, deverá alcançar 6,3 milhões de toneladas, 3,6% superior à safra de 2003. A área plantada expandiu-se 9,2%, enquanto a produtividade diminuiu 5,1%. Apesar da adversidade climática na região Sul, o estado do Paraná, principal produtor do país, apresenta aumento expressivo em sua safra, que

poderá alcançar 3,2 milhões de toneladas. A estimativa de elevação na colheita nacional e o aumento na oferta mundial têm contribuído para a diminuição dos preços nos mercados interno e externo.

Dentre os demais produtos da lavoura, mereceram destaque o café e a cana-de-açúcar. A produção da cafeicultura nacional deverá situar-se em 2,4 milhões de toneladas, com crescimento de 22,2% em relação à safra de 2003. O aumento é explicado, em parte, pelo crescimento esperado de 23% na produtividade, reflexo do rendimento reduzido em 2003, por força de problemas climáticos. Ressalte-se, ainda, a elevação no nível da qualidade do produto, contribuindo para o aumento nas exportações do grão.

A safra de cana-de-açúcar é calculada em 422,3 milhões de toneladas, representando expansão de 8,3% em relação a 2003. A área plantada aumentou 3,3%, enquanto a produtividade deverá crescer 5,8%. Apesar do desempenho positivo da safra, fatores de ordem climática acarretaram o atraso da colheita na região Sul, prejudicando a qualidade da cana-de-açúcar. Esse fato, aliado ao redirecionamento do insumo à produção de açúcar, contribuiu para o aumento nos preços do álcool. Ressalte-se, também, que a recente decisão da Organização Mundial do Comércio (OMC) de vetar os subsídios à produção de açúcar da União Européia (UE), aliada ao crescimento na demanda de álcool por parte dos Estados Unidos, de países da Europa e da Ásia, e ao aumento na demanda interna por automóveis de tecnologia bicombustível, é fator de estímulo à produção e às exportações brasileiras de derivados da cana.

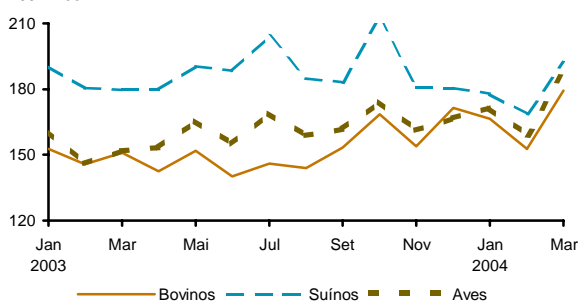
## Produção da pecuária

De acordo com a pesquisa trimestral de abate de animais, divulgada pelo IBGE, o peso total das carcaças abatidas de bovinos alcançou 1,4 milhão de toneladas no primeiro trimestre de 2004, representando crescimento de 11% em relação ao mesmo período de 2003, e de 4,1%, dessazonalizados, comparativamente ao resultado do quarto trimestre do ano passado. As exportações, segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), totalizaram 235,2 mil toneladas no trimestre maio-julho, com crescimento de 69% em relação às registradas no mesmo trimestre de 2003.

A produção avícola atingiu 1,7 milhão de toneladas no primeiro trimestre deste ano. Esse resultado representou expansões de 12,9% em relação ao mesmo período de 2003,

### Produção da pecuária

Peso total das carcaças  
1997=100



Fonte: IBGE

e, considerando dados dessazonalizados, de 3,9% em relação ao último trimestre de 2003. As exportações totalizaram 650,7 mil toneladas no trimestre maio-julho, com aumento de 54,9% ante as do mesmo período de 2003.

Em relação à suinocultura, a produção total de carcaças atingiu 457,9 mil toneladas nos três primeiros meses do ano, com contração de 2,1% em relação ao primeiro trimestre do ano anterior. Analisando-se a série dessazonalizada, observou-se volume 2,6% inferior ao do quarto trimestre de 2003. Com relação às exportações, o volume registrado no trimestre maio-julho atingiu 126,9 mil toneladas, 2% superior ao do mesmo período de 2003.

### **Plano Agrícola e Pecuário (PAP) 2004/2005**

De acordo com o PAP 2004/2005, divulgado pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (Mapa), a disponibilidade de crédito para a próxima safra deverá atingir R\$39,5 bilhões, 45,5% superior à do ano-safra anterior. Desse total, R\$28,8 bilhões serão destinados a custeio e comercialização, e R\$10,7 bilhões a investimentos, 80% dos quais no âmbito dos programas do Sistema Mapa-BNDES. Destacam-se os recursos destinados ao Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras (Moderfrota), R\$3,5 bilhões; ao Programa de Modernização da Agricultura e Conservação de Recursos Naturais (Moderagro), R\$600 milhões; ao Programa de Incentivo à Irrigação e à Armazenagem (Moderinfra), R\$700 milhões; ao Programa de Desenvolvimento Cooperativo para Agregação de Valor à Produção Agropecuária (Prodecoop), R\$550 milhões; e ao Programa de Desenvolvimento Agronegócio (Prodeagro), R\$600 milhões.

Além desses recursos, o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), administrado pelo Ministério do Desenvolvimento Agrário (MDA), terá à disposição R\$7 bilhões, o que representa aumento de 30% em relação à safra passada.

Com o objetivo de ampliar o crédito destinado ao setor, foi elevada em 10 p.p., para 50%, a parcela de aplicação compulsória em crédito rural dos depósitos em caderneta de poupança rural do Banco do Brasil, enquanto os bancos cooperativos – Banco Cooperativo do Brasil S.A. (Bancoob) e Banco Cooperativo Sicredi (Bansicredi) –, foram autorizados a captar recursos nessa modalidade,



sujeitos à aplicação de 65% dos depósitos em crédito rural. Adicionalmente, o governo, em conjunto com o setor privado, aprimorou novos instrumentos de captação de recursos provenientes das poupanças interna e externa, tais como o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário.

Em relação aos instrumentos tradicionais de apoio à comercialização e à garantia de renda, foram mantidos a Aquisição do Governo Federal (AGF), a Linha Especial de Crédito (LEC), os Contratos de Opção de Venda, a recompra ou repasse desses contratos, o Prêmio e o Valor de Escoamento de Produto (PEP e VEP, nessa ordem), a Cédula de Produto Rural (CPR), além das operações com Notas Promissórias e Duplicatas Rurais (DR). Para o Empréstimo do Governo Federal (EGF), atualmente, a principal exigência é o penhor da mercadoria financiada na operação, sem substituição de garantias, a não ser em casos determinados.

## Produção industrial

A produção da indústria vem apresentando taxas de crescimento expressivas nos últimos meses, sustentadas pela consolidação da retomada da demanda doméstica e pela continuidade do excelente desempenho exportador. Esses resultados, traduzidos em patamar produtivo recorde por três meses sucessivos, em maio, junho e julho, ratificam o vigor do movimento expansionista, evidenciando que as taxas mensais negativas registradas nos dois primeiros meses do ano correspondiam, de fato, a uma acomodação temporária da atividade fabril após o forte crescimento observado ao longo do segundo semestre de 2003.

A produção industrial cresceu 3,8% no trimestre maio-julho, ante o trimestre encerrado em abril, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE. Considerando a comparação entre a produção acumulada nos sete primeiros meses de 2004 e 2003, a expansão alcançou 7,8%. Esses resultados refletem o avanço da indústria de transformação, com taxas de 3,6% no trimestre e de 8,2% no acumulado do ano, e a relativa estabilidade da indústria extrativa, cujo produto cresceu 0,2% e 0,5% nas mesmas bases de comparação. Na série mensal dessazonalizada, a produção industrial de julho de 2004 foi 8,3% superior ao nível médio de 2002, e 12,6% maior do que o baixo patamar atingido em junho de 2003.

### Produção industrial

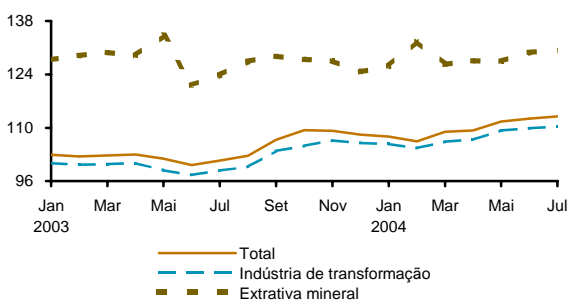
Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
<b>Indústria geral</b>				
No mês <sup>1/</sup>	0,3	2,1	0,7	0,5
Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup>	-0,1	2,3	3,1	3,8
Mesmo mês do ano anterior	6,7	7,8	13,0	9,6
Acumulado no ano	6,1	6,4	7,5	7,8
Acumulado em 12 meses	2,0	2,8	3,9	5,0
<b>Indústria de transformação</b>				
No mês <sup>1/</sup>	0,5	2,3	0,5	0,4
Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup>	-0,2	1,9	2,9	3,6
Mesmo mês do ano anterior	7,1	8,5	13,3	9,8
Acumulado no ano	6,5	6,9	8,0	8,2
Acumulado em 12 meses	2,0	2,9	4,1	5,2
<b>Extrativa mineral</b>				
No mês <sup>1/</sup>	0,8	-0,1	1,8	0,4
Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup>	2,3	-0,5	-0,2	0,2
Mesmo mês do ano anterior	-1,3	-4,9	7,2	5,4
Acumulado no ano	-0,9	-1,7	-0,3	0,5
Acumulado em 12 meses	1,4	0,4	1,3	1,9

Fonte: IBGE

<sup>1/</sup> Dados dessazonalizados.

## Produção industrial

Dados dessazonalizados  
2000=100



Fonte: IBGE

## Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
<b>No mês<sup>1/</sup></b>				
Produção industrial	0,3	2,1	0,7	0,5
Bens de capital	2,0	3,8	0,7	- 1,1
Bens intermediários	0,3	2,0	0,0	2,3
Bens de consumo	0,4	1,2	1,5	- 0,7
Duráveis	3,4	3,9	3,8	1,1
Semi e não duráveis	0,4	1,3	0,5	- 1,0
<b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b>				
Produção industrial	- 0,1	2,3	3,1	3,8
Bens de capital	- 0,8	5,0	6,3	6,4
Bens intermediários	1,6	2,8	2,8	3,5
Bens de consumo	- 1,0	- 0,1	1,5	2,4
Duráveis	0,9	4,2	7,3	9,9
Semi e não duráveis	- 1,6	- 1,3	0,7	1,5
<b>No ano</b>				
Produção industrial	6,1	6,4	7,5	7,8
Bens de capital	22,3	23,5	25,1	24,9
Bens intermediários	4,8	5,3	6,2	6,7
Bens de consumo	4,7	4,7	5,8	6,0
Duráveis	21,0	21,5	24,0	24,5
Semi e não duráveis	1,1	0,9	1,8	2,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Os resultados positivos foram disseminados entre todas as categorias de uso, mas o crescimento foi liderado pela produção de bens duráveis e de bens de capital. A produção de bens de consumo duráveis apresentou aumento dessazonalizado de 9,9% no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior, e aumento de 24,5% nos primeiros sete meses de 2004, relativamente ao período correspondente em 2003. A produção de bens de capital, por sua vez, cresceu 6,4% no trimestre e 24,9% nos primeiros sete meses do ano, estando esse resultado associado ao desempenho dos segmentos máquinas e equipamentos para extração mineral e para construção, 40,4%; caminhões e ônibus, 36,7%; construção e montagem de embarcações, 18%; construção e montagem de aeronaves, 17,3%; tratores, máquinas e equipamentos agrícolas, 15,8%; e máquinas e equipamentos para fins industriais e comerciais, 11,2%.

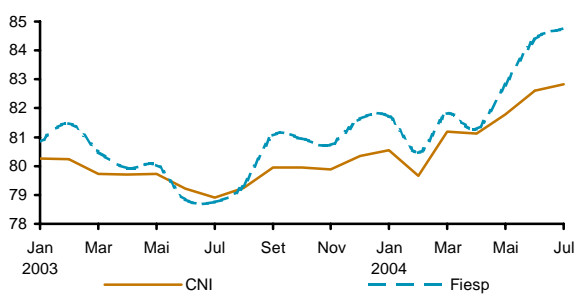
A evolução da produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis reforça a percepção de que a retomada atingiu setores direcionados ao mercado interno e menos sensíveis às condições de crédito. A produção dessa categoria apresentou aumento de 1,5% no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados, destacando-se a produção de sabões, sabonetes, detergentes e produtos de limpeza, 21,1%; conservas de frutas e legumes, molhos e condimentos, 9,7%; abate de suínos e bovinos e preparação de carnes, 9,3%; artefatos de perfumaria e cosméticos, 8,1%; café, 7,4%; e calçados, 6,7%. Nos primeiros sete meses de 2004, relativamente ao período correspondente em 2003, a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis cresceu 2%. A produção da categoria de bens intermediários, que inclui a indústria extrativa mineral, apresentou resultados inferiores à média: aumento dessazonalizado de 3,5% no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior, e de 6,7% nos primeiros sete meses, relativamente ao período correspondente em 2003.

A aceleração da atividade industrial não esteve concentrada em setores isolados. Pelo contrário, a análise segmentada confirma a difusão de desempenhos favoráveis, na medida em que, dos 26 gêneros da indústria de transformação, apenas quatro apresentaram variação negativa na comparação dessazonalizada do trimestre maio-julho com o trimestre anterior. Considerando nível mais fino de desagregação, registrou-se, na mesma base de comparação, crescimento da produção de 82% dos 66 segmentos da PIM cujas séries são extensas o bastante para permitir dessazonalização.

### Utilização da capacidade instalada

Dados dessazonalizados

Percentual médio



Fonte: CNI e Fiesp

### Indústria automobilística – Produção e vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2004				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
<b>No mês<sup>1/</sup></b>					
Produção de autoveículos	-3,7	3,2	5,4	7,2	3,3
Vendas totais	-10,6	4,2	15,0	6,6	-1,3
Mercado interno	-5,6	3,1	9,9	3,2	-4,3
Exportações	-17,6	-2,2	40,4	0,4	8,7
<b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b>					
Produção de autoveículos	-1,1	2,2	3,1	9,2	12,6
Vendas totais	-3,4	-5,4	-3,8	9,2	18,2
Mercado interno	-3,4	-6,5	-3,5	4,8	10,7
Exportações	0,1	0,9	-1,3	16,8	33,2
<b>No ano</b>					
Produção de autoveículos	13,3	12,3	14,8	18,0	21,3
Vendas totais	15,0	14,4	15,6	18,8	20,6
Mercado interno	18,2	18,0	20,4	21,4	22,0
Exportações	6,5	5,5	4,4	12,5	17,4

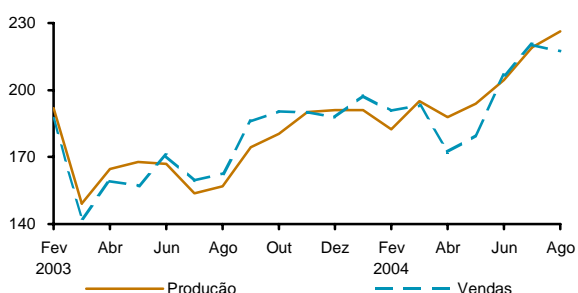
Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

### Produção automobilística

Dados dessazonalizados

1992=100



Fonte: Anfavea

As exportações industriais continuaram exercendo influência marcante no desempenho do setor. Os volumes de vendas externas de produtos semimanufaturados e manufaturados expandiram-se 14,7% e 13,8%, respectivamente, no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior, após ajuste sazonal. Destacou-se, no período, o aumento das exportações de bens de capital, 22,9%, e de bens de consumo duráveis, 24,5%. Nos primeiros sete meses de 2004, as exportações de semimanufaturados elevaram-se 11,5% e as de manufaturados, 25,9%, relativamente às do mesmo período do ano anterior.

A recuperação da atividade fabril desde meados de 2003 tem se refletido sobre o grau de utilização do parque industrial (vide boxe Indústria: Capacidade Produtiva e Investimentos). O nível médio de utilização da capacidade instalada vem crescendo sistematicamente, tendo atingido 84,1% no segundo trimestre do ano, na série dessazonalizada, conforme a Fundação Getúlio Vargas (FGV). Entre as categorias de uso, os avanços mais significativos no trimestre, em relação ao trimestre anterior, ocorreram nas indústrias de bens de consumo, 6,2 p.p., e de bens de capital, 3,8 p.p. Ainda assim, são os segmentos produtores de bens intermediários que continuam apresentando níveis de ocupação mais elevados. Contudo, a recuperação dos níveis de investimentos, delineada desde o terceiro trimestre de 2003, e concentrada nesses segmentos, tende a amenizar potenciais limitações ao desempenho da cadeia produtiva.

Outros indicadores ratificaram o recente vigor da produção industrial. A indústria automobilística obteve desempenho excepcional nos últimos meses, tanto no que se refere à produção, quanto no que diz respeito às vendas, sejam internas ou externas. De acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção do setor elevou-se 12,6%; as vendas internas, 10,7%; e as exportações, 33,2%, no trimestre junho-agosto, ante o trimestre anterior, em termos dessazonalizados. Nos primeiros oito meses do ano, comparativamente a igual período de 2003, produção, vendas internas e exportações cresceram 21,3%, 22% e 17,4%, respectivamente.

As vendas industriais reais seguiram trajetória consistente de crescimento, atingindo variação dessazonalizada de 6,1% no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior, de acordo com a Confederação Nacional da Indústria (CNI). Em que pesem as diferenças de cobertura e metodologia entre os índices disponíveis de produção e de vendas da indústria, vale notar que, nessa

## Indústria: Capacidade Produtiva e Investimentos

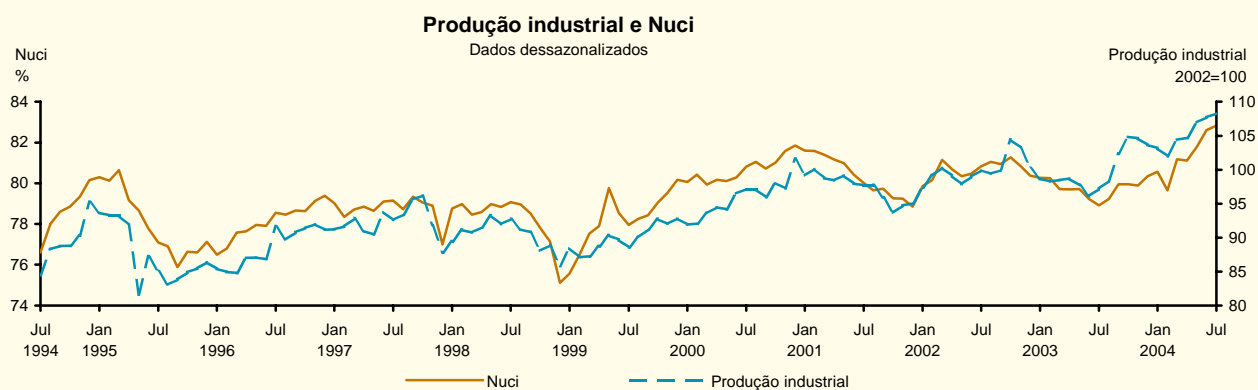
---

O vigor da atividade industrial, que continua a crescer a partir de patamares já elevados historicamente, tem suscitado questionamentos acerca da capacidade do setor em suprir, prontamente, a demanda adicional e garantir a continuidade do processo de expansão, constituindo-se em um foco importante de preocupação da política monetária. De fato, a avaliação da evolução recente dos indicadores do Nível de Utilização da Capacidade Instalada da Indústria (Nuci) mostra sua elevação contínua e justifica o monitoramento, especialmente em determinados setores de bens intermediários.

O Nuci médio vem crescendo sistematicamente desde meados de 2003, atingindo 84,1% no segundo trimestre deste ano, patamar não observado desde o ciclo de crescimento ocorrido em 2000-2001, de acordo com dados dessazonalizados, a partir de publicação da Fundação Getulio Vargas (FGV). O valor mais elevado registrado anteriormente ocorrera no primeiro trimestre de 1995, durante o período que se seguiu à implementação do Plano Real.

Outra medida de Nuci na indústria, apurada pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) em doze estados, também mostra crescimento, ao alcançar 82,8% em julho de 2004, maior valor registrado na série. Assim como nos dados da FGV, picos anteriores de Nuci são observados em 1995, por efeito do plano Real, e no final de 2000, após a mudança do regime cambial e da implantação do sistema de metas de inflação.

Os dados da FGV mostram que todas as categorias apresentaram, no segundo semestre de 2004, índices de Nuci superiores aos observados em



2002 e em 2003, registrando-se o patamar mais elevado em bens intermediários: 87,1%. A análise dos 21 principais setores revela que os maiores níveis situaram-se, principalmente, no segmento de bens intermediários, destacando-se os gêneros celulose e papel, borracha e plásticos, metalúrgica, têxteis e mecânica.

#### Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci)

	2004 II <sup>1/</sup> (Nuci atual)	Máximo <sup>1/</sup>	Período	Média <sup>1/</sup>	Desvio-padrão	%
	(a)			(b)	(c)	(a) - (b) - (c)
Indústria de transformação	84,1	85,2	I-1995	80,2	3,4	0,5
Bens de capital	82,4	84,7	IV-2000	73,7	6,0	2,8
Bens intermediários	87,1	89,6	III-1996	84,9	2,3	-0,1
Bens de consumo	81,0	87,6	IV-1994	78,5	4,3	-1,8
Material de construção	81,0	86,0	IV-2000	78,6	5,8	-3,4
Perfumaria, sabões, detergentes, glicerinas	90,6	91,6	III-1994	75,7	8,6	6,3
Mecânica	87,1	87,1	II-2004	74,9	7,3	4,9
Produtos alimentares	85,2	85,6	III-2003	78,4	3,8	3,0
Têxtil	91,0	91,2	IV-2002	84,2	4,7	2,1
Celulose, papel e papelão	95,3	95,6	IV-1994	90,5	3,0	1,8
Mobiliário	84,0	85,3	I-1995	76,8	5,6	1,6
Metalúrgica	92,1	93,0	III-1996	86,9	3,6	1,5
Matérias plásticas	85,4	87,6	IV-1994	78,0	6,7	0,7
Borracha	93,6	94,7	IV-1994	87,3	6,1	0,1
Material elétrico e de comunicações	78,9	83,2	IV-1995	73,4	6,6	-1,2
Madeira	86,4	94,9	IV-2000	82,7	5,1	-1,4
Vestuário, calçados e artefatos de tecidos	84,0	88,0	II-2000	79,2	6,3	-1,5
Diversas	81,1	86,5	IV-1998	74,7	8,5	-2,2
Química	83,8	90,1	I-1995	84,6	1,8	-2,5
Minerais não metálicos	80,0	87,4	I-1995	79,1	5,5	-4,6
Couros e peles	79,5	86,4	IV-1999	78,8	5,6	-4,8
Editorial e gráfica	77,4	90,4	II-1995	76,8	7,3	-6,8
Bebidas	72,7	90,0	II-1991	72,5	8,5	-8,3
Material de transporte	76,2	91,4	I-1995	79,3	6,3	-9,4
Produtos farmacêuticos e veterinários	60,9	88,0	IV-1997	75,3	7,9	-22,3
Fumo	58,9	97,5	II-1993	75,2	9,2	-25,5

Fonte: FGV

1/ Dados dessazonalizados.



Na indústria metalúrgica, os ramos com Nuci mais tomados são os de produtos metalúrgicos para uso doméstico e de ferro e aço (primários, semi-acabados). Na indústria alimentícia, os mais elevados índices de ocupação encontram-se nos segmentos preparação do leite e laticínios e abate e conservas de origem animal (carne e pescado). Na indústria química, devem ser considerados os itens fabricação de resinas, fibras e fios artificiais, enquanto no gênero de material de transporte, os produtores de peças e acessórios para veículos aproximam-se da capacidade limite. Destaque-se que as conclusões de nota técnica recentemente elaborada pela CNI<sup>1</sup> convergem no mesmo sentido, indicando que, em setores específicos, que estão operando em níveis de utilização historicamente elevados, são necessários investimentos para garantir a continuidade da expansão.

Embora os dados desagregados por setores indiquem que poucos segmentos encontram-se com níveis de utilização próximos aos respectivos recordes históricos, uma análise mais cuidadosa desses dados, considerando seu padrão de variação ao longo do tempo, revela que a elevação dos Nuci não é um fenômeno tão concentrado quanto poderia parecer à primeira vista. O nível atual de Utilização de Capacidade Instalada (UCI) é superior à soma da média<sup>2</sup> e do desvio-padrão da série em 9 dos 21 principais segmentos, e outros cinco setores aproximam-se dessa situação.

Muitos segmentos industriais que apresentam grau mais elevado de utilização da capacidade instalada correspondem àqueles que expandiram substancialmente suas exportações nos últimos anos, conforme ilustrado no quadro a seguir, que relaciona a evolução da exportação e do nível de UCI de setores correspondentes nas pesquisas da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e da FGV. Mencione-se que, motivadas por essas expansões, empresas desses segmentos vêm realizando investimentos com o intuito de ampliar sua capacidade de produção. Ainda assim, considerando-se o período de maturação dos investimentos, é possível que, temporariamente, a capacidade instalada de

---

1/ MOL, P., FONSECA, R. Aumento da utilização da capacidade instalada requer retomada do investimento. Brasília: CNI, agosto de 2004 (Nota Técnica 1).

2/ Dados dessazonalizados, desde 1991.

## Crescimento das exportações (*quantum*) e Nuci – Segmentos selecionados

%

Segmentos selecionados	Exportações			Segmento associado <sup>2/</sup>	Nuci	
	2002	2003	2004 <sup>1/</sup>		2004 II	Recorde
Manufaturados	5,2	20,9	24,9			
Semi-manufaturados	14,0	9,7	9,9			
Bens de capital	-5,9	16,1	52,3	Bens de capital	82,4	84,7
Bens intermediários	10,4	15,6	13,5	Bens intermediários	87,1	89,6
Máquinas e tratores	4,0	54,8	65,5	Mecânica	87,1	87,1
Têxtil	-4,6	39,2	9,5	Têxtil	91,0	91,2
Celulose, papel e gráfica	4,7	27,1	11,0	Celulose, papel e papelão	95,3	95,6
Metalurgia não ferrosos	19,5	4,7	11,5	Metalúrgica	92,1	93,0
Outros metalúrgicos	17,1	4,7	10,2	Metalúrgica	92,1	93,0
Siderurgia	19,3	15,9	4,5	Metalúrgica	92,1	93,0
Borracha	8,0	23,8	5,5	Borracha	93,6	94,7
Madeira e mobiliário	18,2	21,5	31,5	Mobiliário	84,0	85,3
Peças e outros veículos	-3,5	1,9	28,8	Material de transporte	76,2	91,4
Veículos automotores	4,2	37,6	42,6	Material de transporte	76,2	91,4

Fonte: Funcex e FGV

1/ Acumulado até junho.

2/ Aproximação; não há correspondência exata entre a classificação dos segmentos do IBGE, da FGV e da Funcex.

determinados segmentos seja insuficiente para atender, ao mesmo tempo, a todo o seu potencial de exportação e à expansão da demanda doméstica.

Indicadores de investimentos em nível agregado sinalizam estar ocorrendo ampliação da capacidade produtiva, atenuando a apreensão quanto à ocorrência de obstáculos ao processo de crescimento no médio prazo. Desde o terceiro trimestre de 2003, a Formação Bruta de Capital Fixo vem apresentado variações positivas ante o trimestre imediatamente anterior na série dessazonalizada, tendo crescido 6,8% no primeiro semestre de 2004, em relação ao mesmo período de 2003, segundo as Contas Nacionais Trimestrais. Outro indicador que evidencia a expansão dos fluxos de investimentos é o de absorção de bens de capital. Considerando os primeiros sete meses de 2004, comparativamente a igual período do ano anterior, a produção de bens de capital cresceu 24,9% e as importações aumentaram 7,9%, variações que garantiram o crescimento da absorção em 12,8%, mesmo com as exportações expandindo-se 54,5%, no período.

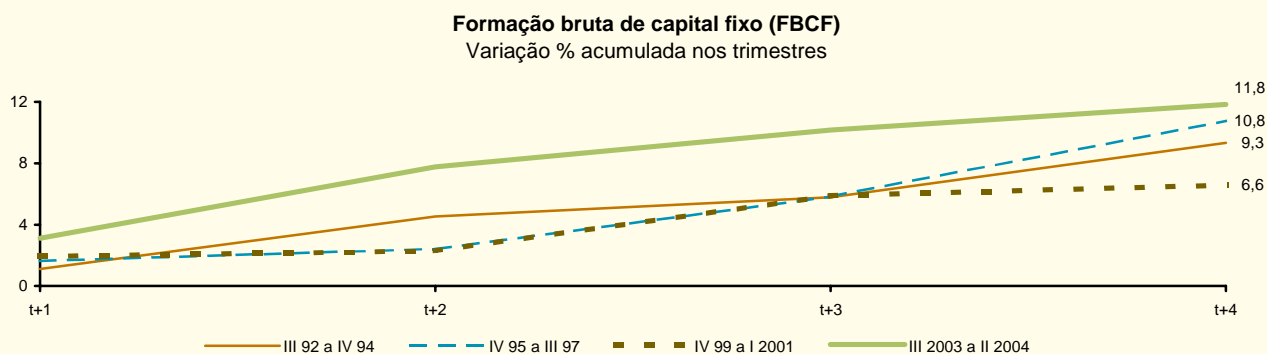
Deve-se mencionar que o período em que teve início esse ciclo de investimento – terceiro trimestre de 2003 – surpreendeu os analistas que apontavam, à época, o excesso de ociosidade do

parque fabril e o caráter incipiente do movimento de expansão como entraves à retomada dos investimentos. Aparentemente, prevaleceram sobre a decisão de investir as perspectivas de ganhos diante da expectativa de recuperação da demanda interna e o fortalecimento dos fundamentos econômicos, notadamente no âmbito das contas externas, da gestão fiscal e do controle da inflação.

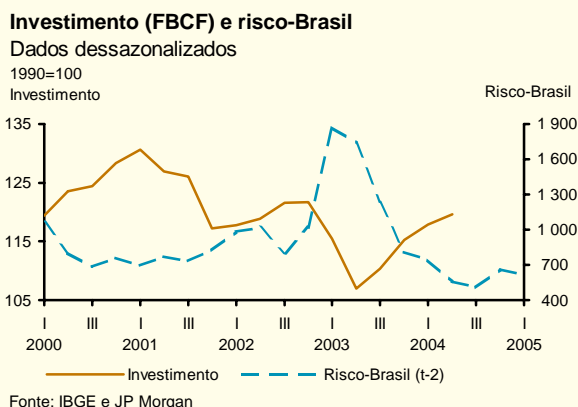
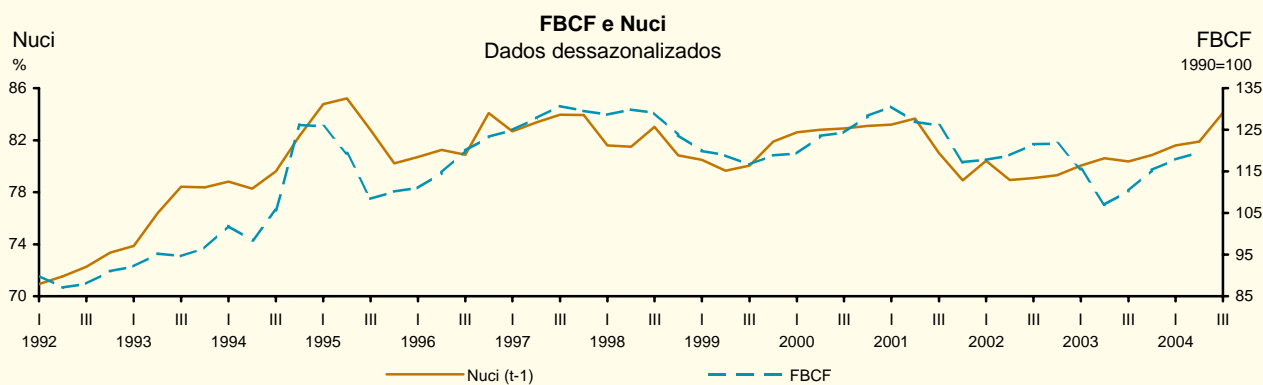
A intensidade com que os investimentos expandiram nesse período evidencia a influência desses aspectos. Considerando dados a partir de 1991, quatro períodos de retomada da atividade industrial, incluindo o observado atualmente, podem ser assinalados. Os três anteriores iniciaram-se no terceiro trimestre de 1992 e no quarto trimestre de 1995 e de 1999.



Em todos esses períodos, os investimentos acompanharam a expansão produtiva. No movimento atual, entretanto, a recuperação desses fluxos tem ocorrido de modo mais intenso, como evidenciam os dados trimestrais das contas nacionais.



Adicionalmente, indicadores antecedentes para o investimento sugerem que o movimento de retomada tende a se manter. O Nuci mostra-se altamente correlacionado à evolução da formação bruta de capital, decorrência da reação natural das empresas em ampliar a capacidade diante da perspectiva de entraves ao fluxo produtivo. Assim, o aumento expressivo da ocupação de capacidade prenuncia continuidade do dinamismo dos investimentos.



Outra variável antecedente do nível de investimento, a percepção de risco-país, aponta no mesmo sentido. O nível mais baixo do risco-Brasil, medido pelo *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), e sua trajetória declinante nos últimos meses afetam favoravelmente as expectativas de empresários e consumidores, bem como o custo do crédito para as empresas que tomam recursos no exterior, atuando como fator adicional à continuidade da recuperação dos investimentos.

Em síntese, o aumento contínuo do nível de utilização da capacidade instalada da indústria, registrado nas estatísticas da FGV e da CNI, desperta inquietações por sua magnitude e sua abrangência setorial, na medida em que a redução da ociosidade tende a se refletir gradualmente na dinâmica dos preços. Saliente-se que, mesmo quando a produção ainda está aquém do limite físico das instalações existentes, já começa a aumentar o custo unitário das partidas adicionais que se pretendam fabricar – ou seja, dados os fatores fixos disponíveis, o custo marginal é normalmente crescente com o nível de produção. Esse fenômeno, aliás, é a justificativa econômica para que, em diagramas convencionais

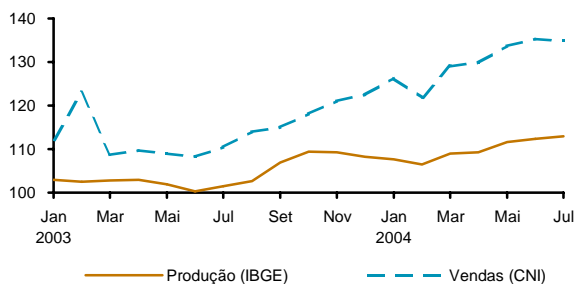
de oferta e demanda, as curvas de oferta tenham formato ascendente, associando níveis de preço mais altos a maiores quantidades transacionadas. Medidas emergenciais, como turnos múltiplos de produção ou importações que não seriam competitivas em condições normais de mercado, podem ser capazes de evitar o desabastecimento, mas não mitigam as pressões de custos inerentes a um nível de ocupação progressivamente mais elevado. Registre-se, entretanto, o fluxo crescente de investimentos, assim como suas perspectivas para os próximos meses, refletindo os esforços empreendidos para a ampliação da capacidade produtiva industrial, processo que deverá favorecer o retorno a níveis de UCI mais confortáveis.



## Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados

2000=100



Fontes: IBGE e CNI

## Estoques na indústria de transformação<sup>1/</sup>

Discriminação	2003			2004	
	II	III	IV	I	II
<b>Indústria de transformação</b>					
Produtos finais	56,3	54,6	52,1	50,6	50,3
Matérias-primas e intermediários	48,5	49,6	48,2	47,6	48,7
<b>Grandes empresas</b>					
Produtos finais	58,9	57,1	53,5	52,2	52,1
Matérias-primas e intermediários	52,6	52,9	50,6	49,7	51,5
<b>Pequenas e médias empresas</b>					
Produtos finais	54,9	53,2	51,3	49,8	49,4
Matérias-primas e intermediários	46,2	47,8	46,8	46,5	47,3

Fonte: CNI

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

comparação trimestral, o ritmo de crescimento das vendas permaneceu superior ao da produção industrial, sugerindo que tenha prosseguido, em termos agregados, a tendência de ajuste de estoques que já vinha sendo observada. A Sondagem Conjuntural da FGV, divulgada em julho, confirma essa hipótese. De acordo com essa pesquisa, a situação dos estoques foi considerada normal para 72% das indústrias, o maior percentual alcançado por esse indicador desde o início da série. Dados da CNI corroboram a percepção de normalidade dos estoques de produtos finais.

O dinamismo da indústria traduziu-se ainda, segundo a CNI, em aumentos dessazonalizados de 1,9% no emprego e de 1,4% na massa salarial do setor, no trimestre maio-julho, ante o trimestre anterior.

As expectativas do empresariado sinalizam otimismo quanto ao curto prazo. O Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), apurado pela CNI, atingiu, em julho, o nível mais elevado para esta época do ano, desde 2000. A Sondagem Conjuntural da FGV também confirmou essa perspectiva ao evidenciar que 57% das empresas pesquisadas previam ampliação da demanda entre julho e setembro, enquanto 9% projetavam queda. No mesmo sentido, 53% das empresas pretendiam aumentar a produção nesses meses, enquanto 8% esperavam reduzi-la. A projeção para o mercado de trabalho continua favorável, com a proporção de empresas que pretendia contratar superando em 27 p.p. a proporção das que tencionava demitir, no melhor resultado para esta época do ano desde 1986.

Os indicadores industriais, portanto, referendam as expectativas de que a indústria prossiga em crescimento, com repercussões favoráveis sobre o mercado de trabalho. A recuperação do mercado de trabalho, por sua vez, deverá ter papel cada vez mais importante à expansão da demanda interna, dando sustentação ao impulso agregado e contribuindo para rebalancear progressivamente o desempenho relativo dos vários setores da economia doméstica.

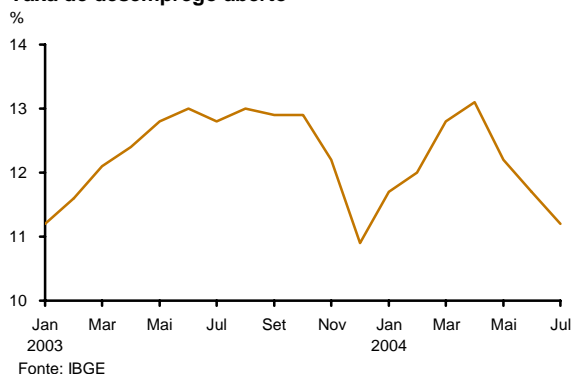
## 1.3 Mercado de trabalho

### Emprego

O mercado de trabalho tem refletido, nos últimos meses, a expansão da atividade econômica. A criação de novos postos de trabalho acentuou-se a partir do segundo trimestre, evidenciada tanto pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, que incorpora seis regiões

metropolitanas do país, como pelas estatísticas de abrangência nacional divulgadas pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).

### Taxa de desemprego aberto



### Ocupação por categoria

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Total de ocupados	0,7	0,8	0,4	0,9
Categoria ocupacional				
Com carteira assinada	-0,1	1,5	0,3	0,2
Sem carteira assinada	3,7	1,8	-0,1	0,4
Trabalhadores não remunerados, militares e funcionários estatutários	1,2	1,1	1,2	4,7
Por conta própria	-1,6	-2,6	0,2	2,7
Empregadores	0,5	3,9	3,2	-1,4

Fonte: IBGE

### Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)				No ano
	2004				
	Abr	Mai	Jun	Jul	
Total	187,5	291,8	207,9	202,0	1 236,7
Indústria de transformação	64,4	89,5	47,5	56,0	382,4
Comércio	27,2	39,9	28,3	33,6	164,4
Serviços	49,0	56,1	39,6	42,7	309,5
Construção civil	12,7	14,7	10,0	10,7	71,3
Agropecuária	28,8	86,9	78,5	55,2	271,6
Serviços ind. de util. pública	0,5	0,8	0,5	0,9	5,0
Outros <sup>1/</sup>	5,0	4,0	3,5	3,0	32,5

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

A taxa de desemprego aberto apurada pela PME registrou quedas mensais sucessivas após abril, mês em que atingiu o pico de 13,1%, recuando para 11,2% em julho. Como resultado dessa evolução, a taxa de desemprego média nos sete primeiros meses de 2004 situou-se 0,2 p.p. abaixo da registrada em igual período de 2003. Ressalte-se que a redução do desemprego desde abril decorreu, principalmente, da geração de novos postos de trabalho, com a população economicamente ativa mantendo-se estável nesse período. Segundo a PME, foram criados 347,6 mil postos no trimestre maio-julho, em contraste com a eliminação de 43,5 mil empregos no período correspondente de 2003.

Por categorias, a maior parte das novas ocupações ocorreu no segmento com carteira assinada, com 162,7 mil novas vagas no trimestre maio-julho, sinalizando maior confiança do empresariado na retomada da atividade econômica. Adicionalmente, foram criados 90 mil empregos na categoria trabalhadores sem carteira e 94,9 mil nas demais categorias.

Em relação ao emprego formal, dados do MTE para todo o país indicaram continuidade da expansão no trimestre maio-julho. Foram efetuadas cerca de 702 mil contratações no período, ante 303 mil em igual trimestre de 2003. O saldo relativo aos primeiros sete meses do ano totalizou 1.237 mil novas vagas, ante 598 mil em 2003 e 742 mil em 2002. O ritmo mais acelerado de criação de postos foi generalizado entre os setores, ocorrendo com maior intensidade na indústria de transformação, segmento no qual foram geradas 382 mil vagas até julho, ante 118 mil em 2003, refletindo a forte recuperação da atividade fabril. O setor de serviços contribuiu com 309 mil novos postos; a agropecuária, com 272 mil; e o comércio, com 164 mil, números significativamente mais elevados que os verificados no mesmo período de 2003 (169 mil, 232 mil e 69 mil, respectivamente). Assinale-se, ainda, a evolução do emprego na construção civil, com geração de 71 mil postos no período, comparativamente aos 17 mil gerados de janeiro a julho de 2003.

O processo de geração de empregos registrado pelo MTE, em ritmo mais intenso do que o evidenciado pela PME, sugere o maior dinamismo do mercado de trabalho no interior do país em relação às regiões metropolitanas, conforme

apontado no último "Relatório de Inflação". Em parte, pode-se atribuir essa diferença ao dinamismo e à formalização do emprego da agropecuária e ao processo de desconcentração geográfica da indústria.

Em relação ao emprego na indústria, estatísticas de entidades setoriais ratificaram o período favorável. De acordo com pesquisa da CNI em doze estados, o nível de emprego apresentou elevação dessazonalizada de 1,6% no segundo trimestre do ano em relação ao primeiro. Em junho e julho, a ocupação elevou-se a patamar não alcançado desde setembro de 1998, fato consistente com os níveis recordes da produção industrial apontados pelo IBGE para o período. Dos estados que integram a pesquisa, Goiás e Amazonas têm apresentado as maiores expansões do emprego, em relação ao ano anterior, com variações de 11,5% e 8,2%, respectivamente, no primeiro semestre.

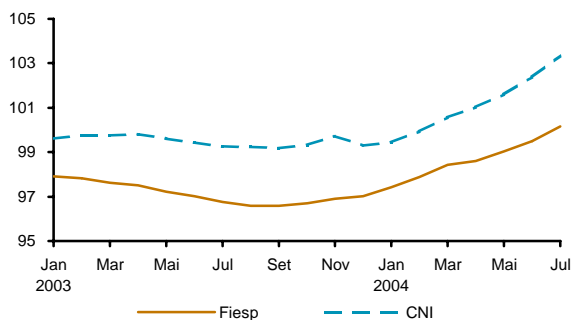
De acordo com a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), o emprego industrial em São Paulo aumentou 1% no primeiro semestre deste ano, comparativamente a igual período de 2003. Em junho, o emprego medido pela Fiesp cresceu, em termos dessazonalizados, 0,5% ante o mês anterior. Adicionalmente, estatísticas de sindicatos patronais do estado indicaram a abertura de 42 mil vagas, de janeiro a julho.

## Rendimentos

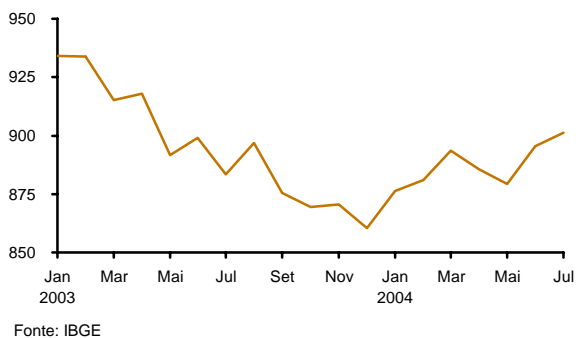
Depois de apresentar recuo em abril e em maio, os rendimentos médios habituais dos trabalhadores tornaram a elevar-se nos dois meses seguintes, retomando a tendência de recuperação delineada desde o início deste ano. De acordo com a PME, os rendimentos reais, considerado como deflator o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), do IBGE, aumentaram 2% em julho, ante o patamar do mesmo mês de 2003, constituindo-se na primeira variação positiva da série nesse tipo de comparação. No acumulado do ano até julho, contudo, registrou-se retração de 2,6% do poder de compra médio, em relação ao mesmo período em 2003. Esse resultado refletiu declínios de 3,6% nos rendimentos reais dos empregados do setor público e de 0,5% nos percebidos pelos empregados do setor privado.

Levantamento do Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), a partir de 262 informações prestadas por entidades sindicais envolvidas em negociações coletivas, indicou melhora nas negociações salariais no primeiro semestre de 2004 em

**Emprego industrial**  
Dados dessazonalizados  
2000=100



**Rendimento habitual médio real**  
Em R\$ a preços de julho de 2004, deflacionado pelo INPC



relação a iguais períodos de anos anteriores. Nesse sentido, 79,4% das negociações resultaram em reajustes iguais ou superiores à inflação medida pelo INPC, acumulada nos doze meses anteriores à negociação, percentual mais elevado desde 1996. Outro indicador que revela o fortalecimento dos trabalhadores nas negociações salariais é a sensível redução do número de reajustes parcelados de 2003 para 2004, de 30% para 10%.

#### Negociações salariais – 1º semestre de 2004

Reajustes em relação ao INPC <sup>1/</sup>	%			
	Indústria	Comércio	Serviços	Total <sup>2/</sup>
Superior	57,9	37,5	34,7	47,3
Igual	25,7	37,5	39,8	32,1
Inferior	16,4	25,0	25,5	20,6
Participação <sup>3/</sup>	53,4	9,2	37,4	100,0

Fonte: Dieese

1/ INPC acumulado nos doze meses anteriores à negociação.

2/ 262 negociações.

3/ Participação setorial das empresas integrantes do levantamento.

Setorialmente, a indústria aparece como o segmento que ofereceu os maiores reajustes ao longo do primeiro semestre. Nesse período, 25,7% das empresas industriais concederam correção salarial baseada na variação do INPC, e 57,9% delas acordaram taxas de reajuste mais elevadas. Os trabalhadores de serviços e do comércio obtiveram resultados semelhantes, ambos com 75% das negociações oferecendo correção salarial igual ou superior à variação do INPC, proporção que, no ano anterior, foi de apenas 24% no setor de serviços e de 67% entre os comerciários. Em termos regionais, os reajustes mostraram-se mais favoráveis aos trabalhadores da região Sul, onde 91% dos acordos estabelecidos no primeiro semestre incorporaram taxas iguais ou superiores à variação do INPC. Nas regiões Sudeste e Nordeste, esse percentual atingiu 73% e 69,7%, respectivamente.

#### Salários médios reais e massa salarial real na indústria de transformação

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
<b>CNI</b>				
Massa salarial real	7,2	7,5	7,8	7,9
<b>Fiesp</b>				
Massa salarial real	8,2	8,4	8,4	8,5
Salário médio real	7,8	7,6	7,4	7,1

Fonte: CNI e Fiesp

De acordo com a CNI, os rendimentos dos trabalhadores da indústria de transformação apresentaram evolução favorável nos primeiros sete meses de 2004, com ganhos mensais médios de 7,8%, ante os mesmos meses de 2003, permanecendo o setor na liderança quanto às recomposições salariais. Essa análise é válida para todos os estados pesquisados, com os maiores ganhos ocorrendo na Bahia, 16,6%; Goiás, 15,1%; Santa Catarina, 13,5%; e Rio Grande do Sul, 10,3%.

A massa salarial vem refletindo a evolução do emprego e dos rendimentos médios na indústria. Nos primeiros sete meses de 2004, em relação ao mesmo período do ano anterior, a massa salarial paga no setor aumentou 8,5% no estado de São Paulo, segundo a Fiesp, e 7,9% nos treze estados abrangidos pela pesquisa da CNI. Comparando dados dessazonalizados relativos aos trimestres encerrados em julho e em abril, as taxas de crescimento atingiram 1,5% e 1,4%, respectivamente.

## 1.4 Produto Interno Bruto

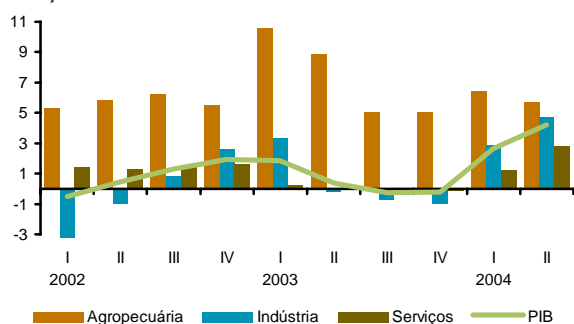
### Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Discriminação	Variação acumulada no ano					
	2003				2004	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	1,9	0,4	-0,3	-0,2	2,7	4,2
Consumo das famílias	-3,0	-4,5	-4,2	-3,3	1,2	3,1
Consumo do governo	-0,1	0,5	0,6	0,6	1,5	1,4
Formação bruta de capital fixo	-1,7	-6,2	-7,2	-6,6	2,2	6,8
Exportação	18,4	24,3	15,8	14,2	19,3	17,8
Importação	-5,8	-5,9	-5,8	-1,9	11,7	13,0

Fonte: IBGE

### Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

### Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação percentual					
	2003				2004	
	I	II	III	IV	I	II
Acumulado no ano	1,9	0,4	-0,3	-0,2	2,7	4,2
Acumulado em 4 trimestres	2,5	1,9	0,7	-0,2	0,0	1,7
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	1,9	-1,1	-1,5	-0,1	2,7	5,7
Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal	-1,1	-1,2	0,4	1,7	1,7	1,5

Fonte: IBGE

### Produto Interno Bruto

Discriminação	Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal					
	2003				2004	
	I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	-1,1	-1,2	0,4	1,7	1,7	1,5
Agropecuária	2,5	0,1	-3,0	5,0	3,3	-0,3
Indústria	-2,8	-3,5	3,0	1,7	1,5	0,2
Serviços	-0,5	-0,5	0,1	1,1	0,5	2,5

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 4,2% no primeiro semestre de 2004, em relação ao mesmo período de 2003, o melhor resultado desde 2000 nessa base de comparação. Assinale-se que o resultado positivo foi generalizado entre os componentes do agregado, fazendo-se a decomposição quer pela ótica do produto, quer pela da demanda.

Entre os componentes da demanda, manteve-se o dinamismo do comércio exterior, evidenciado pelas expansões de 17,8% das exportações e de 13% das importações, no semestre. O aumento de 3,1% no consumo das famílias, no mesmo período, assume especial relevância no processo de sustentação do crescimento econômico, quando se considera sua participação de 56,9% na composição do PIB, assim como os resultados negativos que apresentou nos últimos três anos. A variação positiva desse componente no primeiro semestre do ano refletiu a recuperação da renda, em especial da massa salarial, reflexo do crescimento contínuo do emprego. A formação bruta de capital fixo foi o componente da demanda interna que mais cresceu nos primeiros seis meses do ano, comparativamente a igual período de 2003, com expansão de 6,8%. Esse comportamento, resultante tanto do aumento dos investimentos na construção civil como em bens de capital, cuja absorção cresceu 21% no mesmo período, mostrou-se consistente com a perspectiva de crescimento do nível da atividade e com a evolução favorável dos fundamentos econômicos. Por fim, a variação de 1,4% no consumo do governo no semestre manteve-se em patamar semelhante ao observado no primeiro trimestre do ano.

Setorialmente, a agropecuária cresceu 5,7% no primeiro semestre de 2004, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto a indústria e o setor de serviços apresentaram expansões de 4,7% e de 2,8%, respectivamente. O crescimento da agropecuária continuou a refletir o dinamismo das exportações de produtos básicos, cujo *quantum* se elevou em 14,4% na mesma base de comparação, segundo dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), assim como o aumento de produtividade do setor, ambos estimulados pela manutenção, em 2004, dos preços favoráveis aos agricultores observados ao longo de 2003.

O crescimento do setor industrial refletiu expansões de 7,3% na indústria de transformação e de 2% nos serviços industriais de utilidade pública e na construção civil. A produção extrativa mineral recuou 2,9% no semestre,

## Estimativa de Crescimento do PIB

---

O ritmo de expansão da economia no segundo trimestre deste ano superou as expectativas do início do período, sobretudo as relativas à atividade industrial. Em função desse desempenho e das perspectivas para os últimos dois trimestres de 2004, a estimativa para o crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB) no ano foi revisada para 4,4%, em lugar dos 3,5% constantes do último "Relatório de Inflação".

A produção fabril, após retomar níveis historicamente elevados ao final do primeiro trimestre, manteve crescimento intenso ao longo do segundo trimestre<sup>1</sup>, refletindo a continuidade do processo de recuperação da demanda interna e o aumento das exportações. Ainda no setor secundário, também a construção civil mostrou, no mesmo período, taxas de crescimento elevadas, como não se observava desde 2000.

O dinamismo da indústria tem se disseminado para o setor de serviços, repercutindo, em especial, sobre o desempenho dos subsetores *comércio e transportes*, bem como *instituições financeiras e outros serviços*, que registraram variações expressivas no segundo trimestre.

A agropecuária segue apresentando desempenho favorável, confirmando a expectativa de crescimento para o ano. O resultado negativo do segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior, após ajuste sazonal, era esperado devido à quebra de safra da soja, cujo maior impacto recai sobre esse período.

---

1/ Assinale-se que o resultado da indústria geral do segundo trimestre não acusou esse crescimento, após ajuste sazonal, o que pode ser atribuído a problemas metodológicos oriundos da Pesquisa Industrial Mensal (PIM). Seguindo exclusivamente os dados da nova PIM, a indústria geral (transformação e extrativa) registrou expansão de 3,1% no segundo trimestre, em relação ao primeiro, após ajuste sazonal.



## Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano		
	2003		2004
	Pesos	%	Estimado
Agropecuária	10,2	5,0	4,3
Indústria	38,7	-1,0	6,0
Extrativa mineral	4,0	2,8	2,1
Transformação	23,7	0,7	7,6
Construção civil	7,1	-8,6	4,6
Serviços industriais de utilidade pública	3,8	1,9	3,0
Serviços	56,7	-0,1	2,9
Comércio	7,7	-2,6	7,5
Transporte	2,0	-0,8	6,0
Comunicações	2,6	0,1	1,1
Instituições financeiras	7,3	0,1	3,8
Outros serviços	10,3	-0,5	3,2
Aluguel de imóveis	10,5	0,9	1,2
Administração pública	16,3	0,5	1,2
Valor adicionado a preços básicos		0,0	4,2
Impostos sobre produtos	11,8	-1,7	6,5
PIB a preços de mercado	111,8	-0,2	4,4

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

A percepção da manutenção da tendência de crescimento desses setores ao longo deste ano é fortalecida pela evolução recente de condicionantes da demanda. O crescimento contínuo da massa salarial observado nos últimos meses – tanto pela recuperação dos rendimentos como do nível de emprego – e a continuidade da expansão do crédito são elementos que tendem a dar sustentação aos gastos de consumo. Paralelamente, os indicadores de investimentos têm evoluído positivamente e devem mostrar crescimento nos dois últimos trimestres do ano, confirmando as expectativas delineadas por indicadores antecedentes. No cenário externo, as exportações tendem a manter o patamar elevado registrado nos primeiros oito meses do ano, devendo contribuir, nesse sentido, a perspectiva relativamente favorável quanto ao ritmo da retomada do nível da atividade da economia mundial no segundo semestre de 2004, a despeito do aumento recente dos preços do petróleo.

## Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano					
	2003		2004			
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Agropecuária	10,6	8,8	5,1	5,0	6,4	5,7
Indústria	3,3	-0,2	-0,7	-1,0	2,9	4,7
Extrativa mineral	4,2	1,8	2,1	2,8	-3,9	-2,9
Transformação	3,9	1,0	0,7	0,7	6,0	7,3
Construção civil	-0,9	-6,0	-7,7	-8,6	-2,3	2,0
Serviços ind. de utilidade pública	8,1	3,1	2,5	1,9	1,3	2,0
Serviços	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,2	2,8
Comércio	-0,2	-2,0	-3,4	-2,6	5,1	7,6
Transporte	-4,0	-2,3	-1,6	-0,8	7,4	6,9
Comunicações	2,4	2,7	1,4	0,1	-1,9	-1,0
Instituições financeiras	2,2	1,0	0,1	0,1	1,9	3,6
Outros serviços	-0,1	-1,0	-0,6	-0,5	-2,1	2,6
Aluguel de imóveis	0,4	0,6	0,6	0,9	1,1	1,3
Administração pública	0,2	0,6	0,5	0,5	1,1	1,5
Dummy financeiro	4,4	1,7	0,6	0,3	0,3	3,3
Valor adicionado a preços básicos	2,0	0,6	0,0	0,0	2,5	3,9
Impostos sobre produtos	0,5	-1,8	-2,4	-1,7	4,0	6,6
PIB a preços de mercado	1,9	0,4	-0,3	-0,2	2,7	4,2

Fonte: IBGE

## Indicadores de investimento

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup>				
Bens de capital				
Absorção <sup>2/</sup>	0,2	3,5	3,7	1,8
Produção	-0,8	5,0	6,3	6,4
Importação	4,3	5,1	2,9	0,3
Exportação	8,1	16,1	13,3	18,4
Insumos da construção civil	-0,3	2,8	2,7	3,8
No ano				
Bens de capital				
Absorção <sup>2/</sup>	9,9	12,2	13,8	12,8
Produção	22,3	23,5	25,1	24,9
Importação	3,9	5,9	8,9	7,9
Exportação	50,5	47,4	52,3	54,5
Insumos da construção civil	1,7	2,2	3,8	4,6
Financiamentos do BNDES	74,3	59,0	47,7	36,4

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

1/ Dados dessazonalizados.

2/ Produção + importação - exportação.

influenciada, principalmente, pela redução de 1,8% na produção de petróleo, segundo estatísticas da Agência Nacional de Petróleo (ANP).

A expansão no setor de serviços abrangeu praticamente todos os subsetores, ocorrendo com maior ênfase no comércio, 7,6%; transporte, 6,9%; instituições financeiras, 3,6%; serviços de administração pública, 1,5%; alugueis, 1,3%; além de “outros serviços”, 2,6%. No setor de comunicações, registrou-se redução de 1% nessa mesma base de comparação.

As séries das contas nacionais trimestrais ajustadas sazonalmente ainda precisam ser consideradas com cautela, tendo em vista as dificuldades metodológicas envolvidas no encadeamento dos dados da nova PIM às séries das contas nacionais, que deverão ser objeto de revisão por parte do IBGE quando da divulgação do PIB do terceiro trimestre do ano. Ainda assim, as séries dessazonalizadas mostraram crescimento do PIB pelo quarto trimestre consecutivo, com elevação de 1,5% no segundo trimestre do ano. Nessa comparação, o produto da agropecuária declinou 0,3%, fundamentalmente em razão da quebra da safra de soja, cuja colheita incide com maior peso no segundo trimestre. A produção da indústria mostrou-se estável, a despeito dos indicadores setoriais que evidenciam crescimento expressivo para o período, na mesma base de comparação. As distorções oriundas do encadeamento da PIM podem explicar essa disparidade. O setor de serviços, ainda mantendo a mesma base de comparação, cresceu 2,5% no período.

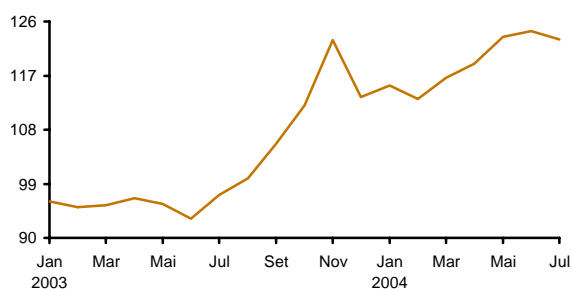
## 1.5 Investimentos

Os gastos com investimentos mantiveram-se em tendência crescente ao longo do primeiro semestre de 2004, comportamento observado desde o início do semestre anterior. A continuidade da expansão dos setores exportadores, a consolidação do processo de retomada dos demais segmentos produtivos e o fortalecimento dos fundamentos econômicos têm contribuído para essa evolução favorável.

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 6,8% no primeiro semestre de 2004, ante igual período de 2003. Tal desempenho vinha sendo antecipado por indicadores mensais da formação bruta de capital fixo, que haviam registrado crescimento, nos primeiros seis meses do ano, de 3,8% para a atividade de

### Produção de bens de capital

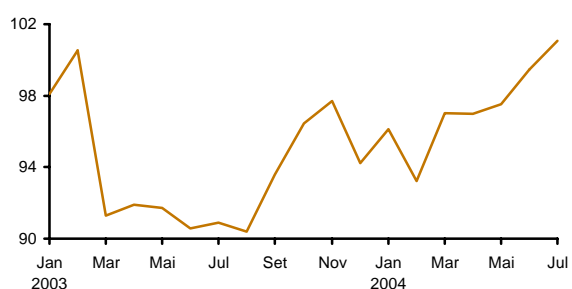
Dados dessazonalizados  
2002=100



Fonte: IBGE

### Produção de insumos para a construção civil

Dados dessazonalizados  
2002=100



Fonte: IBGE

### Produção de bens de capital

Discriminação	Variação acumulada no ano			
	2004			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No ano				
Bens de capital	22,3	23,5	25,1	24,9
Industriais	10,9	12,7	14,8	15,0
Seriados	16,4	18,0	19,9	20,2
Não seriados	-15,9	-13,8	-11,6	-11,5
Agrícolas	25,1	22,1	20,5	16,5
Peças agrícolas	22,9	9,6	7,3	3,3
Construção	28,9	25,6	28,1	32,3
Energia elétrica	12,3	14,9	11,8	12,9
Transportes	19,2	21,7	24,3	25,2
Misto	25,3	25,5	27,6	26,6

Fonte: IBGE

construção e de 25,1% para a produção de bens de capital. A absorção de bens de capital no semestre continuou se expandindo, porém em ritmo menor do que a produção de bens de capital, haja vista que as exportações de máquinas e equipamentos cresceram 52,3% e suas importações, 8,9%, nesse período. Indicadores já disponíveis para julho continuam a mostrar expansão da formação bruta de capital fixo, com a produção de insumos da construção civil e de bens de capital expandindo-se em 4,6% e 24,9%, respectivamente, na comparação entre os primeiros sete meses de 2004 e igual período de 2003. A exportação e a importação de bens de capital elevaram-se 54,5% e 7,9%, respectivamente, na mesma base de comparação.

Como reflexo da evolução favorável dos indicadores da formação bruta de capital fixo, a participação dos investimentos no PIB tem mostrado recuperação. Considerando o primeiro trimestre de 2004, essa participação correspondeu a 22,2%, segundo as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo IBGE, comparativamente a 20,1% em 2003. Os indicadores mensais apontam para a continuidade do crescimento dessa participação, que é fundamental para a sustentação do processo de retomada da atividade econômica, registrando-se que a participação dos investimentos no PIB encontra-se, ainda, em patamar significativamente inferior ao verificado no segundo trimestre de 1994, quanto atingiu 25,1%, nível recorde da série.

A análise da produção de bens de capital por destinação do produto indica a abrangência do aumento dos investimentos no primeiro semestre e no início do segundo. Assim, até julho, a produção de bens direcionados à construção aumentou 32,3%; a de bens de capital para o setor de transportes, 25,2%; a de máquinas e tratores para o setor agrícola, 16,5%; a de peças agrícolas, 3,3%; e a de bens industriais seriados, 20,2%.

Estatísticas da Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq), relativas ao período janeiro-julho, refletem a recuperação dos investimentos, registrando, no período, desempenho positivo em todos os indicadores das indústrias de bens de capital mecânicos. A utilização média da capacidade instalada passou de 76,5%, nos primeiros sete meses de 2003, para 80,6%, no período correspondente em 2004. Sempre considerando essa base de comparação, o faturamento real do setor aumentou 7,9%, considerado como deflator o item produtos industriais, máquinas e equipamentos industriais do Índice de Preços por Atacado – Oferta Global (IPA-OG) da FGV; as exportações de máquinas e equipamentos cresceram 33%

## Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2004				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
<b>Mês<sup>1/</sup></b>					
Máquinas agrícolas	-6,7	-2,4	2,5	0,2	3,0
Ônibus	-5,7	5,5	13,3	9,5	-13,9
Caminhões	2,2	1,8	6,4	1,6	3,6
<b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b>					
Máquinas agrícolas	13,9	9,6	-2,4	-3,7	-0,4
Ônibus	-14,8	6,2	13,1	19,5	16,6
Caminhões	7,1	11,3	11,9	10,4	11,0
<b>No ano</b>					
Máquinas agrícolas	29,4	24,4	21,2	19,7	17,7
Ônibus	-0,1	2,0	5,9	9,0	9,3
Caminhões	20,3	25,0	29,4	32,2	34,3

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

## Desembolsos do Sistema BNDES<sup>1/</sup>

Discriminação	Acumulado no ano (em R\$ milhões)			
	2003	2004		
		I Tri	I Sem	Jul
Total	33 534	8 508	18 033	20 982
Indústria de transformação	15 937	4 306	7 393	8 289
Comércio e serviços	12 844	2 595	7 298	8 630
Agropecuária	4 595	1 569	3 185	3 900
Indústria extrativa	157	37	157	163

Fonte: BNDES

1/ Compreende o BNDES, a Finame e o BNDESpar.

e suas importações, 13,2%; o número médio de semanas para o atendimento de pedidos em carteira elevou-se 2,2% e o número de empregados no setor, 9,7%.

Dados mais recentes, divulgados pela Anfavea, também refletem a retomada dos investimentos. A produção de máquinas agrícolas cresceu 17,7% nos primeiros oito meses de 2004, ante igual período de 2003, com crescimentos de 26,9% na produção de colheitadeiras e de 14,9% na de tratores de rodas. Na mesma base de comparação, a produção de caminhões expandiu-se em 34,3% e a de ônibus, 9,3%.

Os desembolsos do Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R\$20,9 bilhões nos primeiros sete meses de 2004, valor 36,4% superior ao relativo a igual período de 2003. Por setores de atividade, os financiamentos concedidos às indústrias extrativa e de transformação aumentaram 120% e 29,8%, respectivamente; os destinados ao comércio e serviços, 29,6%; e os direcionados à agropecuária, 72,1%.

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo básico para os financiamentos contratados junto ao sistema BNDES, permaneceu em 9,75% ao ano (a.a.) no segundo e no terceiro trimestres de 2004, comparativamente a 10% a.a. no primeiro trimestre.

## 1.6 Conclusão

Os indicadores de atividade econômica evidenciaram, ao final do segundo trimestre deste ano, patamar produtivo historicamente elevado. Esses níveis resultaram do processo de recuperação em curso desde 2003, sustentado de início pelo dinamismo exportador e pela expansão do crédito, e gradativamente fortalecido pelo crescimento da renda e do emprego.

A partir da consolidação desse quadro, ganham relevância no debate econômico temas pertinentes à sustentabilidade do crescimento. Os fundamentos macroeconômicos, no que diz respeito tanto a indicadores correntes quanto a perspectivas para o futuro, estão no seu conjunto melhor posicionados agora do que estiveram em episódios recentes de retomada vigorosa da atividade, de modo a permitir que o ciclo atual tenha uma continuidade que os anteriores não tiveram. Contribui para conferir maior

robustez aos fundamentos macroeconômicos do ciclo atual a ocorrência simultânea de um quadro consolidado de responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública, de uma posição inicial confortável para o resultado da conta-corrente no balanço de pagamentos, de uma taxa de câmbio real mantida em alinhamento pelas forças de mercado, e de controle da inflação.

A maior confiança na solidez dos fundamentos macroeconômicos, reforçada por medidas de natureza microeconômica que permitam consolidar um ambiente favorável aos negócios, contribuirá para que se concretizem os investimentos necessários a uma trajetória mais regular e acelerada de crescimento. A evolução recente de indicadores de formação de capital e de intenções de investimento é consistente com o início desse processo.

A aceleração registrada na inflação ao consumidor do período junho-agosto, relativamente aos três meses anteriores, resultou em grande parte de aumentos dos preços monitorados e da alimentação. No atacado, a dinâmica recente dos preços industriais cria um potencial significativo de repasse aos preços no varejo nos próximos meses. Os núcleos de inflação para o IPCA permaneceram estáveis, porém em patamar relativamente elevado. As expectativas de inflação dos agentes privados sofreram deterioração desde o último "Relatório de Inflação", tanto para 2004 quanto para 2005.

## 2.1 Índices gerais de preços

As variações dos índices gerais de preços mantiveram-se em patamar relativamente elevado no trimestre encerrado em agosto, pressionadas, principalmente, pelos preços no segmento atacadista. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, elevou-se em 3,8% nesses três meses, ante 3,6% no trimestre encerrado em maio. Os preços no atacado permaneceram como o principal responsável pela elevação do índice geral. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços por Atacado (IPA-DI) registrou crescimento de 4,6% no período, enquanto o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 2,2% e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), 2,7% (suas variações no trimestre encerrado em maio foram de, respectivamente, 4,4%, 1,5% e 3,6%).

A pressão sobre o IPA-DI originou-se no segmento de produtos industriais, com participação de 73% na composição do índice, cujos preços aumentaram 5,8% de junho a agosto, ante 4,2% no trimestre anterior. Esse movimento foi impulsionado por elevações dos preços dos combustíveis e do aumento das cotações internacionais das *commodities*. Registraram-se as maiores taxas de variação, no trimestre, nos segmentos ferro, aço e

### Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal							
	2004							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,8	1,1	0,9	1,2	1,5	1,3	1,1	1,3
IPA	0,8	1,4	1,1	1,6	1,7	1,6	1,4	1,6
IPC	1,1	0,3	0,5	0,3	0,7	0,8	0,6	0,8
INCC	0,3	1,0	1,2	0,6	1,8	0,7	1,1	0,8

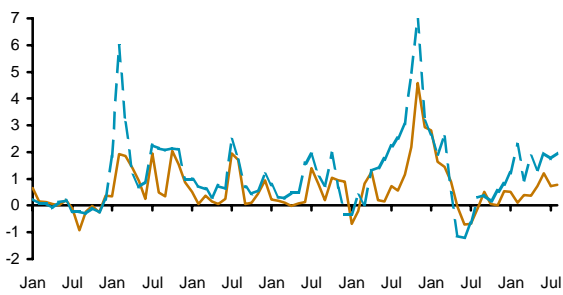
Fonte: FGV



derivados, 15,4%; matérias plásticas, 10,8%; e combustíveis e lubrificantes, 10,5%.

### IPCA-PI e IPA-PI

Variação mensal



Fonte: IBGE e FGV

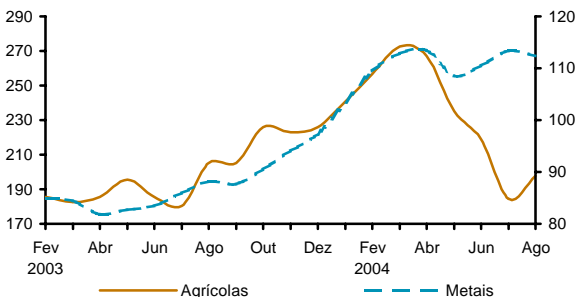
— IPCA-PI      - - - IPA-PI

Ressalte-se que a recente alta do Índice de Preços por Atacado (IPA) industrial tende a impactar os preços ao consumidor nos próximos meses. Como apresentado no "Relatório de Inflação" de março deste ano (boxe Evolução dos Preços dos Produtos Industriais), a evolução dos preços industriais no atacado (IPA – Produtos industriais) guarda estreita relação com os preços industriais no varejo (IPCA – Produtos industriais). Estimativa econométrica considerando esses índices mostrou que 43% dos aumentos dos preços industriais são repassados aos consumidores em aproximadamente dois meses. Portanto, o distanciamento recente desses preços constitui-se em potencial fonte de pressão sobre o IPCA nos próximos resultados.

### Evolução de preços de commodities

Agrícolas  
1977=100

Metais  
1995=100



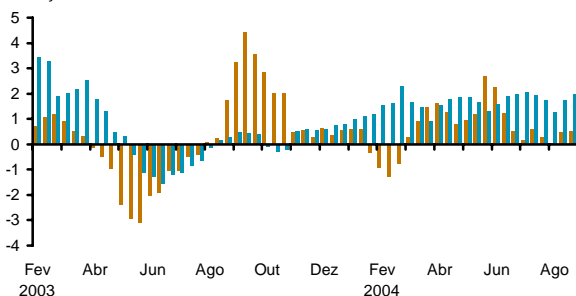
Fonte: FMI e Commodities Research Bureau

— Agrícolas      - - - Metais

Os preços agrícolas no atacado registraram alta de 1,3% no trimestre junho-agosto, ante 5,1% nos três meses anteriores. Contribuíram para essa desaceleração as quedas dos preços do milho, do feijão – ambos em função de resultados favoráveis da segunda e terceira safra do ano – e da soja – refletindo ajustes nas estimativas de demanda no mercado internacional e perspectivas favoráveis para a próxima safra norte-americana. Ressaltem-se, ainda, as altas do preço da cana-de-açúcar, sobretudo em agosto, 4,4%, em resposta à expansão da demanda interna tanto por álcool como por açúcar, e a aumentos dos preços internacionais – estes devidos, principalmente, à safra asiática menor do que a estimada no início do ano.

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

■ Agrícola      ■ Industrial

Em relação aos preços ao consumidor, as principais influências originaram-se nos itens monitorados e no grupo alimentação, sobretudo em julho e em agosto. Ressalte-se que os índices de preços ao consumidor da FGV são mais sensíveis à variação dos preços dos produtos *in natura* do que os do IBGE, em virtude, principalmente, da diferença entre suas estruturas de pesos. Essa diferença metodológica explica, em parte, a diferença do comportamento dos dois índices nos últimos meses, sobretudo em julho, quando a variação dos preços dos produtos *in natura* apresentou arrefecimento, e em agosto, quando mostrou forte recuperação.

## 2.2 Índices de preços ao consumidor

### Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O IPCA acumulou crescimento de 2,3% no trimestre junho-agosto, registrando a maior média trimestral do ano. Os itens monitorados – telefonia fixa, energia elétrica, transporte urbano e combustíveis – foram os principais responsáveis por esse comportamento. Adicionalmente, os preços dos alimentos, após apresentarem elevação discreta no trimestre março-maio, de 0,3%, voltaram a pressionar significativamente o índice, variando 2,3% nos três meses seguintes. O IPCA acumulou aumento de 5,14% nos oito primeiros meses do ano.

Em junho, os preços monitorados, em especial pelos aumentos dos preços dos combustíveis (gasolina e álcool), responderam por 40% da variação de 0,71% no índice. Em julho, o IPCA registrou taxa de 0,91%, a maior do ano. O percentual seguiu refletindo os aumentos dos derivados de petróleo, das tarifas de energia elétrica e de telefonia fixa. Os preços monitorados contribuíram com 59% do resultado nesse mês. Além desse grupo, constituíram fonte de pressão os custos da alimentação, em especial leite, laticínios, açúcares e derivados, em decorrência do período de entressafra. Em agosto, o IPCA mostrou arrefecimento, com variação de 0,69%. A desaceleração esteve associada aos menores impactos dos reajustes das tarifas públicas, não obstante persistisse a elevação dos preços no grupo alimentação, de 0,85%.

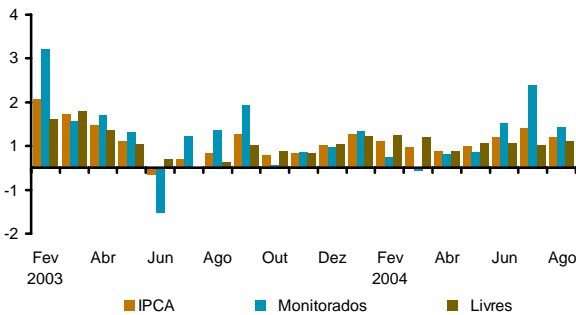
Considerando os preços livres, observaram-se variações de 0,58% em junho, de 0,52% em julho e de 0,6% em agosto. A elevação da taxa, neste mês, esteve condicionada, fundamentalmente, à evolução do preço dos alimentos *in natura*. No ano, até agosto, os preços livres acumularam aumento de 4,9%.

## 2.3 Preços monitorados

Enquanto a variação dos preços livres atingiu 1,7% de junho a agosto, a dos preços monitorados totalizou 3,9%, contribuindo com 1,1 p.p. para a taxa do IPCA no trimestre. Vários itens, com pesos relativamente altos, apresentaram elevações expressivas no trimestre, em especial o álcool, com 27,4%, e a gasolina, com 7,8%. As tarifas de energia

#### Evolução do IPCA

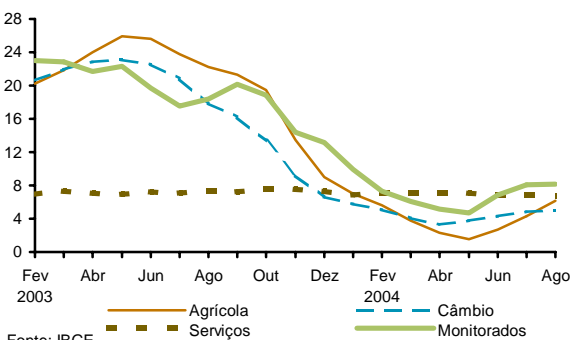
Variação % mensal



Fonte: IBGE

#### IPCA – Principais grupos

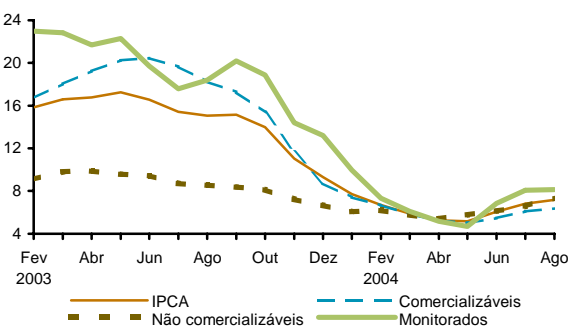
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

#### IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

elétrica foram reajustadas em 4 das 13 regiões abrangidas pelo IPCA: Curitiba, 10,4%, e São Paulo, 14,7%, em julho; e Belém e Brasília, 4,3% e 0,8%, respectivamente, em agosto. As tarifas de ônibus urbano aumentaram 6,6% no Rio de Janeiro, em junho. Também contribuiu significativamente para a alta dos preços monitorados o aumento médio de 4,5% nas tarifas de telefonia fixa em todo o território nacional, no início de julho. Além disso, os pedágios e as tarifas de ônibus interestadual foram majoradas em 7,3% e 5,9%, respectivamente, no trimestre.

Assinale-se que os principais aumentos dos preços monitorados previstos para 2004 já foram efetuados, de forma que pressões advindas desse grupo deverão ser menos acentuadas nos próximos meses. Contudo, os índices de preços deverão ainda refletir os reajustes de energia elétrica em Goiânia, Porto Alegre e Rio de Janeiro, e o reajuste extraordinário, de aproximadamente 6%, da tarifa de telefone fixo. Esse reajuste, a ser parcelado em 1º de setembro e em 1º de novembro, tem origem na cassação, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), da liminar que havia estabelecido a aplicação do IPCA para o reajuste de telefone em 2003. Como efeito da cassação, restabeleceu-se o índice previsto nos contratos de concessão, o IGP-DI. Além desses aumentos, deve-se ainda considerar a possibilidade de reajustes dos preços dos combustíveis, dependendo da evolução dos preços no mercado internacional.

## 2.4 Núcleos de inflação

A medida de núcleo para o IPCA, calculada com a exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, atingiu 0,53% em junho, 0,47% em julho e 0,56% em agosto. Ao contrário do que vinha acontecendo no acumulado do ano até maio, o núcleo por exclusão ficou, em junho, julho e agosto, abaixo do índice cheio, evidenciando a pressão exercida nesses meses pelos preços monitorados e pela alimentação. Entretanto, sua variação de junho a agosto equivale, em termos anualizados, a uma inflação de 6,4%, a despeito de excluir justamente os itens cuja contribuição individual ao índice cheio tem sido mais notória no trimestre. A variação acumulada nos últimos doze meses alcançou 7,5% em agosto, e, nos primeiros oito meses de 2004, o núcleo por exclusão variou 5,6%.

O núcleo para o IPCA calculado por médias aparadas alcançou 0,60% em junho e 0,55% em julho e em agosto, perfazendo no trimestre alta anualizada de 7%. A alta acumulada é de 8% nos últimos doze meses, e de 4,93%

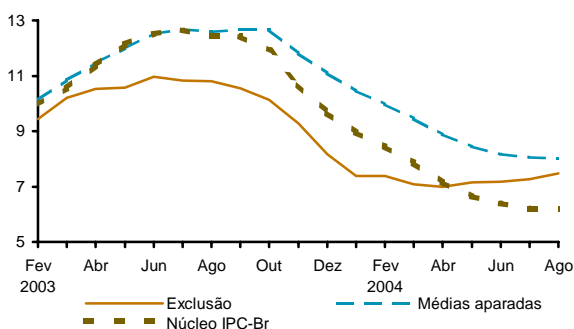
### Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal							
	2004							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,7	0,9	0,7
Exclusão	0,6	1,0	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6
Médias aparadas								
Com suavização	0,7	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Sem suavização	0,6	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5
IPC-Br	1,1	0,3	0,5	0,3	0,7	0,8	0,6	0,8
Núcleo IPC-Br	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4

Fonte: Bacen e FGV

### Núcleos de inflação

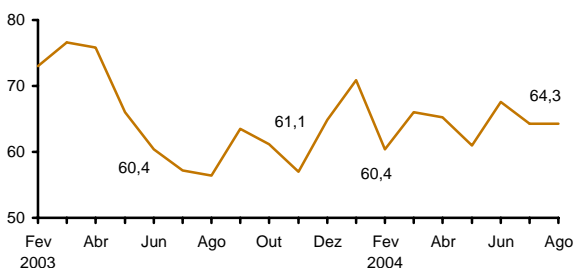
Variação % em 12 meses



Fonte: Bacen e FGV

### Itens do IPCA<sup>1/</sup>

Proporção do nº de itens com aumentos %



Fonte: IBGE

1/ O IPCA é composto por 512 itens.

no ano, até agosto. Essa medida exclui os itens cuja variação mensal se encontra acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição. Para que não se perca por completo a contribuição dos itens que têm apenas um reajuste a cada ano, cuja variação localizada tenderia a cair nos percentis excluídos, utiliza-se um procedimento de suavização, ou seja, sua variação é redistribuída em parcelas iguais tanto no mês da mudança quanto para os onze meses subsequentes. Sem o procedimento de suavização, o núcleo por médias aparadas registrou variações de 0,48% em junho, de 0,59% em julho e de 0,53% em agosto, perfazendo uma alta anualizada de 6,6% no trimestre, e acumulando 6% nos últimos doze meses e 4,11% em 2004.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, da FGV, calculado por médias aparadas, apresentou taxas de variação de 0,50% em junho, de 0,36% em julho, e de 0,42% em agosto. Esse núcleo acumulou 6,18% nos últimos doze meses e 4,09% no ano.

Em agosto, 64,3% dos itens que compõem o IPCA apresentaram variação positiva de preços, proporção ligeiramente inferior à média de 64,9% de 2004.

## 2.5 Expectativas de mercado

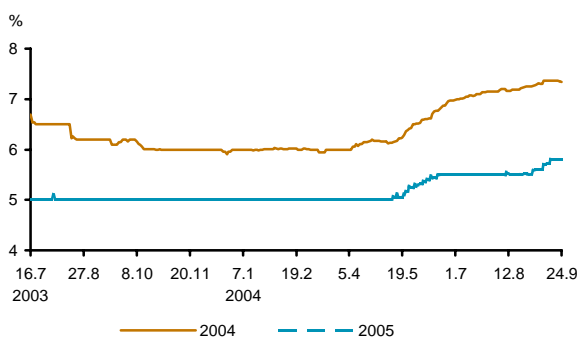
No terceiro trimestre do ano, as expectativas de inflação do mercado continuaram em trajetória de alta, mantendo a tendência iniciada no segundo trimestre. Com efeito, a mediana das expectativas para o IPCA de 2004 subiu de 7,0% no fim de junho para 7,3% em 24 de setembro, período em que a mediana das expectativas para o IPCA de 2005 avançou de 5,5% para 5,8%. A mediana das expectativas para o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) passou no mesmo período de 10,9% para 12,6% (2004) e de 6,0% para 6,5% (2005). Note-se que os aumentos das expectativas inflacionárias no terceiro trimestre, tanto para o IPCA como para o IGP-M, foram inferiores aos verificados no segundo trimestre.

O aumento das expectativas de inflação no terceiro trimestre está associado à dinâmica das expectativas para o reajuste dos preços administrados, crescimento do produto, câmbio e taxa Selic. Ao longo do trimestre, o mercado elevou suas previsões de aumento dos preços administrados em 2004 de 7,8% para 8,5%, e em 2005 de 6,5% para 7,1%, refletindo parcialmente o próprio aumento nas previsões dos índices gerais de preços. Em relação à atividade econômica, o mercado passou a trabalhar com um cenário mais

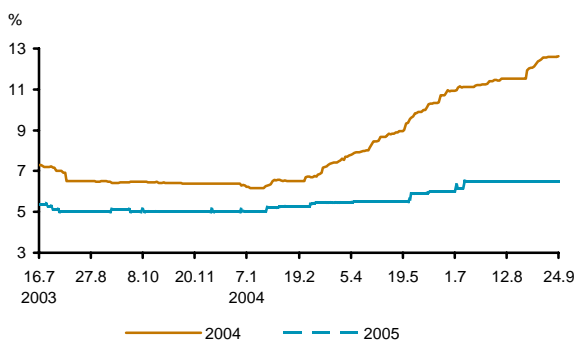
### Resumo das expectativas de mercado

	31.3.2004		30.6.2004		24.9.2004	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
IPCA	6,0	5,0	7,0	5,5	7,3	5,8
IGP-M	7,7	5,5	10,9	6,0	12,6	6,5
IPA-DI	8,7	6,0	13,2	6,3	15,2	7,0
Preços Administrados	7,2	6,0	7,8	6,5	8,5	7,1
Selic (fim de período)	14,0	12,5	15,0	13,5	17,00	15,25
Selic (média do período)	15,2	13,3	15,8	14,1	16,25	16,08
Câmbio (fim de período)	3,05	3,25	3,10	3,25	3,00	3,17
Câmbio (média do período)	2,97	3,15	3,03	3,16	2,99	3,10
PIB	3,50	3,70	3,50	3,50	4,50	3,60

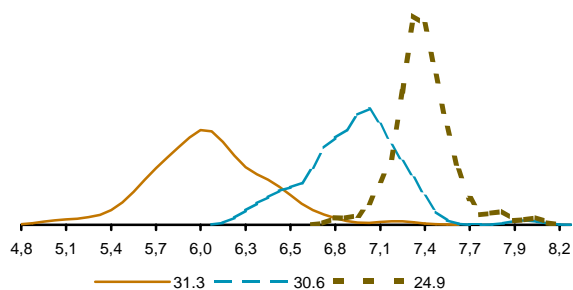
**Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IPCA (mediana)**



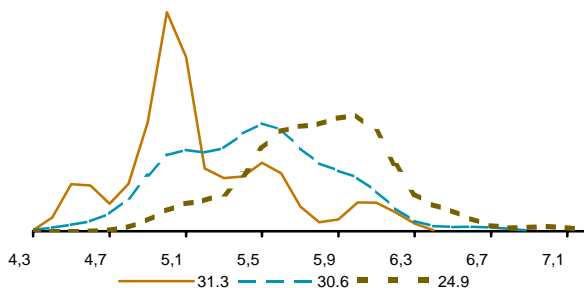
**Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IGP-M (mediana)**



**Densidade de probabilidade das expectativas para o IPCA em 2004**



**Densidade de probabilidade das expectativas para o IPCA em 2005**



expansionista, com a expectativa mediana do crescimento do PIB em 2004 passando de 3,5% para 4,5%. Entre os fatores com impacto potencial positivo sobre as expectativas de inflação, a trajetória esperada para a taxa de câmbio inverteu a direção, passando a apontar para a apreciação do real. Finalmente, ao longo do trimestre, o mercado reviu sua percepção para a política monetária no médio prazo, com conseqüente aumento de 15,0% para 17,0% da mediana das expectativas para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) no fim de 2004.

O aumento da mediana das expectativas de IPCA no trimestre foi acompanhado pela queda do coeficiente de variação relativo a 2004, denotando uma redução da dispersão entre os participantes da pesquisa quanto ao resultado da inflação, o que é reflexo natural da redução da incerteza remanescente à medida que o final do ano se aproxima. O coeficiente de variação relativo a 2005 permaneceu estável. A distribuição das expectativas de IPCA do conjunto de instituições participantes da pesquisa mostra que a deterioração foi generalizada, o que está refletido no deslocamento para a direita das curvas de distribuição de 2004 e 2005.

## 2.6 Conclusão

A aceleração da inflação no período junho-agosto contou com contribuições importantes dos reajustes de preços monitorados e dos preços dos alimentos *in natura*. Embora esses aumentos específicos reflitam choques climáticos sazonais e cláusulas de reajustes de contratos de concessão, mesmo medidas de tendência subjacente da inflação que não sofram sua influência, como os núcleos por exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados, encontram-se razoavelmente estabilizados em patamares elevados em relação à trajetória das metas para a inflação.

Prospectivamente, o distanciamento da evolução recente dos preços industriais nos segmentos atacadista e varejista gera pressões que devem impactar os próximos resultados dos índices de preços ao consumidor.

Deve-se mencionar também que as pressões decorrentes da evolução dos preços internacionais do petróleo e derivados, presentes ao longo dos últimos meses, têm constituído importante fator de risco para o cenário doméstico de inflação. Embora a condução da política monetária venha incorporando, em suas projeções, alguma

margem para impactos inflacionários de eventuais aumentos de combustíveis, o mercado internacional permanece volátil e ainda não permite discernir com clareza uma tendência firme para as cotações.

Finalmente, a deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados para 2004 e para 2005, que resultou inicialmente da depreciação cambial do segundo trimestre, prosseguiu no terceiro trimestre por força de revisões nas projeções para o IGP e para preços administrados, inclusive pelo risco representado pela defasagem do preço doméstico da gasolina. Algum impulso adicional adveio da constatação de que a tendência subjacente da inflação, conforme capturada nas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estabilizada em níveis elevados, e das revisões das projeções para o crescimento da economia.



## 3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro, no período junho-agosto, mantiveram a trajetória de crescimento observada nos meses anteriores. Essa trajetória é consistente com o processo de retomada da atividade econômica, combinando recuperação da demanda interna e manutenção do dinamismo das exportações. Registraram-se, no período, aumentos tanto nos empréstimos a pessoas jurídicas com recursos domésticos, como nos créditos para pessoas físicas. Além disso, continuou a reduzir-se a taxa de inadimplência, movimento associado, em parte, à melhora das condições de renda e emprego.

O estoque de crédito do sistema financeiro atingiu R\$452,8 bilhões em agosto, com aumento de 3,8% no trimestre e de 17,5% em doze meses, passando a representar 26,4% do PIB, ante 26,1% em maio. O saldo das operações realizadas pelas instituições financeiras privadas alcançou R\$274,3 bilhões, com crescimento de 4,6% no trimestre, destacando-se os segmentos de pessoas físicas e comércio. A carteira dos bancos públicos, com R\$178,5 bilhões, apresentou acréscimo de 2,7%, em decorrência, principalmente, de operações com pessoas físicas e outros serviços.

O crédito destinado ao setor privado somou R\$433,6 bilhões em agosto, com elevação de 3,7% no trimestre. No que se refere às atividades empresariais, as operações com o segmento industrial atingiram R\$120,9 bilhões, com acréscimo de 1%, influenciadas pelas concessões aos ramos de indústria química, automotiva e de petróleo. Os empréstimos ao comércio elevaram-se 6,8%, totalizando R\$50,3 bilhões, desempenho compatível com o aumento das vendas do ramo varejista. Os destinados ao setor de serviços alcançaram R\$76,4 bilhões, com alta de 2,2%, sobressaindo-se os desembolsos para empresas de energia elétrica e de transportes.

### Evolução do crédito

Discriminação	2004				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação	
					3 meses	12 meses
Total	436,0	442,8	446,9	452,8	3,8	17,5
Recursos livres	248,2	251,7	254,2	258,3	4,1	20,8
Pessoa jurídica	149,9	151,7	152,8	154,3	2,9	18,3
Cambiais	57,5	55,9	55,8	54,2	-5,7	10,1
Pessoa física	98,2	100,0	101,4	104,0	5,9	24,6
Direcionados	159,4	161,8	162,7	163,9	2,9	10,9
Habitação	23,6	23,6	23,8	23,9	1,4	4,7
Rural	46,7	48,0	47,2	48,1	3,0	22,5
BNDES	87,8	88,9	90,3	90,5	3,1	8,8
Outros	1,3	1,4	1,4	1,4	9,5	-45,7
Leasing	10,6	10,7	11,3	11,3	6,8	34,2
Setor público	17,9	18,5	18,6	19,2	7,6	27,2

Participação %:						
Total/PIB	26,1	26,1	26,2	26,4		
Rec. livres/PIB	14,9	14,9	14,9	15,0		
Rec. direc./PIB	9,5	9,6	9,5	9,5		

A dívida bancária do setor público atingiu R\$19,2 bilhões em agosto, com expansão de 7,6% no trimestre. Os financiamentos aos estados e aos municípios acumularam R\$13,9 bilhões, com crescimento de 10,7%, que refletiu, basicamente, os desembolsos para empresas estatais ao amparo do programa de expansão de energia elétrica. Os créditos ao governo federal atingiram R\$5,3 bilhões, com aumento de 0,2% no período, evidenciando a amortização de operações relacionadas a projetos de canalização de gás.

A carteira de arrendamento mercantil totalizou R\$11,3 bilhões em agosto, com aumento de 6,8% no trimestre, merecendo destaque as operações com o setor de serviços e com pessoas físicas. As novas concessões realizadas no período junho-agosto atingiram R\$3 bilhões, em 73 mil contratos, predominando as operações com o segmento de automóveis. Esse resultado corresponde a um aumento de 27% em valor e de 59,5% em número de contratos, em relação ao trimestre encerrado em maio.

### Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados somaram R\$163,9 bilhões em agosto, com acréscimo de 2,9% no trimestre. A evolução refletiu as expansões de 3,1% nos financiamentos concedidos pelo sistema BNDES, cujo saldo atingiu R\$90,5 bilhões, e de 3% nos empréstimos ao setor agropecuário.

Os desembolsos realizados pelo BNDES totalizaram R\$24,3 bilhões de janeiro a agosto, com aumento de 43% em relação a igual período de 2003. Em termos setoriais, os financiamentos destinados à indústria somaram R\$9,1 bilhões, em alta de 30,1% no período, impulsionados pelos ramos automotivo e aeronáutico. Os créditos concedidos ao segmento de comércio e serviços cresceram 47,2%, para R\$10,8 bilhões, ressaltando-se as operações com os setores de energia e de transporte urbano. As concessões para a atividade agropecuária atingiram R\$4,3 bilhões, com elevação de 65,7% no ano, e destaque para as liberações do Moderfrota. As operações com micro, pequenas e médias empresas, direcionadas, principalmente, à agropecuária e à infra-estrutura, corresponderam a 32% do total desembolsado, crescendo 32% de janeiro a agosto, em relação a igual período de 2003.

As consultas apresentadas ao BNDES somaram R\$55,5 bilhões nos primeiros oito meses de 2004, com

#### Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-ago 2003	2004	Variação (%)
<b>Total</b>	16 972	24 271	43,0
<b>Indústria</b>	6 996	9 104	30,1
Outros equip. transporte <sup>1/</sup>	2 375	2 897	22,0
Veículo automotor	776	1 477	90,3
Prod. alimentício e bebidas	901	1 340	48,7
Celulose e papel	200	606	203,0
Metalurgia básica	642	526	- 18,1
Máq. e equipamentos	209	482	130,6
<b>Comércio/Serviços</b>	7 365	10 839	47,2
Eletricidade, gás, água quente	3 078	4 892	58,9
Transporte terrestre	1 709	2 532	48,2
Construção	456	816	78,9
Comércio e rep. de veículos	987	673	- 31,8
<b>Agropecuária</b>	2 611	4 327	65,7

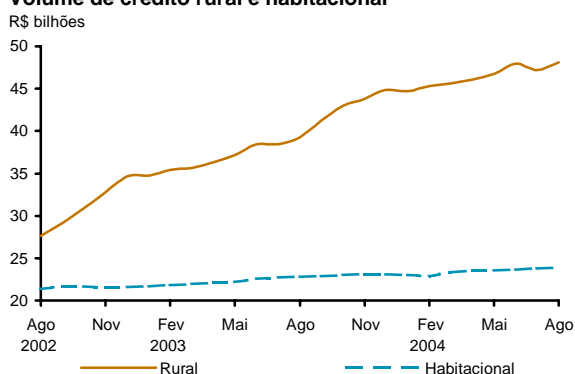
Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

aumento de 146% comparativamente ao mesmo período de 2003. Essa evolução, embora influenciada pela base de comparação reduzida, sinaliza perspectivas positivas com relação a novos investimentos, diante da conjuntura econômica favorável. As solicitações da indústria atingiram R\$28 bilhões, ante R\$8,2 bilhões no período correspondente em 2003, com destaque para os setores aeronáutico, metalúrgico e de papel e celulose. Os pedidos apresentados pelo segmento de comércio e serviços, R\$22,1 bilhões, superaram em 102% o volume observado em 2003, com ênfase para o desempenho dos ramos de eletricidade e de construção. Quanto ao setor agropecuário, as solicitações de crédito somaram R\$5,3 bilhões, representando aumento de 56% no ano.

Com relação, ainda, ao financiamento de projetos do setor produtivo pelo BNDES, assinala-se a alocação de R\$2,5 bilhões, a partir de agosto deste ano, para o Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional (Modernmaq). Esses recursos destinam-se à aquisição de máquinas e equipamentos nacionais, limitados a 90% do valor do bem a ser adquirido, com taxas de juros prefixadas de até 14,95% a.a. e prazo de até sessenta meses para o pagamento.

**Volume de crédito rural e habitacional**

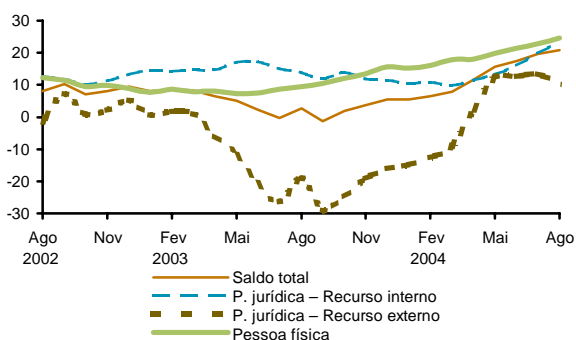


A carteira de crédito do setor rural registrou crescimento de 3% no trimestre, alcançando R\$48,1 bilhões. Destacaram-se as aplicações obrigatórias na comercialização da safra 2003/2004, bem como os repasses de recursos de fundos e programas para investimentos agrícolas. Em decorrência, as participações dessas modalidades no crédito rural passaram de 6,6% e 51,9% em maio, para 8,3% e 52,8% em agosto, respectivamente. Em sentido inverso, a parcela referente ao custeio declinou 2,6 p.p., movimento sazonal associado à retração dos negócios que antecede o plantio da nova safra.

As operações contratadas pelo setor habitacional atingiram R\$23,9 bilhões em agosto, apresentando variação de 1,4% no trimestre. Os desembolsos com recursos da caderneta de poupança alcançaram R\$687 milhões no trimestre encerrado em julho, 14,7% superiores aos registrados no trimestre encerrado em abril, enquanto as aplicações oriundas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) totalizaram R\$704 milhões, com expansão de 7,2%, considerada a mesma base de comparação.

## Operações de crédito com recursos livres

**Evolução do volume de crédito com recursos livres**  
Variação percentual em 12 meses

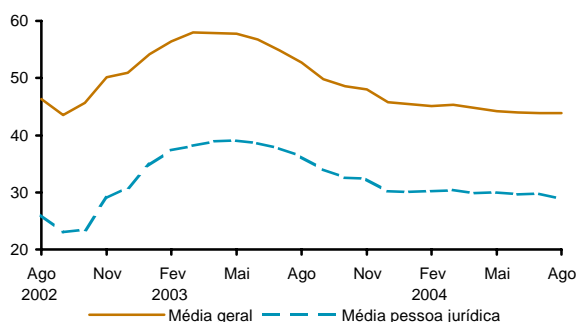


O volume de crédito com recursos livres totalizou R\$258,3 bilhões em agosto, com crescimento de 4,1% no trimestre e de 20,8% no período de doze meses. Como resultado, a participação relativa dessas operações no total do sistema financeiro manteve-se em 57%.

As operações de crédito destinadas às pessoas jurídicas alcançaram R\$154,3 bilhões, com expansão trimestral de 2,9%. Os empréstimos realizados com recursos domésticos, impulsionados pela recuperação da atividade econômica, registraram alta de 8,3% no período, somando R\$100,1 bilhões. As carteiras referenciadas em moeda estrangeira, cujo estoque alcançou R\$54,2 bilhões, decresceram 5,7% no trimestre encerrado em agosto, refletindo o efeito contábil da variação cambial negativa no período, bem como o elevado volume de liquidações nas operações de Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC), em consequência do final da safra agrícola.

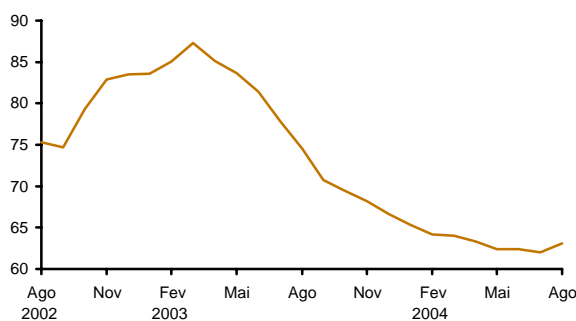
Os empréstimos destinados às pessoas físicas somaram R\$104 bilhões em agosto, com aumento de 5,9% no trimestre. Esse desempenho continua associado, principalmente, à evolução das operações de crédito pessoal, com destaque para os empréstimos consignados em folha de pagamento. A expansão do crédito consignado, em detrimento da utilização de cheque especial, vem propiciando aumento dos prazos das operações com pessoas físicas, além de melhorar o perfil do endividamento. Adicionalmente, assinala-se o desempenho dos financiamentos para aquisição de bens, especialmente veículos, beneficiados pelas melhores condições de renda e de emprego.

**Taxas das operações de crédito com recursos livres**  
% a.a.



A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres diminuiu 0,3 p.p. no trimestre, atingindo 43,9% a.a. em agosto. Esse comportamento refletiu a redução das taxas dos contratos pactuados com empresas, principalmente aqueles referenciados em moeda estrangeira, cujo custo foi influenciado pela apreciação cambial observada ao longo do trimestre. No segmento de pessoas físicas, verificou-se aumento dos encargos, em linha com a evolução dos juros no mercado futuro, que apresentaram majoração em decorrência das expectativas do mercado sobre os riscos de pressões inflacionárias vinculadas ao aumento no preço do petróleo.

**Taxas das operações de crédito a juros prefixados - Pessoa física**  
% a.a.



O custo médio do crédito para pessoas jurídicas recuou para 28,8% a.a., 1,2 p.p. inferior à taxa apurada em

## Evolução do *Spread* Bancário no Brasil (Período de 2000 a 2004)

O *spread* bancário, compreendido como o diferencial entre os custos de captação das instituições financeiras e as respectivas taxas de aplicação cobradas nas operações de empréstimos e financiamentos, reflete em sua evolução fatores conjunturais e estruturais. Nesse sentido, o panorama econômico afeta a percepção de risco das instituições financeiras, bem como condiciona a política monetária, podendo exigir alterações na taxa básica de juros e nas alíquotas de recolhimento compulsório, tendo em vista o objetivo de estabilidade dos preços. Esses aspectos influenciam tanto na definição das taxas ativas cobradas pelas instituições financeiras, quanto no seu custo de captação.

Adicionalmente, aspectos estruturais associados, principalmente, à dificuldade na obtenção de informações, além de deficiências no ambiente institucional e jurídico, inibem reduções permanentes nos *spreads* bancários, provocando a persistência desse indicador em patamares elevados. A partir desse diagnóstico, o Banco Central, no âmbito do projeto “Juros e *Spread* Bancário”, inaugurado em 1999, vem promovendo um conjunto de medidas de caráter estrutural e microeconômico, com o intuito de diminuir de forma consistente os *spreads*, buscando assim melhorar a eficiência do mercado de crédito.

Nesse contexto, destacaram-se, inicialmente, as medidas destinadas a aumentar a transparência e a concorrência nas operações de crédito, por meio da divulgação das informações relativas às taxas de juros praticadas pelas diversas instituições financeiras. Para tanto, o Banco Central passou a divulgar, na internet, os juros cobrados por essas instituições, permitindo aos clientes bancários e ao mercado a comparação entre esses custos.

Adicionalmente, buscou-se aprimorar a qualidade e o detalhamento das informações relativas às taxas de juros, a fim de viabilizar um monitoramento mais preciso desses indicadores pelo Banco Central.

Outra iniciativa relevante, inserida no contexto de melhoria das informações relativas às operações de crédito, foi o desenvolvimento do Sistema de Informações de Crédito (SCR), a partir da Central de Riscos criada em 1997. O SCR, que reúne informações detalhadas sobre os devedores com dívidas bancárias superiores a R\$5 mil, permitirá o aperfeiçoamento das decisões de concessão e gerenciamento do crédito, fator que deve concorrer para a diminuição da inadimplência, considerada um dos principais componentes do *spread* bancário. O sistema contribuirá também para que os clientes negociem melhores taxas e condições na realização das operações de crédito a partir da portabilidade de suas informações cadastrais.

Ao mesmo tempo, com o objetivo de diminuir o risco jurídico envolvido nas operações de crédito, buscou-se criar instrumentos de crédito mais adequados, além de aumentar a garantia das operações. Destacou-se, nesse sentido, a criação das Cédulas de Crédito Bancário, títulos que apresentam trâmite mais rápido nos processos de execução judicial, contribuindo assim para reduzir a morosidade das cobranças judiciais. Ressaltam-se, ainda, mudanças no tocante às garantias dos empréstimos e financiamentos, relacionadas à extensão do mecanismo de alienação fiduciária para outros bens e direitos, como títulos e outros créditos. Esse aspecto beneficiará um maior número de operações de crédito com tal tipo de garantia, contribuindo para taxas de juros mais reduzidas, a exemplo dos financiamentos para aquisição de veículos.

Além dessas medidas já assinaladas, merece ser destacada a proposta da nova Lei de Falências, em fase de análise final pelo Congresso Nacional, que, entre outras modificações, pretende aumentar a segurança jurídica na concessão de crédito para empresas. Dentre as propostas apresentadas, destaca-se a modificação na ordem de prioridade dos credores em caso de falência, igualando o direito de precedência do fisco com o dos detentores de garantias reais.



O conjunto de ações adotado produziu, até o momento, maiores avanços com relação ao diagnóstico e à maior difusão de informações sobre crédito, tendo em vista que os novos instrumentos ainda necessitam de prazo maior para se consolidar. Além disso, reduções mais significativas nas taxas de juros e nos *spreads* bancários foram prejudicadas pela conjuntura adversa observada em alguns períodos, que repercutiu sobre as expectativas dos agentes e sobre a política monetária.

Paralelamente, deve-se assinalar que alterações nos níveis do *spread* refletem, também, mudanças na participação relativa das diversas modalidades no total do crédito com recursos livres e a influência dos seus respectivos custos. Esse aspecto, considerando-se que o *spread* é obtido pela diferença entre taxas ativas e de captação, decorre do fato de que as respectivas taxas expressam valores médios ponderados pelos volumes de cada modalidade dos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas.

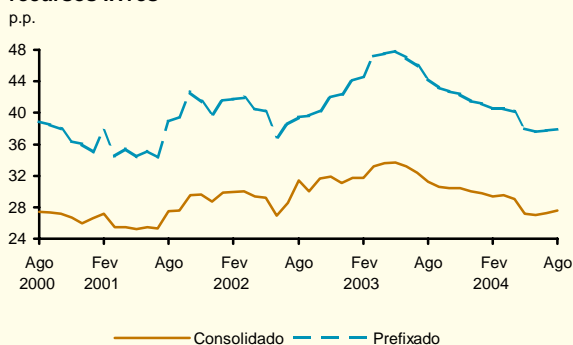
Cabe observar, ainda, a diferença entre os patamares dos *spreads* relativos aos dois segmentos, atribuída, entre outros fatores, aos níveis mais elevados de inadimplência verificados nas operações com pessoas físicas. Os *spreads* dessas operações, entretanto, vêm mostrando redução com o crescimento das carteiras de aquisição de veículos, bem como, mais recentemente, dos empréstimos consignados em folha de pagamento, cujas taxas mais reduzidas estão associadas ao desconto obrigatório de suas parcelas dos rendimentos dos assalariados.

Acrescenta-se, ainda, que os diferentes custos cobrados nas modalidades de crédito e, conseqüentemente, os respectivos níveis de *spread* refletem, principalmente, as garantias apresentadas. Dessa maneira, no caso de pessoas jurídicas, salientam-se os *spreads* mais baixos relativos a *vendor*, linha de crédito na qual existe uma espécie de aval por parte da empresa vendedora, comparativamente aos verificados nos empréstimos para capital de giro. Nas operações com pessoas físicas, devem ser mencionados os diferenciais dos financiamentos para aquisição de veículos e outros bens, em relação aos empréstimos em crédito pessoal. Deve ser ressaltado, ainda, o elevado *spread* das

#### Evolução do *spread* bancário

Discriminação					p.p.	
	Agosto				Variação	
	2001	2002	2003	2004	12 meses	24 meses
Total	27,5	31,4	31,3	27,5	-3,8	-3,9
PJ	11,6	17,2	14,5	13,1	-1,4	-4,1
PJ prefixado	22,9	22,0	28,7	24,3	-4,4	2,3
Capital de giro	15,9	13,3	21,5	18,8	-2,7	5,5
<i>Vendor</i>	4,3	5,6	7,4	5,4	-2,0	-0,2
PJ pós-fixado	3,2	17,3	4,0	3,4	-0,6	-13,9
PJ flutuante	8,4	8,6	9,5	9,8	0,3	1,2
PF	50,1	50,5	53,6	45,7	-7,9	-4,8
Cheque especial	139,8	140,3	142,6	125,4	-17,2	-14,9
Crédito pessoal	59,2	59,6	66,6	56,4	-10,2	-3,2
Aq. de veículos	17,4	22,1	20,5	18,3	-2,2	-3,8

### Spread médio das operações de crédito com recursos livres



operações com cheque especial, vinculado, principalmente, à necessidade de as instituições financeiras manterem limite de crédito disponível para seus clientes sem previsão de utilização, conjugada à falta de garantias.

Outro aspecto a destacar refere-se à metodologia de cálculo dos *spreads*, que engloba os empréstimos prefixados, pós-fixados (referenciados em moeda estrangeira) e aqueles com taxas flutuantes (vinculados principalmente à taxa dos Certificados de Depósito Interfinanceiro – CDI). Essa composição diminuiu consideravelmente o custo de intermediação relativo ao segmento de pessoas jurídicas, tendo em vista a participação relevante de operações como Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC) e repasses externos, bem como de contratos vinculados a juros flutuantes.

As modalidades realizadas com recursos captados no exterior apresentam *spreads* mais baixos, tendo em vista sua contratação por grandes empresas, em sua maioria exportadoras, que utilizam suas receitas externas como garantia dos financiamentos. Da mesma forma, as operações com taxas flutuantes também revelam menores níveis de *spread*, em função, entre outros fatores, da transferência do risco de mercado relativo a variações nas taxas de juros para o tomador do crédito. As operações com encargos prefixados, que predominam no segmento de pessoas físicas, mostram *spreads* mais elevados, atribuídos à margem de segurança aplicada pelas instituições financeiras para cobrir os riscos de eventuais elevações nos seus custos de captação.

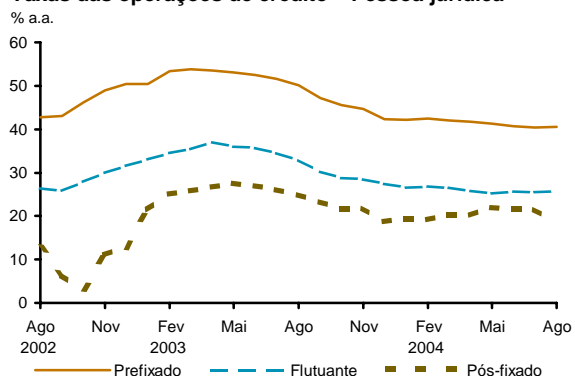
No tocante à evolução do *spread* nos últimos quatro anos, foram registradas fases distintas, considerando-se tanto o diferencial prefixado como o total. Dessa maneira, os dois indicadores registraram queda até o final do primeiro semestre de 2001, condicionada pelo contexto favorável da economia e pelo decréscimo das taxas ativas. A partir daí, observou-se a reversão dessa tendência, em consequência dos aumentos na taxa Selic e da alta volatilidade no mercado de juros futuros, associados à deterioração do quadro econômico interno. O movimento ascendente nos diferenciais total e prefixado foi verificado até o começo de 2002,

interrompido por breve período de decréscimo no segundo trimestre de 2002.

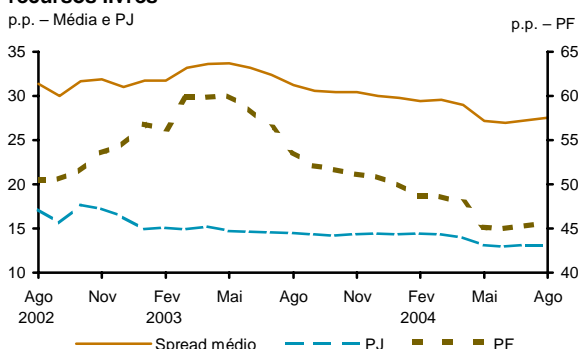
A partir do segundo semestre de 2002, o quadro de incertezas relacionadas à condução da política econômica e de maior aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros provocou elevada volatilidade cambial e escassez na oferta de recursos externos. Diante disso, a política monetária voltou a ser restritiva, com novos acréscimos na meta Selic e nas alíquotas dos compulsórios, com efeitos sobre as taxas de juros do mercado. A evolução dos *spreads* acompanhou essa tendência, mostrando elevação até meados de 2003. Desde junho de 2003, com o início da flexibilização da política monetária, os diferenciais passaram a descrever trajetória decrescente, que continuou a ser observada até julho de 2004.

A manutenção do ambiente de estabilidade macroeconômica deverá favorecer a diminuição do custo de intermediação. Adicionalmente, o aprimoramento e a consolidação do arcabouço jurídico relacionado às operações de crédito, assim como o desenvolvimento dos recentes instrumentos de gerenciamento de risco, tendem a contribuir para reduções mais efetivas nos *spreads* bancários, em médio prazo.

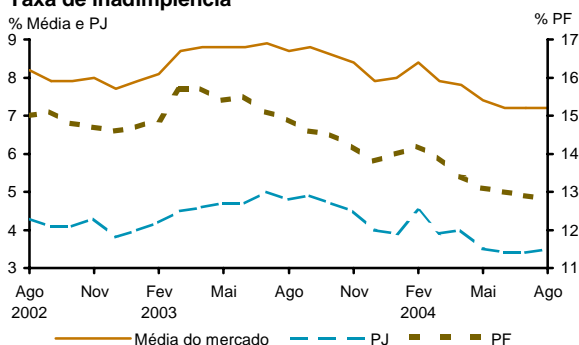
### Taxas das operações de crédito – Pessoa jurídica



### Spread médio das operações de crédito com recursos livres

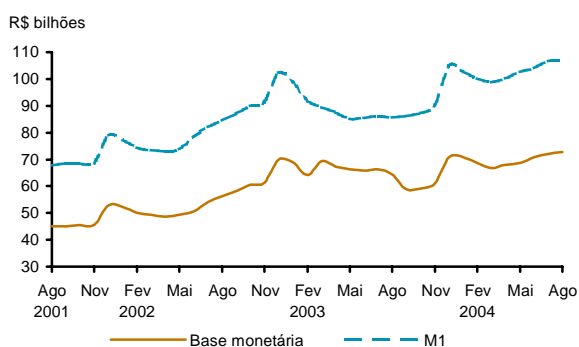


### Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>



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

### Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



maio. Nos contratos pactuados com taxas pós-fixadas referenciadas em câmbio e com encargos prefixados, foram observados decréscimos de 3,4 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente, contrapondo-se ao crescimento de 0,3 p.p. no custo dos empréstimos pactuados com juros flutuantes.

Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros aumentou 0,7 p.p. no trimestre, atingindo 63,1% a.a. em agosto. Esse resultado esteve vinculado aos aumentos de 1,1 p.p. e 1 p.p., respectivamente, nos custos dos empréstimos de crédito pessoal e dos financiamentos para aquisição de veículos, modalidades mais sensíveis às variações dos juros no mercado futuro, em decorrência do prazo elevado de seus contratos.

O *spread* bancário das operações de crédito com recursos livres atingiu 27,5 p.p. em agosto, com aumento de 0,3 p.p. no trimestre. O *spread* dos empréstimos com pessoas físicas subiu 0,5 p.p., mantendo-se estável nos contratos com pessoas jurídicas.

A qualidade da carteira de crédito com recursos livres mostrou relativa melhora no trimestre junho-agosto, considerando-se os atrasos superiores a quinze dias. Nesse sentido, a inadimplência total diminuiu 0,2 p.p. no período, situando-se em 7,2% em agosto. No segmento de pessoas físicas, a inadimplência recuou 0,3 p.p., para 12,8%, e, no relativo a pessoas jurídicas, manteve-se em 3,5%.

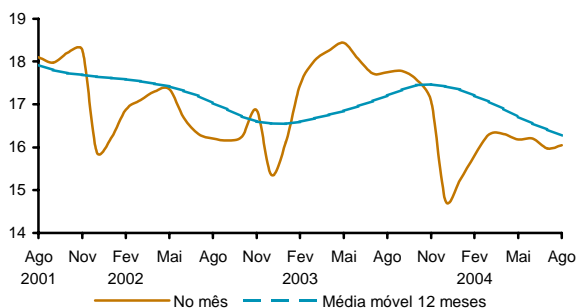
## Agregados monetários

Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$106,3 bilhões em agosto. A expansão de 23,9% registrada nos últimos doze meses correspondeu a variações de 21,1% no papel-moeda em poder do público e de 25,8% nos depósitos à vista. No trimestre junho-agosto, a velocidade-renda de M1, definida como a relação entre o PIB e o agregado monetário, manteve a tendência de queda iniciada em maio.

Considerando-se dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o agregado M1 manteve-se estável no trimestre junho-agosto, mas em patamar elevado, refletindo, basicamente, o expressivo crescimento da atividade econômica e a evolução das concessões de crédito.

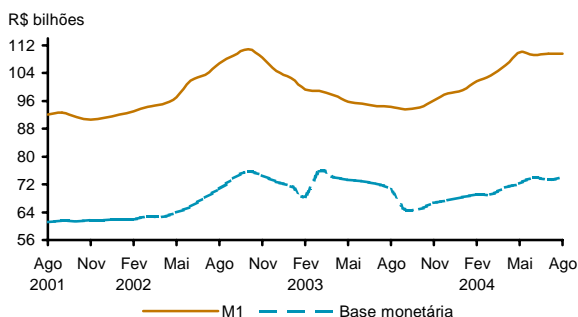
Em agosto, a média dos saldos diários da base monetária totalizou R\$72,5 bilhões, com crescimento de 12,4% em doze meses. Esse comportamento refletiu o

### M1 – Velocidade-renda<sup>1/</sup>



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

### M1 e base monetária a preço de agosto de 2004, dessazonalizado<sup>1/</sup>



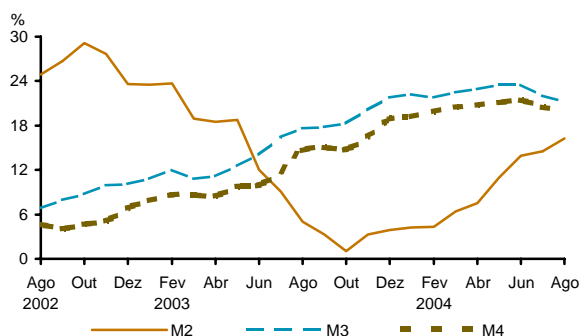
1/ Índice de preço: IPCA.

acréscimo de 22,3% no saldo médio do papel-moeda emitido e a redução de 4,1% nas reservas bancárias. Assinale-se que o distanciamento dessa evolução em relação ao desempenho dos depósitos à vista deve-se, ainda, à redução da alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista ocorrida no final de agosto de 2003, de 60% para 45%.

No que se refere às fontes de emissão primária de moeda, a movimentação da conta única do Tesouro Nacional (TN) teve impacto contracionista de R\$10,8 bilhões, no trimestre junho-agosto. No mesmo sentido, o conjunto de operações com o sistema financeiro gerou resultado contracionista de R\$5,1 bilhões, com destaque para o ajuste de R\$2,7 bilhões nas operações com derivativos; para o ingresso de R\$902 milhões relativo à insuficiência de aplicação em operações de microfinanças, cuja primeira verificação de cumprimento da exigibilidade ocorreu em 20 de agosto; e para os recolhimentos originários da exigibilidade adicional sobre depósitos e do compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que, juntos, somaram R\$1,3 bilhão. Esses resultados e o aumento de R\$5,4 bilhões na demanda por reservas bancárias proporcionaram resgates líquidos de títulos públicos federais de R\$21,3 bilhões, no trimestre encerrado em agosto.

Em relação à evolução dos meios de pagamento em sentido amplo (M2), observou-se a influência expansionista das concessões de crédito e do fluxo de câmbio positivo no período. Assim, o conceito M2, que inclui o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, elevou-se 5,3% no trimestre e 16,2% em doze meses, enquanto, no segundo trimestre, essas variações haviam atingido 4,8% e 11%, respectivamente. Dentre seus componentes, destaca-se o crescimento de 7,5% nos depósitos a prazo, influenciado pela migração de recursos provenientes dos fundos de investimento, movimento já observado no trimestre anterior.

### Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses

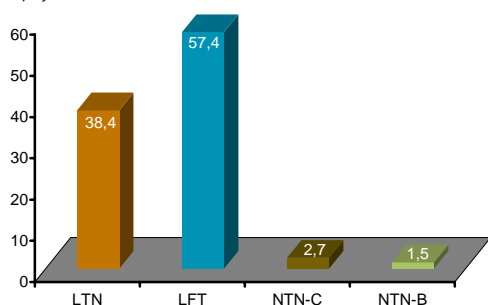


O M3, que engloba o M2 mais as cotas de fundos de renda fixa e a posição líquida em títulos federais em poder do público, decorrente de operações compromissadas, cresceu 4,2% em relação a maio de 2004 e 21,2% em doze meses. O aumento de 3,2% nas cotas de fundos de renda fixa resultou, basicamente, da capitalização de seus rendimentos, tendo-se registrado, no período, migração de recursos para outros ativos financeiros. O conceito M4, que engloba o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, atingiu R\$1,1 trilhão no final de agosto, com crescimento de 3,5% no trimestre.

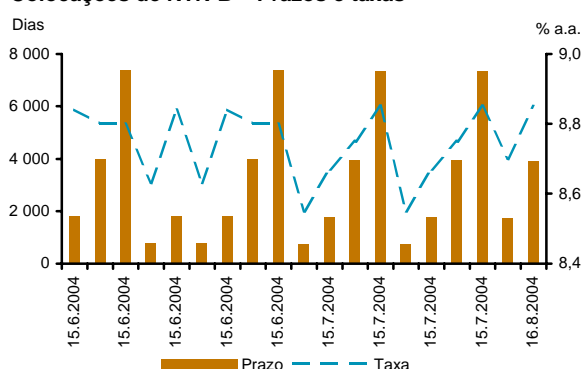
## Títulos públicos federais

### Emissões de títulos públicos federais – Junho a agosto 2004

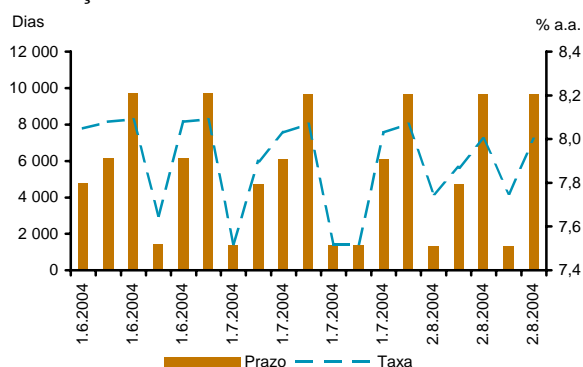
Participação %



### Colocações de NTN-B – Prazos e taxas



### Colocações de NTN-C – Prazos e taxas



De junho a agosto, as operações com títulos públicos federais foram expansionistas em R\$12,6 bilhões, resultado de colocações de R\$64,8 bilhões e de resgates de R\$79 bilhões, excluídas as operações de troca de Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) e Nota do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), que totalizaram R\$3,6 bilhões.

No trimestre, as emissões concentraram-se em Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT), títulos indexados à taxa Selic, que responderam por 57,4% do total leiloado. As Letras do Tesouro Nacional (LTN), papéis prefixados, representaram 38,4% das colocações e os títulos atrelados a índices de preços, 4,2%. No decorrer do trimestre, cresceu a participação das LTN nas emissões mensais do TN, de 16,1% em junho para 56,8% em agosto, enquanto a das LFT declinou de 76,9% para 42,4% no mesmo intervalo.

O recente aumento dos preços do petróleo no mercado internacional influenciou negativamente as expectativas de inflação para 2004 e 2005. Nesse contexto, a curva de juros, que apresentou tendência de queda até o início de julho, voltou a elevar-se, impactando as taxas de juros exigidas no mercado de títulos públicos.

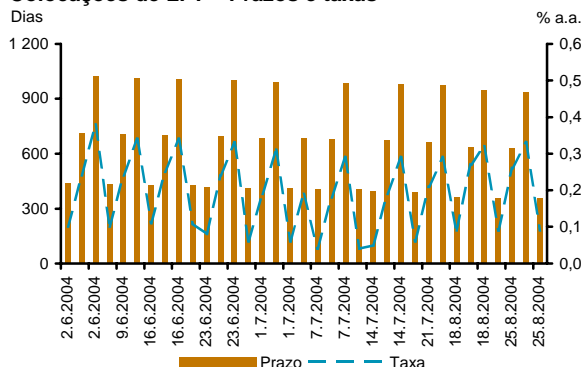
As taxas contratadas nos leilões de LFT e LTN apresentaram tendência de elevação a partir da segunda quinzena de julho, sendo, inclusive, em algumas ocasiões, rejeitadas as taxas propostas pelas instituições financeiras. No início de agosto, o TN atuou mais intensamente no mercado secundário, com a realização de leilões de compra e venda de LFT, visando mitigar o aumento no deságio desses títulos. No final do mês, os títulos com vencimento em agosto de 2005, em maio de 2006 e em março de 2007 foram negociados com deságios de 0,09%, de 0,26% e de 0,33% a.a., respectivamente, ante 0,04%, 0,18% e 0,29% a.a., no início de julho.

Paralelamente, em 23 de julho, o TN alongou o prazo das LTN ofertadas, colocando títulos com vencimento em abril de 2005 e em janeiro de 2006. No último leilão do trimestre, esses papéis foram negociados a 17,2% a.a. e a 18,1% a.a., respectivamente, ante taxas de 17,1% a.a. e de 17,8% a.a. na data do leilão de lançamento.

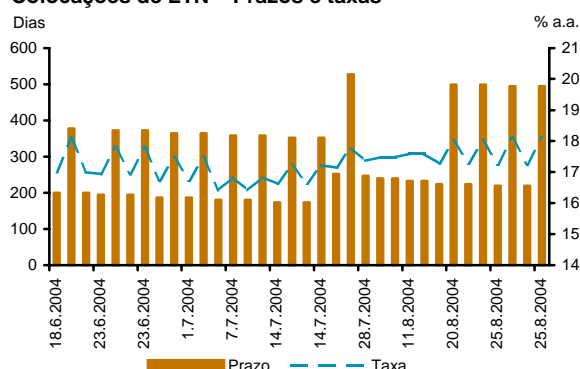
Com relação à rolagem da parcela da dívida pública indexada à taxa de câmbio, o Banco Central voltou a realizar leilões de *swaps* cambiais, limitando-se, no entanto, a uma



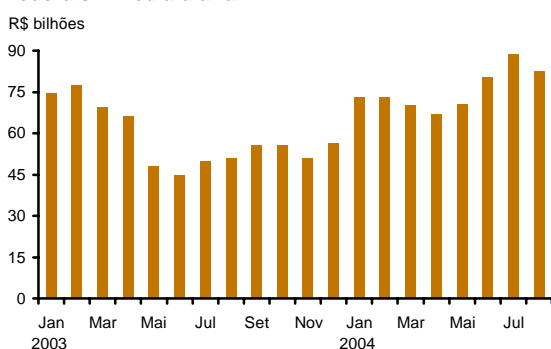
### Colocações de LFT – Prazos e taxas



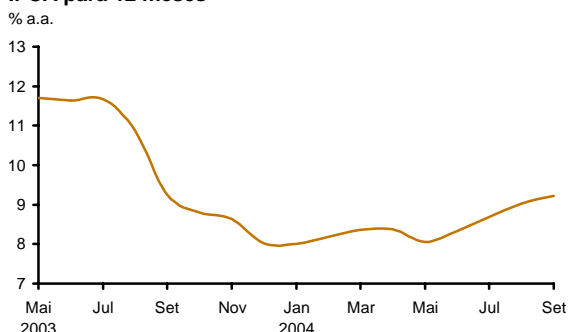
### Colocações de LTN – Prazos e taxas



### Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária



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



rolagem apenas parcial dos títulos e dos *swaps* cambiais liquidados. O giro cambial situou-se em 18,4%, ao se considerar apenas o principal vincendo. De junho a agosto, os vencimentos totalizaram US\$6,1 bilhões, sendo US\$3,6 bilhões em contratos de *swaps* cambiais e US\$2,6 bilhões em títulos públicos indexados à taxa de câmbio, Notas do Banco Central – Série Especial (NBCE) e Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D). Foram colocados US\$1,3 bilhão em novos contratos de *swaps* cambiais em três leilões realizados no período.

O montante médio mensal nas operações compromissadas de controle de liquidez elevou-se de R\$70,4 bilhões, em maio, para R\$88,5 bilhões, em julho, tornando a reduzir-se para R\$82,4 bilhões em agosto. Esse movimento esteve influenciado pela forte concentração de vencimentos de títulos públicos em julho, R\$32,6 bilhões, resultando em fator expansionista de R\$21,3 bilhões no trimestre.

A estratégia de rolagem do excesso de liquidez no mercado continua sendo executada mediante operações a termo prefixadas com três meses de prazo, operações compromissadas pós-fixadas com prazo de duas semanas e operações prefixadas de curtíssimo prazo, além das tradicionais operações de nivelamento da liquidez ao final do dia. Observe-se que, nos últimos meses, vem se elevando o montante girado nas operações a termo de maior prazo, tendo passado de R\$25,8 bilhões, no início de junho, para R\$46,6 bilhões, no final de agosto.

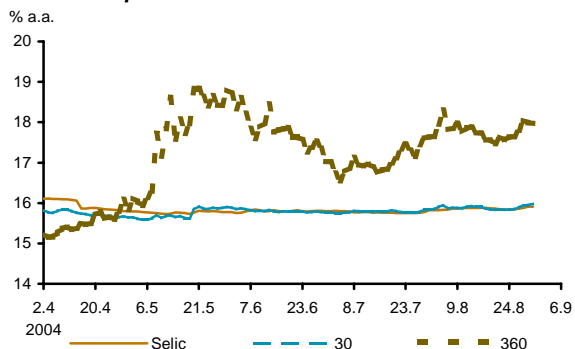
### Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Com base na mediana das projeções para o IPCA coletadas pela Gerin do Banco Central, a taxa de juros real *ex-ante* para os próximos doze meses atingiu 9,2% a.a. em 17 de setembro, ante 8,3% a.a. ao final de junho.

A consolidação das expectativas de que o Fed seguiria uma trajetória gradualista de aumento da taxa básica de juros nos Estados Unidos favoreceu, no mercado brasileiro, a retração da taxa de juros referencial dos contratos de *swap* DI x pré com prazo de um ano, que se situou em 17% a.a. em junho, ante 18,8% a.a. no mês anterior.

Entretanto, a deterioração das expectativas do mercado quanto à evolução futura do IPCA, devida em parte à elevação dos preços do petróleo no mercado internacional, e seus possíveis desdobramentos em relação à trajetória da

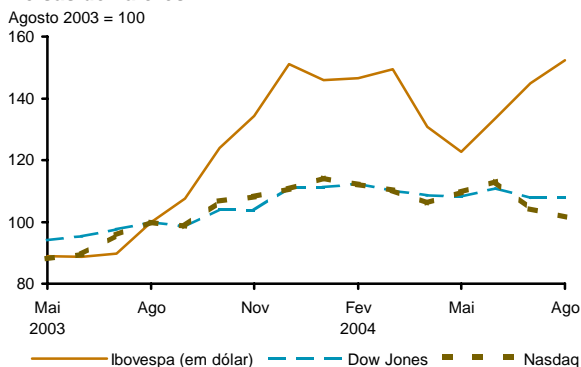
### Selic x swap DI x Pré



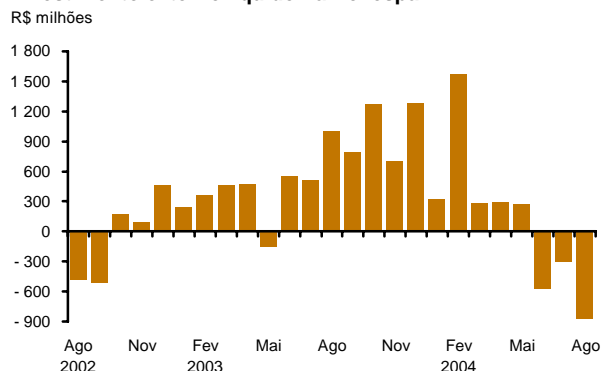
### Ibovespa



### Bolsas de valores



### Investimento externo líquido na Bovespa



taxa Selic foram determinantes para novo reposicionamento da curva de juros. Nesse contexto, a taxa para os contratos de um ano atingiu 18% a.a. em agosto, ao mesmo tempo em que a expectativa de inflação para os próximos doze meses, utilizando-se como parâmetro o IPCA, alcançou 6,27%, ante 5,98%, em maio.

## Mercado de capitais

A redução da incerteza quanto ao ritmo de elevação das taxas de juros nos Estados Unidos e a divulgação de diversos indicadores confirmando o crescimento da economia brasileira favoreceram a reversão da tendência de queda apresentada, a partir de fevereiro, pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Dessa forma, o Ibovespa valorizou-se 16,7% no trimestre encerrado em agosto, atingindo 22.803 pontos ao final desse mês. Avaliado em dólares, o crescimento atingiu 24,4%.

No mesmo período, os índices *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) e *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Nasdaq) recuaram 0,1% e 7,5%, respectivamente, sob a influência de indicadores contraditórios sobre o vigor da recuperação da economia americana.

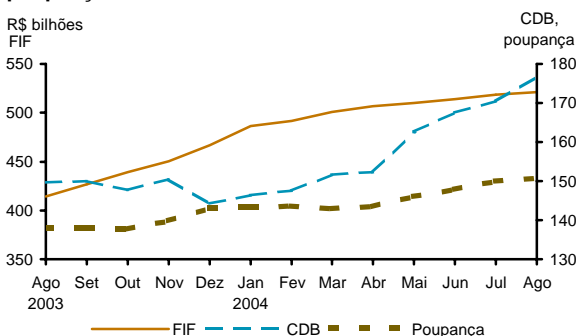
No trimestre junho-agosto, os investidores estrangeiros resgataram aproximadamente R\$1,7 bilhão de suas aplicações em bolsa no Brasil. O volume médio diário negociado, entretanto, registrou crescimento de 5,6% no trimestre, atingindo R\$1.129 milhões, com destaque para o aumento da participação das pessoas físicas.

O financiamento das empresas no mercado de capitais mediante emissões primárias de ações, de debêntures e de notas promissórias atingiu R\$6,6 bilhões de janeiro a agosto, ante R\$4,7 bilhões no mesmo período de 2003. Embora o resultado seja inferior aos observados em 2001 e 2002, o maior interesse das empresas na captação de recursos por meio do mercado de capitais, principalmente via debêntures, torna-se evidente pelo volume de pedidos em análise na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que atingiu R\$2,2 bilhões ao final de agosto.

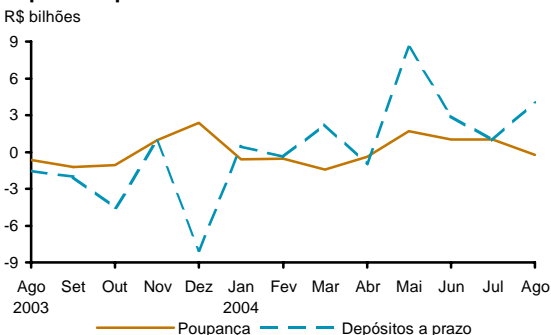
## Aplicações financeiras

O saldo das aplicações financeiras, que engloba as cadernetas de poupança, os depósitos a prazo e os fundos

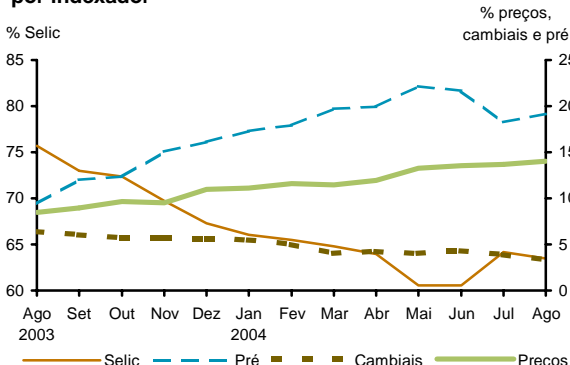
### Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança



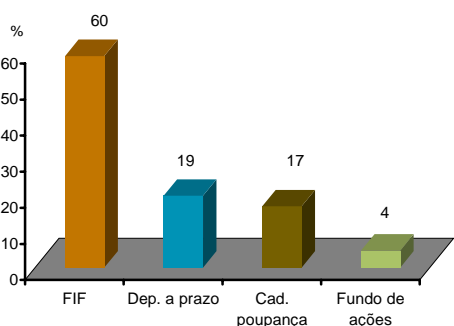
### Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo



### Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador



### Composição da poupança financeira – Agosto/2004



de investimento, totalizou R\$872,2 bilhões em agosto, com crescimento de 4,7% em relação a maio de 2004.

O patrimônio dos fundos de investimento atingiu R\$520,9 bilhões ao final de agosto, com captação líquida negativa de R\$6,3 bilhões no trimestre junho-agosto. Ressalte-se que esse movimento esteve relacionado à migração de recursos para a caderneta de poupança e para os depósitos a prazo.

Os saldos da caderneta de poupança e dos depósitos a prazo em agosto totalizaram R\$150,8 bilhões e R\$176,7 bilhões, respectivamente. As expressivas captações líquidas dessas aplicações no trimestre, atingindo R\$1,8 bilhão e R\$8 bilhões, respectivamente, sugerem o aumento da procura por aplicações com menor volatilidade em relação à rentabilidade.

Com relação à captação líquida de recursos pelos diversos tipos de fundos de investimento, assinala-se a dos fundos referenciados em depósitos interfinanceiros (DI), cuja carteira é representada em grande parte por títulos pós-fixados. A expectativa de queda da meta para a taxa Selic observada até meados de julho determinou movimentos de resgates líquidos nesses fundos. Desde então, com a reversão dessa expectativa, as migrações realizadas no âmbito da indústria de fundos de investimento mostraram-se favoráveis aos fundos DI, em detrimento dos fundos de renda fixa, que possuem expressivo volume de títulos prefixados em suas carteiras. De forma consolidada, registrou-se aumento da representatividade de títulos pós-fixados nos fundos de investimento financeiro.

Os fundos de ações, que incluem os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM) e os Fundos Mútuos de Privatização (FMP), que aplicam recursos do FGTS, atingiram patrimônio de R\$41,3 bilhões em agosto, com crescimento de 11,8% no trimestre e rentabilidade média de 10,6%.

Quanto às rentabilidades das demais aplicações financeiras no trimestre, os fundos de investimento financeiro (FIF) e os depósitos a prazo proporcionaram rendimentos de 3,8% e 3,7%, respectivamente, e a caderneta de poupança, de 2,1%.

### 3.3 Política fiscal

#### Necessidades de financiamento do setor público

#### Resultado primário

Acumulado no ano		R\$ milhões	
Período	Jan-jul	FMI – Critério de desempenho	
	(I)	Jan-set (II)	(I)/(II) (%)
1999	-20 410	-23 788	85,8
2000	-24 736	-29 000	85,3
2001	-33 131	-34 400	96,3
2002	-32 882	-41 000	80,2
2003	-44 329	-54 200	81,8
2004	-52 796	-56 900	92,8

Em julho, o setor público não financeiro registrou superávit primário de R\$6,6 bilhões. O superávit acumulado no ano teve o melhor resultado desde o início da série, em 1991, ao atingir R\$52,8 bilhões, ou 5,59% do PIB, ante R\$44,3 bilhões, ou 5,2% do PIB, em 2003. Em doze meses, o superávit primário atingiu R\$74,6 bilhões, 4,65% do PIB.

O resultado obtido até julho corresponde a 92,8% da meta indicativa para o período janeiro-setembro, fixada em R\$56,9 bilhões. Ressalte-se que essa performance decorre de comportamento sazonal das receitas e despesas ao longo do ano e não implica, necessariamente, folga para realização de gastos orçamentários adicionais. Em 2001, o superávit acumulado até julho correspondeu a 96,3% da meta fixada até setembro, enquanto nos dois anos subsequentes equivaleram a 80,2% e a 81,8% das respectivas metas.

O governo central (governo federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS e Banco Central) respondeu por R\$39,6 bilhões do superávit acumulado de janeiro a julho, equivalendo a 4,2% do PIB; os governos regionais, por R\$11,6 bilhões, 1,2% do PIB; e as empresas estatais, por R\$1,6 bilhão, 0,2% do PIB.

Ressalte-se o aumento nos superávits do governo central e dos governos regionais, e a redução no superávit das empresas estatais, relativamente aos resultados de 2003. Dessa forma, a participação do governo central no superávit do setor público elevou-se de 73,7%, nos primeiros sete meses de 2003, para 75,1%, no período correspondente em 2004; a dos governos regionais, de 20,3% para 21,9%; e a das empresas estatais, em sentido contrário, recuou de 6% para 3%. Como proporção do PIB, o superávit do governo central aumentou 0,37 p.p., o dos governos regionais, 0,17 p.p., e o relativo às empresas estatais declinou 0,14 p.p.

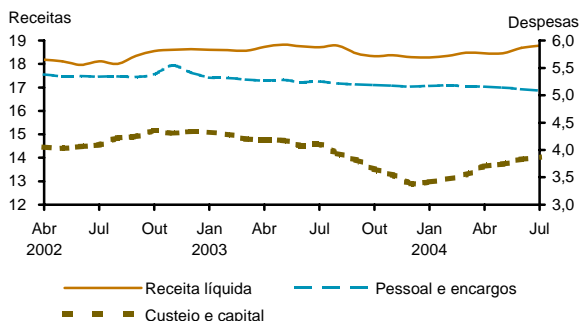
#### Resultado primário do setor público consolidado

Segmento	Acumulado no ano: jan-jul					
	2002		2003		2004	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo central	-23,0	-3,1	-32,7	-3,8	-39,6	-4,2
Governos regionais	-7,6	-1,0	-9,0	-1,1	-11,6	-1,2
Empresas estatais	-2,3	-0,3	-2,6	-0,3	-1,6	-0,2
Total	-32,9	-4,4	-44,3	-5,2	-52,8	-5,6

Considerando-se os três segmentos que compõem o governo central, o governo federal apresentou superávit de R\$54,3 bilhões e o INSS e o Banco Central, déficits de, pela ordem, R\$14,6 bilhões e R\$112 milhões. A elevação de R\$9,4 bilhões no resultado do governo federal, correspondente a 0,48 p.p. do PIB, evidenciou o crescimento da arrecadação dos impostos e contribuições federais propiciado, essencialmente, pelo reaquecimento da atividade econômica. Comparativamente aos primeiros

sete meses de 2003, o ganho de receitas alcançou R\$25,5 bilhões, traduzindo aumento real de 9,4%, considerado o IPCA como deflator.

**Receitas x despesas – Fluxo em 12 meses – Governo federal – % PIB**



No que se refere às despesas, os gastos do governo federal atingiram 14,09% do PIB de janeiro a julho de 2004, ante 13,71% do PIB no mesmo período do ano anterior. Entre seus componentes, os gastos com pessoal e encargos sociais declinaram de 5,26% do PIB para 5,06%, e as transferências constitucionais a estados e municípios, de 4,23% do PIB para 4,04%, enquanto os gastos de custeio e capital aumentaram 0,77 p.p. do PIB, para 4,94%. Os gastos realizados pelo INSS totalizaram 6,83% do PIB, ante 6,32% de janeiro a julho de 2003.

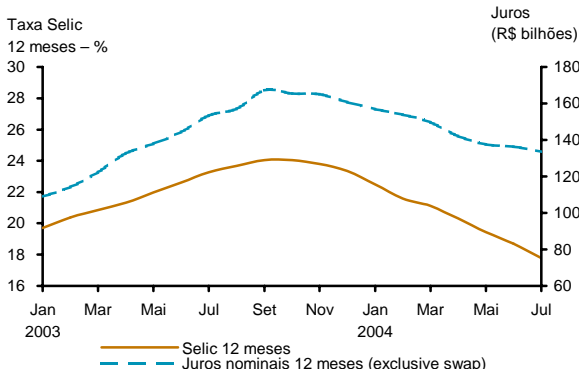
O resultado dos governos regionais foi influenciado, principalmente, pelo impacto da retomada da atividade econômica sobre a arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) que, no primeiro semestre de 2004, registrou aumento real de 5,2%, considerado o IGP-DI com deflator, comparativamente ao resultado do mesmo período de 2003. Cabe mencionar ainda, como aspecto favorável ao equilíbrio fiscal desse segmento, a continuidade da implementação das diretrizes estabelecidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal, sobretudo no que diz respeito aos limites de endividamento e aos gastos de custeio.

Assinale-se que, em sessão realizada em 18.8.2004, o Supremo Tribunal Federal (STF) decidiu manter a cobrança da contribuição previdenciária de aposentados e pensionistas da União, estados e municípios, instituída pela Emenda Constitucional 41/2003. Embora tenha havido elevação da faixa de isenção e uniformização do valor a ser pago, a decisão preservou o impacto positivo das contribuições sobre as finanças dos três níveis de governo, dado o alívio que representam no déficit registrado pelo sistema de previdência dos servidores públicos.

Dessa forma, o equilíbrio fiscal do setor público continua amparado, sobretudo, no melhor desempenho dos segmentos de governos, em relação ao de empresas estatais, denotando melhora qualitativa do ajuste fiscal.

Os juros nominais apropriados em julho de 2004 alcançaram R\$10,4 bilhões. No acumulado no ano até julho, o total atingiu R\$72,2 bilhões, 7,6% do PIB, comparativamente a R\$89,3 bilhões, 10,5% do PIB, em 2003. Essa redução é explicada, principalmente, pela trajetória declinante da taxa Selic, que passou de 24,5% a.a. em julho de 2003 para 16% a.a. em julho de 2004. Note-se que o

**Taxa Selic x juros apropriados**



volume de juros apropriados de janeiro a julho de 2003 ainda contemplava resultados favoráveis de operações de *swap* cambial, no montante de R\$10,1 bilhões, enquanto em 2004 o resultado dessas operações foi praticamente neutro.

#### Necessidades de financiamento do setor público

Acumulado no ano: jan-jul

Discriminação	2003		2004	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	44,9	5,3	19,4	2,1
Primário	- 44,3	- 5,2	- 52,8	- 5,6
Juros	89,3	10,5	72,2	7,6
Fontes	44,9	5,3	19,4	2,1
Financiamento interno	48,3	5,7	43,9	4,7
Dívida mobiliária	67,6	7,9	48,3	5,1
Dívida bancária	- 16,0	- 1,9	1,6	0,2
Outros	- 3,3	- 0,4	- 6,0	- 0,6
Financiamento externo	- 3,4	- 0,4	- 24,5	- 2,6

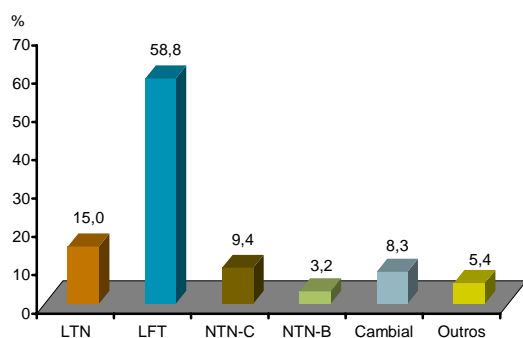
Em julho, as necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$3,8 bilhões. No acumulado do ano, até julho, o déficit nominal totalizou R\$19,4 bilhões, 2,1% do PIB, comparativamente a R\$44,9 bilhões, 5,3% do PIB, em 2003.

Quanto às principais fontes de financiamento do déficit nominal acumulado no ano, a dívida mobiliária e a dívida bancária registraram aumentos de R\$48,3 bilhões e de R\$1,6 bilhão, respectivamente, enquanto os financiamentos externos registraram redução de R\$24,5 bilhões.

### Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, reduziu-se de R\$767,7 bilhões, 46,6% do PIB, em abril de 2004, para R\$759,2 bilhões, 44,4% do PIB, em julho de 2004. Essa variação resultou de resgates líquidos de R\$40,2 bilhões no mercado primário, da incorporação de juros, e da depreciação de 2,79% do real frente ao dólar.

#### Composição da dívida mobiliária federal – Julho 2004



A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao dólar recuou de R\$68,1 bilhões em abril para R\$63,1 bilhões em julho, em razão de resgates cambiais líquidos de R\$8,6 bilhões. No período, excluídos os contratos de *swap* cambial, a participação dos títulos cambiais no total da dívida mobiliária federal reduziu-se de 8,9% para 8,3%, e a relativa aos títulos referenciados à taxa Selic, de 59,7% para 59,6%. Quando considerados os contratos de *swap*, a participação dos títulos atrelados à taxa de câmbio reduziu-se de 16,3% para 14,1%, e a dos títulos vinculados à taxa Selic elevou-se de 52,3% para 53,8%. A participação da dívida prefixada, por sua vez, declinou de 15,8% para 15,1%.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentava, em julho, a seguinte configuração: R\$107,2 bilhões, 14,1% do total, vencendo de agosto a dezembro de 2004; R\$280,6 bilhões, 37% do total, em 2005; e, R\$371,4 bilhões, 48,9% do total, a partir de janeiro de 2006.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$43,6 bilhões, em julho, comparativamente a R\$56,8 bilhões, em



abril. O resultado dessas operações no trimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi desfavorável ao Banco Central em R\$934 milhões, no critério de competência, e em R\$227 milhões, no critério caixa.

## Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público não financeiro totalizou, em julho, R\$945,7 bilhões, 55,3% do PIB, comparativamente a R\$926,4 bilhões, 56,3% do PIB, em abril, e a R\$913,1 bilhões, 58,7% do PIB, em dezembro de 2003.

A depreciação cambial de 4,76%, verificada de janeiro a julho de 2004, contribuiu para a elevação de R\$11,1 bilhões na dívida, sendo R\$3,4 bilhões relativos à dívida mobiliária interna indexada ao dólar e R\$7,7 bilhões relativos à dívida externa líquida.

Analisando-se os fatores condicionantes da queda de 3,4 p.p. da dívida líquida como proporção do PIB em 2004, o efeito do crescimento do PIB respondeu por redução de 5,3 p.p., enquanto as necessidades de financiamento, a depreciação cambial e a variação de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida foram responsáveis por acréscimos de 1,14 p.p., 0,65 p.p. e 0,11 p.p., respectivamente.

A dívida bruta do governo geral (governo federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) registrou queda no mês, passando de R\$1.295 bilhões, 76,4% do PIB, em junho, para R\$1.289 bilhões, 75,4% do PIB, em julho. Relativamente a dezembro de 2003, a queda correspondeu a 3,6 p.p. do PIB.

### Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2002		2003		2004	
	Dezembro		Dezembro		Julho	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
Total – Saldo	881 108	55,5	913 145	58,7	945 659	55,3
<b>Fluxos</b>	<b>Acumulados no ano</b>				<b>Julho</b>	
Var. DLSP	220 241	2,9	32 037	3,3	32 514	- 3,4
Fatores	220 241	13,9	32 037	2,1	32 514	1,9
NFSP	61 614	3,9	79 030	5,1	19 408	1,1
Primário	-52 390	- 3,3	-66 173	- 4,3	-52 796	- 3,1
Juros	114 004	7,2	145 203	9,3	72 204	4,2
Ajuste cambial	147 225	9,3	-64 309	- 4,1	11 120	0,7
Dív. interna <sup>1/</sup>	76 662	4,8	-22 715	- 1,5	3 387	0,2
Dív. externa	70 564	4,4	-41 594	- 2,7	7 733	0,5
Outros <sup>2/</sup>	753	0,0	16 712	1,1	2 385	0,1
Reconhecimento						
de dívidas	14 286	0,9	604	0,0	- 322	0,0
Privatizações	-3 637	- 0,2	0	0,0	- 78	0,0
Efeito crescimento						
PIB		- 11,0		1,2		- 5,3

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

## 3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre junho-agosto, mantiveram a trajetória ascendente observada ao longo dos últimos meses, tendência consistente com a evolução do nível da atividade econômica. O aumento observado ocorreu nas operações contratadas com pessoas jurídicas lastreadas em recursos domésticos, enquanto, por parte das famílias, continuou a prevalecer a maior procura por crédito pessoal e por financiamento de bens de consumo, em detrimento do crédito rotativo.

Nesse sentido, sobressaíram-se as contratações voltadas para investimentos por parte das empresas, seja sob a forma de créditos livres na demanda por bens, seja mediante créditos direcionados, em suas diversas modalidades, nas operações com recursos do BNDES. Ao mesmo tempo, prevaleceu o movimento de normalização do endividamento bancário, evidenciado na redução das taxas de inadimplência, em especial por parte das famílias, favorecida tanto pela migração para operações com taxas de juro mais reduzidas como pelo crescimento da renda e do emprego.

Os resultados fiscais observados até julho situaram-se em níveis compatíveis com as metas fixadas para o ano. Além disso, registrou-se menor dependência do desempenho das empresas estatais, cuja participação no superávit do setor público registrou queda em relação aos anos anteriores. Os governos responderam pelo aumento do superávit acumulado no ano, que resultou de uma combinação de aumento da arrecadação, sobretudo decorrente do nível de atividade, redução de gastos de pessoal e encargos, e aumento de despesas de custeio e investimento.

No que se refere à relação dívida/PIB, assinala-se a queda registrada no ano, correspondente a 3,4 p.p. do PIB. A continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, a redução da taxa Selic em relação aos níveis praticados em 2003 e o crescimento do PIB são os principais fatores responsáveis pelo decréscimo registrado naquela relação. Esses mesmos fatores, aliados à menor vulnerabilidade da dívida às oscilações da taxa de câmbio, deverão continuar contribuindo para a queda da relação dívida/PIB.

A partir do segundo trimestre deste ano, o ritmo de crescimento da economia mundial evidenciou a redução das taxas de expansão nos países que vinham sustentando a retomada econômica. Esse movimento esteve associado, em parte, à elevação contínua dos preços do petróleo e aos efeitos da desaceleração administrada da economia chinesa. Nesse contexto, reduziram-se os temores de que o Fed necessitasse imprimir maior intensidade ao aumento dos juros básicos nos Estados Unidos. À medida que se consolidou a interpretação de que o Fed poderia manter a postura gradualista, inclusive pela sua sinalização de que a inflação norte-americana estava em patamar aceitável, os mercados foram se ajustando, com desdobramentos favoráveis às economias emergentes, que continuaram atraentes para o investidor estrangeiro, em termos da taxa de retorno oferecida.

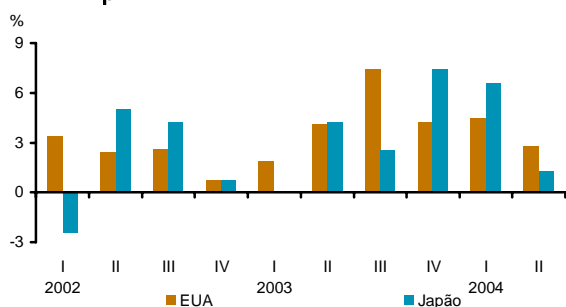
Embora tenha havido desaceleração no ritmo de crescimento econômico global, a economia mundial continua sustentando taxas de crescimento significativas, conforme sugerem os indicadores de atividade disponíveis para o terceiro trimestre. Persiste o crescimento das exportações mundiais, em parte explicado pelo comportamento dos preços internacionais das *commodities*, o que também favorece as economias em desenvolvimento.

## 4.1 Atividade econômica

O nível de atividade da economia mundial sofreu desaceleração visível no segundo trimestre de 2004. Estados Unidos e China, os principais responsáveis pela recuperação observada em escala global desde 2003, apresentaram crescimento menos intenso, sobretudo em decorrência da contração dos gastos de consumo, no primeiro caso, e de políticas governamentais voltadas à contenção do superaquecimento da economia, no segundo. A vigorosa recuperação exibida pelo Japão nos dois

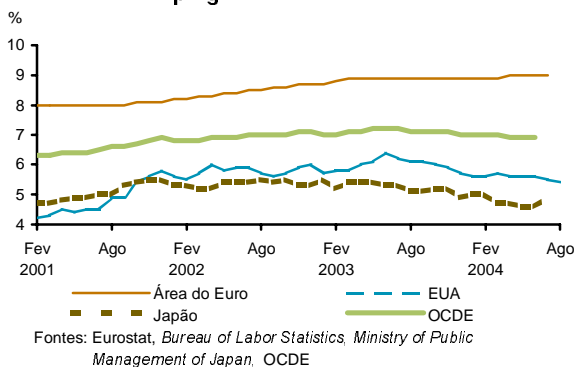
trimestres anteriores também sofreu interrupção, como resultado da moderação do consumo doméstico. A elevação persistente e acentuada dos preços do petróleo impactou a renda disponível de seus principais importadores, embora com efeitos mais suaves do que os registrados em movimentos de alta ocorridos no passado.

### EUA e Japão – PIB<sup>1/</sup>



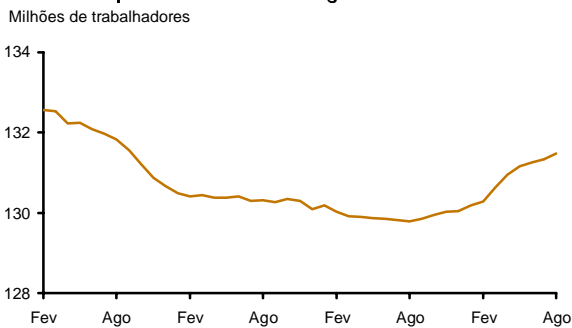
Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic Planning Agency  
1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

### Taxas de desemprego



Fontes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Ministry of Public Management of Japan, OCDE

### EUA – Ocupados no setor não agrícola



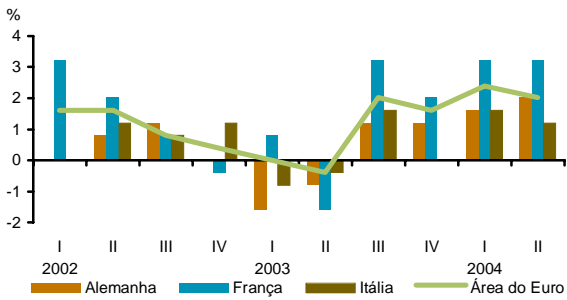
Fonte: Bureau of Labor Statistics

Do primeiro trimestre para o segundo, a variação trimestral anualizada do PIB recuou de 4,5% para 2,8% nos Estados Unidos, e de 6,6% para 1,3% no Japão. Na economia norte-americana, a forte expansão do investimento privado não foi suficiente para compensar os menores gastos pessoais de consumo, em particular, os relativos a bens duráveis. Embora fosse registrada recuperação do consumo em julho, há temores de que sua sustentabilidade possa ser comprometida pelo arrefecimento da expansão da renda pessoal, diretamente relacionada ao nível de emprego. No Japão, a despeito da manutenção de resultados consistentes na balança comercial, houve recuo expressivo da demanda doméstica no segundo trimestre, atingindo despesas de consumo e de investimentos públicos e privados. Tal desempenho refletiu-se em crescimento nulo da produção industrial em julho.

Os mercados de trabalho nos Estados Unidos e no Japão refletiram o arrefecimento da recuperação da atividade econômica. Assim, a partir de junho, declinou significativamente o ritmo de criação de novos postos de trabalho na economia norte-americana, a despeito da redução da taxa de desemprego, de 5,6% em junho, para 5,4% em agosto. No Japão, a taxa de desemprego elevou-se de 4,6% em junho para 4,9% em julho, revertendo a trajetória declinante registrada desde o início de 2003.

Na Área do Euro, o ritmo da retomada do nível de atividade econômica vem sendo mais moderado do que nas demais economias industrializadas. Os efeitos da desaceleração verificada em outras partes do mundo também foram observados na região, onde o crescimento trimestral do PIB, no segundo trimestre, atingiu 2% em termos anualizados, ante 2,4% no trimestre anterior. A evolução do produto manteve a tendência verificada desde o ano passado, impulsionada basicamente pelas exportações. O desempenho individual das principais economias da região não tem sido uniforme. Na França, registra-se a continuidade dos bons resultados observados em 2003, traduzida em variações trimestrais anualizadas do PIB de 3,2% nos dois primeiros trimestres deste ano. Na Alemanha, essas taxas situaram-se em 1,6% no primeiro trimestre deste ano e em 2% no segundo, enquanto, na Itália, atingiram 1,6% e 1,2%,

### Área do Euro – PIB<sup>1/</sup>



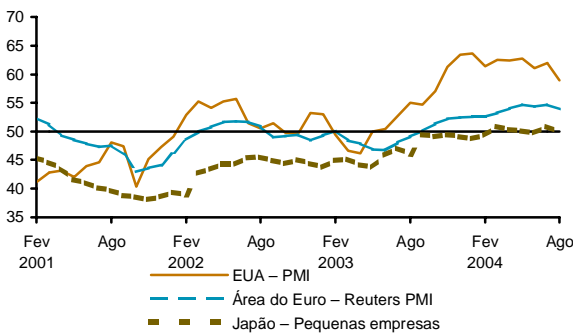
Fonte: Eurostat

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

respectivamente, nesses dois trimestres. O principal diferencial entre tais desempenhos consistiu no aquecimento mais intenso do consumo doméstico na França.

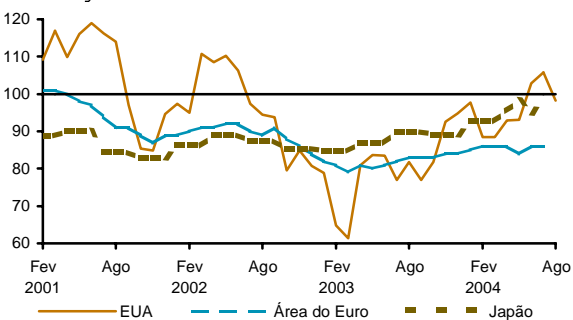
O acelerado crescimento econômico da China, impulsionado pela expansão industrial, pelas exportações e pela significativa entrada de investimento estrangeiro direto, manifestou-se sob a forma de maior pressão inflacionária e de gargalos que afetaram de forma significativa a disponibilidade de carvão, energia elétrica, petróleo e serviços de transporte. Diante desse quadro, o governo chinês decidiu adotar medidas que moderassem o ritmo de expansão econômica, de modo a reduzir as tensões detectadas na cadeia produtiva e garantir a continuidade do crescimento de forma sustentada. Essas medidas, postas em prática a partir de junho de 2003, envolveram restrições à expansão da moeda e maior controle do crédito para os segmentos mais aquecidos da economia. O impacto de tais medidas não resultou, até aqui, em desaceleração expressiva da expansão econômica, mas já puderam ser observadas discretas contrações no volume de vendas no varejo e na produção industrial, a partir do segundo trimestre de 2004. Setores atingidos mais diretamente pelas medidas, tais como cimento, alumínio e veículos, apresentaram desaquecimento mais significativo.

### Confiança empresarial



Fontes: Institute for Supply Management (ISM), Reuters, Banco Shoko Chukin

### Confiança do consumidor



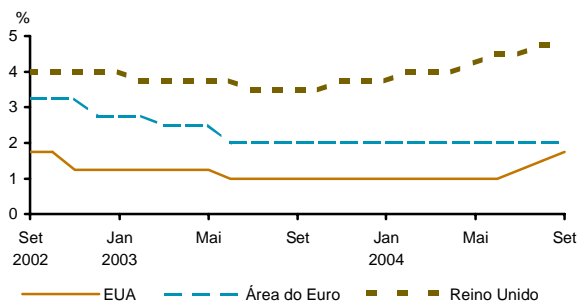
Fontes: Conference Board, Comissão Europeia, Economic and Social Research Institute

Os bancos centrais nos Estados Unidos e na Área do Euro mantêm-se otimistas quanto à retomada do crescimento, mas o comportamento dos principais índices de expectativas empresariais e de consumidores das economias industrializadas vem acompanhando a relativa instabilidade dos dados econômicos observados entre o final do segundo trimestre e o início do terceiro. No que diz respeito à confiança empresarial, nos Estados Unidos e no Japão, os índices passaram a apresentar oscilações a partir de meados do segundo trimestre, embora permaneçam em níveis compatíveis com crescimento econômico elevado. Na Área do Euro, prevaleceram flutuações em torno da tendência de estabilidade, observando-se, porém, evolução positiva na França. O comportamento da confiança do consumidor foi semelhante, em linhas gerais, merecendo destaque o acentuado declínio, em agosto, do índice do *Conference Board*, nos Estados Unidos, e a tendência de estabilidade do índice francês, que se contrapõe às retrações dos índices da Alemanha e da Itália.

## 4.2 Política monetária e inflação

### Taxas de juros oficiais

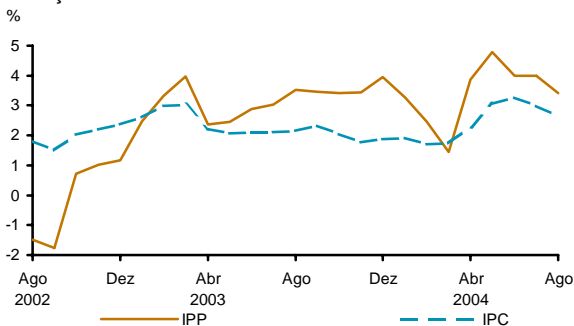
Taxas anuais



Fonte: Federal Reserve, BCE e Banco da Inglaterra

### Inflação – EUA

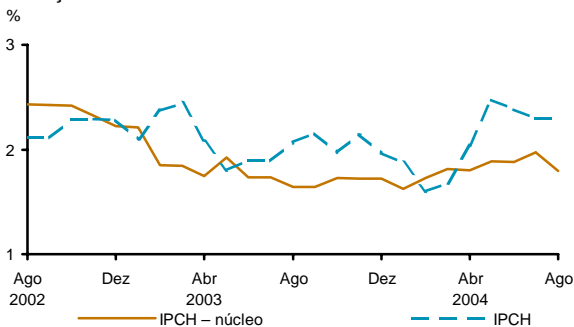
Variação anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

### Inflação ao consumidor – Área do Euro

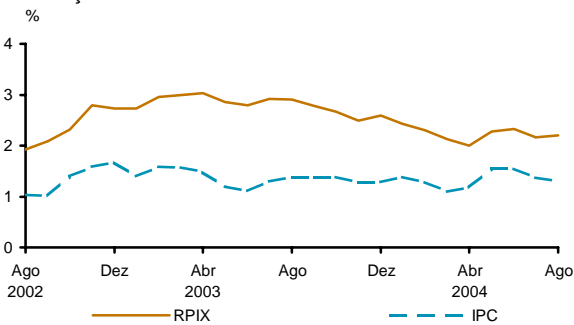
Variação anual



Fonte: Eurostat

### Inflação ao consumidor – Reino Unido

Variação anual



Fonte: Bloomberg

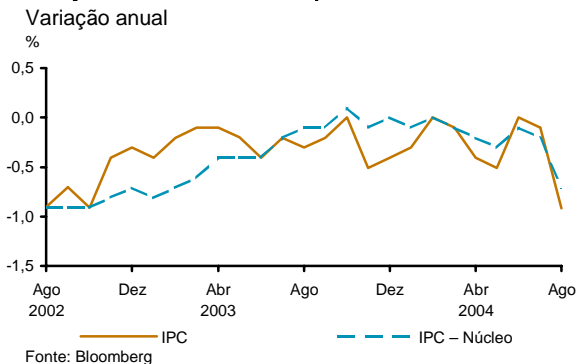
Graças ao trabalho de comunicação do Fed, que coordenou o processo de formação das expectativas ao longo dos últimos meses, a elevação da meta dos *fed funds*, uma vez consumada, não causou maior impacto no rendimento dos *Treasuries*, mesmo depois das sucessivas subidas de 0,25 p.p., ocorridas em agosto e em setembro. Mais recentemente, a divulgação de indicadores que apontam para o arrefecimento tanto do crescimento quanto da inflação nos Estados Unidos, tendo sido registrada deflação nos preços ao consumidor em julho, aumentou a convicção de que o banco central deve prosseguir com a política de elevação gradual dos juros. De fato, com exceção dos preços das matérias-primas, a inflação nos Estados Unidos não tem acelerado, apesar do deslocamento de patamar observado no segundo trimestre. Assim, a menos que os preços do petróleo sofram nova e significativa alta, o cenário de inflação moderada deve consolidar-se nos próximos meses, haja vista os sinais de moderação do ritmo de contratação no mercado de trabalho e o nível ainda baixo de utilização da capacidade instalada na indústria.

Na Área do Euro, a inflação mostrou sinais de arrefecimento em julho. Contudo, a inflação medida pelo *Harmonized Indices of Consumer Prices* (HICP) permanece acima da meta de 2%, e a expectativa é de que as taxas de juros oficiais em vigor desde junho do ano passado sejam mantidas nos níveis atuais pelos próximos meses. O núcleo da inflação, apesar da alta moderada no primeiro semestre, passou a recuar a partir de julho, para patamar inferior a 2%. Os impactos deflacionários da apreciação do euro e o baixo crescimento da região em meio ao considerável hiato do produto devem contribuir para que a inflação se mantenha próxima à meta oficial, não obstante a recente escalada nos preços do petróleo.

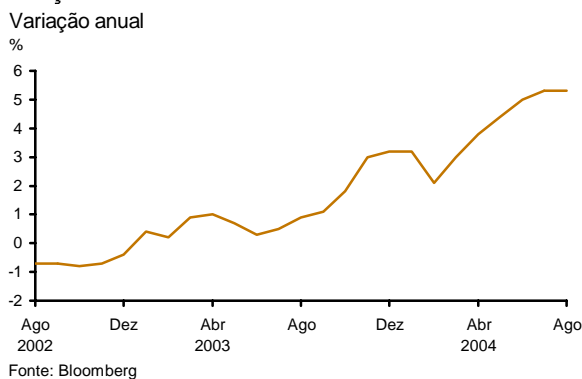
No Reino Unido, prossegue a política de contração monetária, independentemente das condições inflacionárias correntes. No início de agosto, o Banco da Inglaterra elevou mais uma vez a taxa básica, em 0,25 p.p., no quarto movimento de alta dos juros no ano, sendo esperada nova alta da taxa básica neste ano, para 5% a.a. A inflação anual ao consumidor permanece estável, em torno do confortável patamar de 1,5%, tendo em vista o teto oficial de 2%. No momento, é difícil prever até quando o banco central dará continuidade à política de desinflação da bolha do mercado imobiliário, mas é possível que a postura contracionista da política monetária seja atenuada no próximo ano.



### Inflação ao consumidor – Japão



### Inflação ao consumidor – China



As autoridades japonesas conservaram inalterado nos últimos cinco meses o intervalo da meta oficial do saldo das reservas bancárias no Banco do Japão (BoJ), entre ¥30 trilhões e ¥35 trilhões. Apesar do crescimento ininterrupto dos últimos oito trimestres, a política monetária ainda não teve sucesso na erradicação da deflação. Com isso, não há horizonte previsível para alteração da política de juro zero. A tendência recente de depreciação do dólar deverá requerer novas intervenções maciças do BoJ para evitar a perda de competitividade das exportações, principal sustentação da economia japonesa, podendo ocorrer alteração no intervalo das metas com vistas à acomodação do impacto expansionista sobre os agregados monetários.

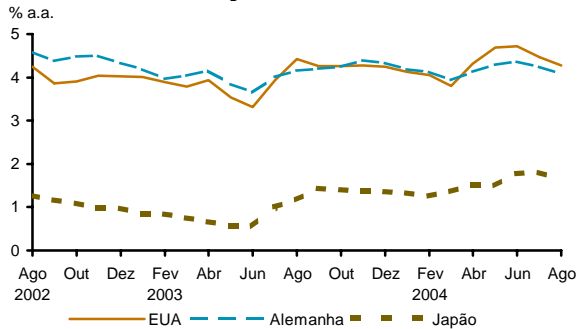
Na China, a inflação anual ao consumidor aumentou para 5,3% em julho, permanecendo nesse nível em agosto. A economia prossegue em forte expansão e a política oficial quanto à paridade do renminbi ainda não se mostra definida, e tampouco se espera que tal definição ocorra em breve. De qualquer maneira, o controle do crédito e a reestruturação dos bancos oficiais poderão proporcionar, em determinadas dimensões, resultados como os que se pretenderia com uma eventual apreciação do renminbi.

## 4.3 Mercados financeiros internacionais

No trimestre encerrado em agosto, os principais condicionantes da evolução dos preços dos ativos financeiros mundiais foram, de um lado, a redução dos temores que cercavam a trajetória futura da inflação e das taxas de juros nos Estados Unidos, e, de outro, a persistência de um quadro volátil e incerto no que diz respeito aos preços do petróleo e ao seu impacto sobre o desempenho das principais economias mundiais.

No que diz respeito à política monetária norte-americana, o Fed vinha sinalizando desde meados de maio que pretendia promover uma reversão suave de sua postura expansionista. Suas decisões posteriores vieram em linha com o sinalizado, mas foram, sobretudo, os indicadores de atividade e de inflação divulgados nesse íterim que consolidaram a confiança dos mercados de que essa estratégia seria não só mantida como também eficaz para conter pressões inflacionárias a que o impulso monetário pudesse ter dado margem. A consolidação dessa confiança favoreceu, a despeito de um ambiente de volatilidade ainda elevada, a convergência das taxas de juros de mercado das

### Retorno sobre títulos governamentais<sup>1/</sup>



economias maduras para patamares mais reduzidos, assim como o declínio continuado da percepção de risco em relação às economias emergentes.

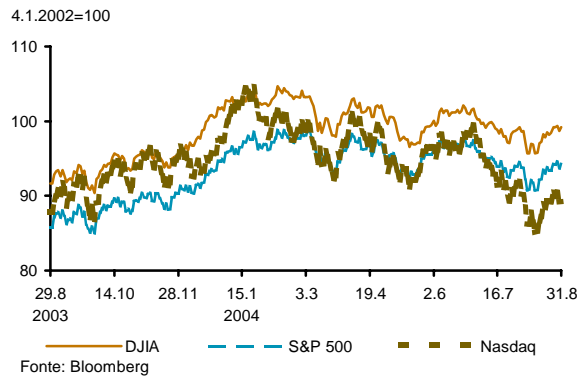
Nos Estados Unidos, as taxas de juros anuais, que atingiram, em meados de junho, 2,93% para os títulos de dois anos e 4,87% para os de dez anos, reduziram-se para 2,38% e 4,11%, respectivamente, ao fim de agosto. No mesmo período, as taxas de juros de longo prazo das demais economias desenvolvidas diminuíram de forma menos acentuada, mas assumiram trajetória nitidamente alinhada à evolução dos rendimentos dos títulos norte-americanos.

### Emerging Markets Bond Index (Embi+)



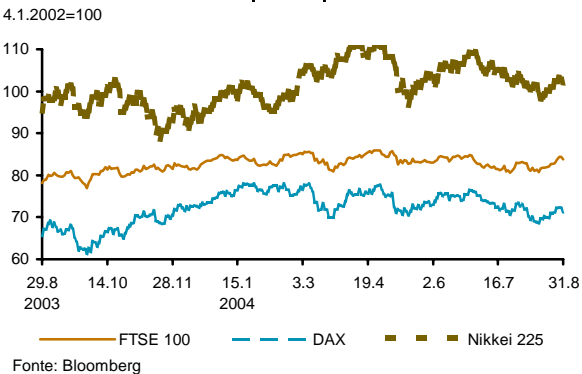
A recuperação dos valores dos papéis de dívida dos países emergentes, evidenciando a redução da percepção de risco dessas economias, iniciou-se em maio, com as primeiras sinalizações oficiais de que a remoção do estímulo monetário nos Estados Unidos seria comedida, e tem se sustentado desde julho, pela expectativa de continuidade da abordagem gradualista. O prêmio do *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+) recuou 22,8%, reduzindo-se de um pico de 567 pontos em 10 de maio para 438 pontos em 31 de agosto. No mesmo período, os prêmios dos Embi+ do Brasil, da Turquia e da Venezuela diminuíram 38%, 35% e 28%, respectivamente. A redução menos acentuada do prêmio do Embi+ da Rússia, em torno de 18%, refletiu o impacto negativo do caso Yukos, a maior empresa petrolífera russa, sobre os ativos financeiros do país.

### Bolsas de valores – EUA



Os ativos de renda variável têm exibido maior sensibilidade às incertezas associadas ao ritmo de crescimento da economia norte-americana e à persistente elevação dos preços do petróleo, seguindo trajetória declinante na maior parte do período iniciado em julho. Nos Estados Unidos, as bolsas permaneceram voláteis e registraram perdas continuadas, repercutindo também as incertezas relativas ao desempenho dos lucros corporativos. Entre o início de julho e a primeira quinzena de agosto, os índices DJIA e *Standard & Poor's 500* (S&P500) declinaram 4,9% e 5,7%, respectivamente, e o índice Nasdaq, que agrupa as ações das empresas de alta tecnologia, caiu 12,8%.

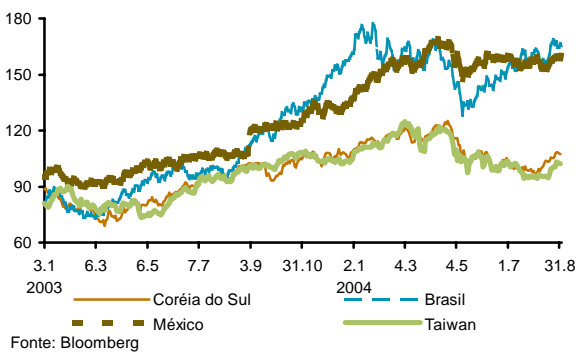
### Bolsas de valores – Europa e Japão



No mesmo período, o índice japonês Nikkei 225 reduziu-se em 9,6%. A evolução das bolsas em outras economias, em sua maioria, mostrou comportamento similar às dos mercados dos Estados Unidos. Os índices acionários *Deutscher Aktienindex* (DAX) da Alemanha e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) da Inglaterra reduziram-se 9,6% e 2,8%, nessa ordem. Na França, na

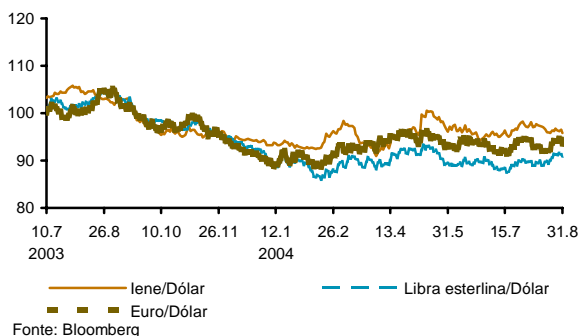
### Bolsas de valores – Mercados emergentes

4.1.2002=100



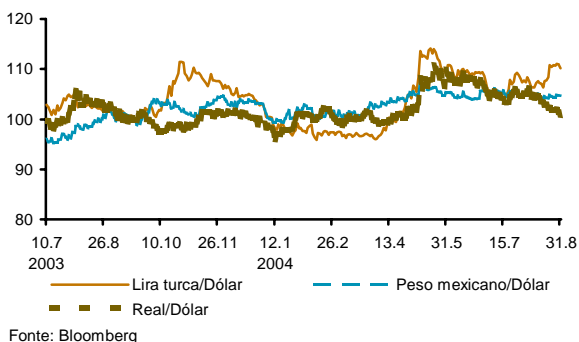
### Cotações do dólar

19.9.2003=100



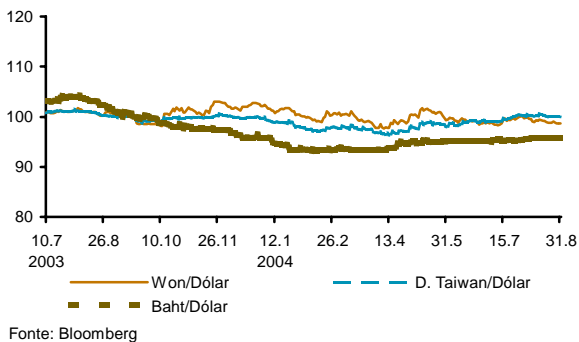
### Moedas – América Latina e Turquia

19.9.2003=100



### Moedas de países emergentes asiáticos

19.9.2003=100



Itália e na Espanha, os respectivos índices CAC, MIB e Ibex recuaram em torno de 6%. Entre as economias emergentes, os índices de Taiwan e da Tailândia decresceram ambos 7,7%, enquanto o índice russo recuou 4,4%. Nas bolsas da América Latina, o *Índice de Precios e Cotizaciones* (IPC), do México, declinou 4,6%, e o Merval argentino caiu 1,8%, enquanto o Ibovespa brasileiro ficou estável.

A perspectiva de atenuação do risco de que o fornecimento de petróleo sofresse interrupções, a percepção de que a inflação se encontra sob controle nas principais economias e a atratividade dos preços das ações favoreceram a recuperação de preços nas bolsas, em geral a partir da segunda quinzena de agosto, com destaque para os mercados acionários asiáticos, que apresentaram ganhos desde o início daquele mês.

A cotação do dólar norte-americano, na média do trimestre junho-agosto, caiu 1,8% frente à libra esterlina e 1,6% frente ao euro, ante a cotação média registrada no bimestre abril-maio. Em relação ao iene, o dólar permaneceu estável na mesma base de comparação.

A melhora nas condições de financiamento a partir de junho contribuiu para que moedas de países emergentes como Brasil, Turquia e México revertissem, ao menos parcialmente, as depreciações frente ao dólar acumuladas durante o período mais crítico de incertezas quanto à evolução da inflação e da política monetária nos Estados Unidos. Assim, o real apreciou-se 6,3% frente ao dólar, comparando-se as cotações médias da segunda quinzena de agosto com as da segunda quinzena de maio; na mesma base de comparação, a lira turca apreciou-se 2,4% e o peso mexicano, 1,1%.

Os mercados cambiais dos países emergentes do sudeste asiático, dada a preocupação com a manutenção da competitividade de suas exportações em relação às da China, continuam fortemente condicionados pela política cambial chinesa. Em média, as cotações das moedas da Tailândia e de Taiwan desvalorizaram-se perante o dólar, respectivamente, 1,95% e 1,56%, quando comparadas as médias das taxas de câmbio das últimas quinzenas de maio e de agosto. A moeda coreana apresentou valorização média de 1,75% frente ao dólar, no mesmo período.

## 4.4 Comércio mundial

No segundo trimestre do ano, os fluxos de comércio internacional evidenciaram a perda de dinamismo das economias líderes da recuperação econômica e a alta nos preços do petróleo, traduzida na deterioração dos termos de troca para os países importadores do produto.

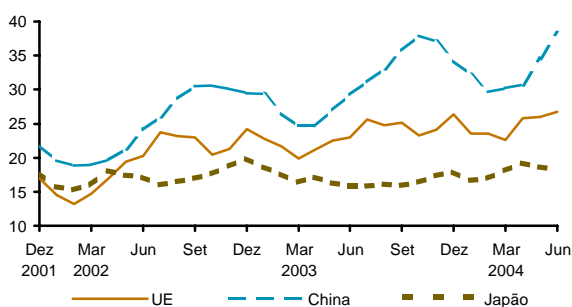
A balança comercial norte-americana refletiu, basicamente, o descompasso entre o ritmo de crescimento do país e o do resto do mundo. Embora desacelerando, a forte demanda interna resultou no crescimento vigoroso das importações, tanto petroleiras quanto não petroleiras, enquanto as exportações encontravam uma demanda externa mais fraca, manifestada na desaceleração do crescimento do Japão e no ritmo que já era mais moderado da Europa. Com isso, persistiu a tendência de ampliação do déficit comercial em bens e serviços, que alcançou US\$576 bilhões no acumulado de doze meses até junho, reacendendo as preocupações mundiais quanto ao seu financiamento.

Na Área do Euro, o comércio exterior condicionou o desempenho econômico da região, especialmente da Alemanha, onde a contribuição do setor para o aumento do PIB no segundo trimestre foi a maior desde 1991. Os fluxos de comércio na Área do Euro se elevaram nesse período, inclusive no que se refere ao comércio intrarregional. O superávit comercial caiu em relação ao primeiro trimestre, com o crescimento das importações, excedendo o das exportações. No Reino Unido, o déficit comercial atingiu cifra recorde, influenciado pela deterioração da balança petroleira, reflexo do maior volume de importação no período.

Na China, os fluxos de comércio superaram as expectativas, considerando as medidas de desaquiecimento econômico adotadas em meados de 2003. O elevado patamar das exportações compensou a redução nos investimentos, o que pode assegurar ao país um processo de retração suave da atividade econômica. Há indícios de que as exportações relacionadas aos setores afetados pelas medidas restritivas ainda não foram atingidas. Embora as importações permaneçam em patamar elevado, houve redução na demanda, o que comprometeu o ritmo de crescimento das exportações dos países emergentes da Ásia. Não obstante, os dados para junho apontam para a reversão dessa tendência e para a retomada das exportações da região.

Os efeitos da desaceleração econômica da China sobre o comércio exterior do Japão, seu principal parceiro, foram limitados. A demanda chinesa se manteve como o

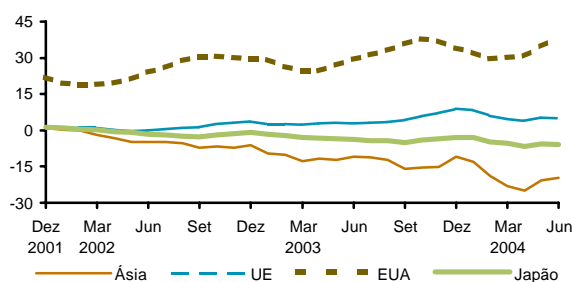
**Déficit comercial bilateral – EUA<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg  
1/ Média móvel trimestral.

**Saldo comercial bilateral – China<sup>1/</sup>**

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg  
1/ Média móvel trimestral.

principal estímulo à expansão das exportações do Japão no segundo trimestre, seguida pela demanda norte-americana. As importações japonesas cresceram no período, impulsionadas pelo ritmo de atividade econômica, deprimindo o saldo comercial. Uma eventual perda de dinamismo da economia norte-americana ou uma apreciação do iene frente ao dólar, além da continuidade das restrições aos investimentos na China, representam os principais riscos ao desempenho das exportações japonesas. A manutenção dos altos preços do petróleo é preocupação adicional para o país, que importa a quase totalidade de seu consumo.

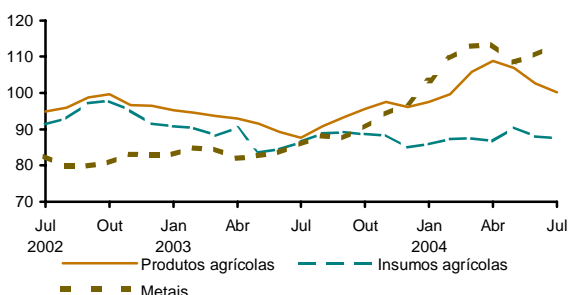
A sincronia com o ciclo econômico norte-americano manifestou-se no comércio exterior do México, com as exportações do setor de "maquiladoras" mostrando renovado dinamismo, inclusive em relação à concorrência chinesa. O alto preço do petróleo afetou positivamente o comércio do país, que é exportador líquido do produto. Na Argentina, o superávit comercial manteve-se em patamar elevado no segundo trimestre de 2004. O desempenho do complexo soja e o elevado preço da *commodity* sustentaram as exportações do período, compensando a redução das vendas para a China, registrada em junho. Entretanto, a tendência de redução nos preços de algumas *commodities* agrícolas deve aumentar as pressões sobre o superávit comercial, dado que o reaquecimento da economia resultou em vigoroso crescimento das importações. No Chile, o dinamismo das exportações refletiu os altos preços do cobre.

#### 4.4.1 Commodities

As *commodities* vêm se beneficiando do bom desempenho da economia mundial, embora nos últimos meses as cotações das *commodities* agrícolas tenham recuado, mas permanecendo ainda em patamares superiores às médias dos dois últimos anos. No que se refere aos metais, após apresentarem declínio, seus preços recuperaram-se nos últimos meses.

Em virtude do ciclo de produção curto e de colheitas de safras em momentos distintos nos hemisférios norte e sul, as cotações das *commodities* agrícolas apresentaram maior volatilidade, com tendência de baixa. A perspectiva é, entretanto, de estabilização no médio prazo, a persistir o dinamismo do comércio internacional. Alguns produtos, como a soja, deverão seguir trajetória positiva, influenciada pela safra menor nos Estados Unidos. Espera-se o mesmo comportamento para o açúcar, cujos preços internacionais vêm se recuperando, após sinalização baixista no início do

Índice de preço de *commodities* em DES  
1995 = 100



Fonte: Fundo Monetário Internacional

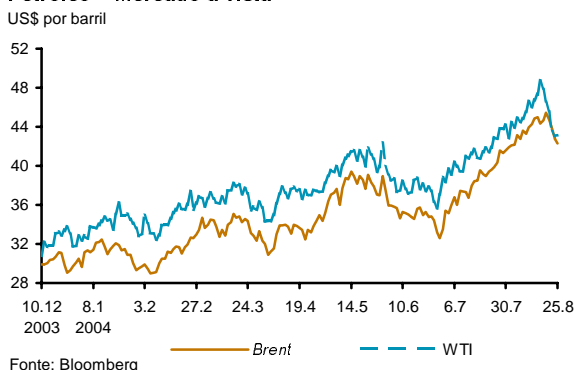
ano, causada pela expectativa de excesso de produção mundial. No caso do algodão, do cacau e do milho, a expectativa é de pequeno recuo das cotações no médio prazo.

Quanto às principais *commodities* metálicas, o mercado internacional continua fortalecido, tendo em vista a pressão de demanda exercida pelo bom desempenho verificado na economia mundial. No trimestre encerrado em junho, as cotações do alumínio, do aço e do cobre apresentaram volatilidade, associada a especulações de investidores e à desaceleração do crescimento econômico chinês. No entanto, a dificuldade de se atender à demanda mundial elevada faz prevalecer, no médio prazo, a tendência de alta nas cotações.

#### 4.4.1.1 Petróleo

Os preços do barril de petróleo apresentaram pressão altista nos últimos meses, evidenciando as turbulências no Oriente Médio, o declínio dos estoques dos principais países consumidores e o crescimento econômico, embora moderado no segundo trimestre, nos Estados Unidos, no Japão e na União Européia. Assinale-se, ainda, o impacto sobre os preços do elevado crescimento da China, segundo maior consumidor mundial. De acordo com a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), o crescimento das importações de petróleo da China, previsto para 2004 e 2005, responderá por um terço do crescimento da demanda mundial do produto. Também contribuíram para a volatilidade observada no período a instabilidade política na Venezuela e a situação indefinida da empresa petrolífera russa Yukos.

##### Petróleo – Mercado à vista



Embora a Opep tenha elevado a oferta do produto para 25,5 milhões de barris/dia (mbd) a partir de julho, e em mais 0,5 mbd em 1º de agosto, as cotações não apresentaram o recuo esperado, salientando-se que não existe desequilíbrio crônico entre a oferta e a demanda que justifique o atual patamar de preços do barril de petróleo nos mercados *spot* e futuro. A conexão que se pode estabelecer entre as cotações atuais e os fundamentos apóia-se sobretudo na possibilidade de que graves interrupções de fornecimento por parte de exportadores expostos a risco geopolítico estreitem de forma significativa a margem existente entre oferta e demanda mundiais.

Desde o final do primeiro trimestre deste ano, o preço do barril de petróleo tipo *West Texas Intermediate* (WTI) tem sofrido pressões altistas, com grande volatilidade, atingindo o nível médio diário de US\$40,82 em julho, e o



# Oscilações no Preço do Petróleo e Impactos sobre a Economia Brasileira

---

## 1. Introdução

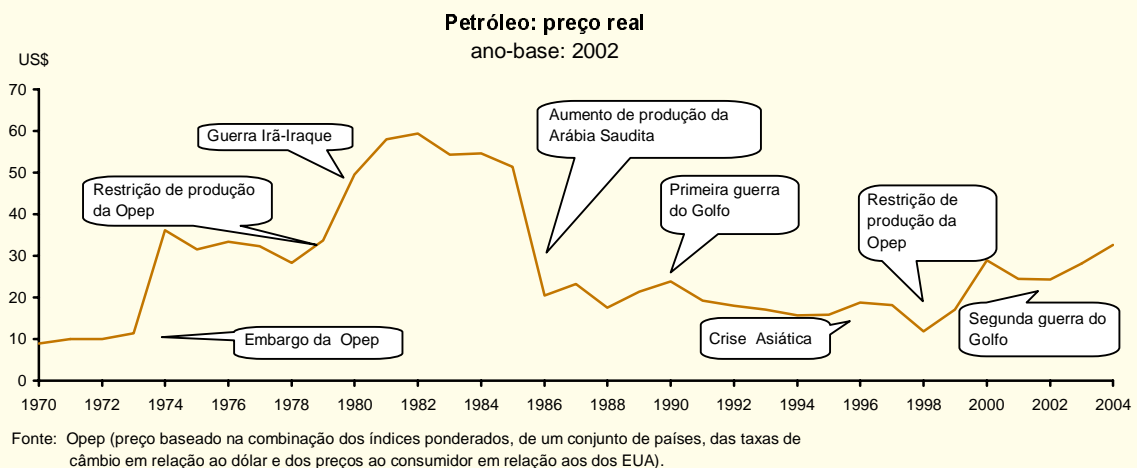
A elevação persistente do preço do petróleo no mercado internacional desde meados de 2003 tem suscitado preocupação nos principais países importadores e também no Brasil. Este boxe analisa as causas dessa elevação, as perspectivas para o preço e as razões para o pequeno impacto na economia brasileira.

## 2. Razões para o comportamento recente do preço

Como a maioria dos preços na economia, o do petróleo segue basicamente as alterações na oferta e na demanda. Como fatores de restrição à oferta destacam-se o reforçamento da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), a partir de 1999, na fixação e no cumprimento de cotas de produção, bem como a disposição momentânea de outros grandes produtores, como Rússia, Noruega e México, de acompanhar a decisão da Organização. Há também a instabilidade política no Oriente Médio, com destaque para o conflito no Iraque. Adicionalmente, verificou-se nos últimos anos uma desaceleração nos investimentos em ampliação da capacidade de produção, em função do baixo preço praticado em 1998 e 1999. Nos Estados Unidos, o nível dos estoques de gasolina reduziu-se e nos países da Opep estreitou-se perigosamente o grau de capacidade ociosa. Além disso, a depreciação do dólar, moeda de cotação do petróleo, resultou em alterações no preço do produto para compensá-la. Por fim, mais recentemente, deve-se mencionar a crise relacionada à Yukos, uma das maiores companhias de petróleo da Rússia, e seus possíveis desdobramentos na exportação do país.

Relativamente à demanda, devem-se considerar os efeitos da atuação de fundos de investimento no mercado futuro de petróleo. Com início em 1983, esse mercado adquiriu relevância na formação do preço do óleo na conjuntura recente. Desde o começo da guerra no Iraque, esses fundos vêm aumentando suas posições na tentativa de cobrir o risco de uma interrupção abrupta na oferta de petróleo. Esse risco decorre da dificuldade de retomada da produção e de sua ampliação naquele país e do temor de ataques terroristas a instalações petrolíferas da Arábia Saudita, maior exportador mundial e único país com capacidade de regularizar prontamente o suprimento mundial, como ocorreu na primeira guerra do Golfo e na recente crise venezuelana.

Como fatores de pressão sobre a demanda destacam-se, ainda, a retomada do crescimento nos EUA e no Japão, o acelerado crescimento da economia chinesa e de outros países asiáticos de elevada intensidade de consumo de petróleo, e a ocorrência de inverno rigoroso no hemisfério norte. Por fim, há a recuperação das companhias de aviação, grandes consumidores de combustível, e a tentativa dos EUA, da China e da Índia de recomporem ou de elevarem seus estoques estratégicos.



### 3. A importância da Opep

A Opep responde por aproximadamente 80% das reservas, por 40% da produção e por 50% da exportação mundial de petróleo. Sempre que ocorre quebra significativa na produção mundial, os países da Organização, detentores de maior capacidade ociosa, são a primeira fonte de suprimento para a recomposição da perda. Recentemente, a Opep elevou a produção em 2,5 milhões de barris/dia (mbd), a partir de julho e de agosto, para acalmar as pressões no mercado. Porém, o estreitamento inédito da capacidade ociosa poderá resultar em maior instabilidade nos preços, na medida em que se torna mais difícil de acomodar o risco de interrupção do fornecimento por produtores importantes.

A razão reservas/produção, ou seja, o tempo de duração das reservas atuais em relação à produção corrente, é de apenas quinze anos para os não-membros, comparativamente a quase cem anos para os países membros. Por isso, há expectativa de aumento do peso da Organização na produção mundial nas próximas décadas.

### 4. O mercado no Brasil

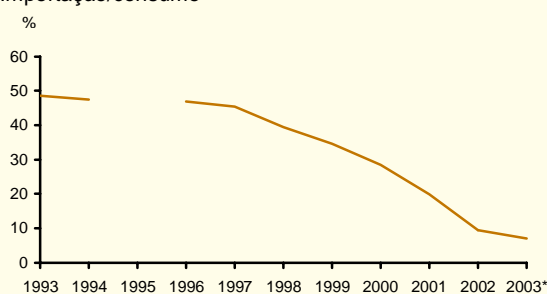
Segundo a Agência Nacional do Petróleo (ANP), ao final de 2003 as reservas brasileiras de petróleo somaram 10,6 bilhões de barris, 90% das quais localizadas no mar, sendo equivalentes a dezoito anos de produção. Em 2003, o consumo aparente somou 1,6 mbd, a produção 1,5 mbd e a importação líquida, 0,1 mbd.

De 1993 a 2003, as reservas brasileiras de petróleo cresceram aproximadamente 8% a.a., a produção, 9% a.a.; e o consumo, 2% a.a. Assim, a importação líquida – incluindo derivados – caiu 16% a.a. e a dependência externa reduziu-se de 49% para 7% do consumo doméstico, podendo ser totalmente eliminada nos próximos anos.

De 1993 a 2003, o déficit comercial do produto no Brasil caiu de US\$3,4 bilhões para US\$2,1 bilhões. Esse déficit remanescente decorre mais de diferença no preço, em função de divergência de qualidade, do que dos volumes de exportação e de

#### Brasil: dependência externa

Importação/consumo

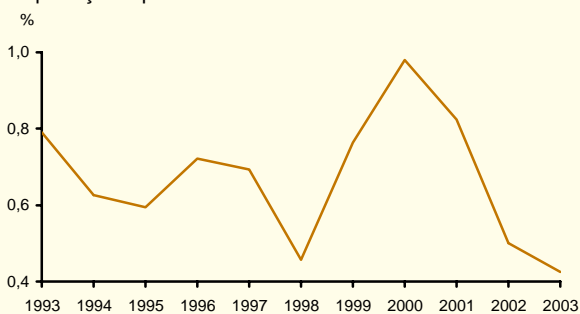


Fonte: ANP (1995 sem informação)

\* Estimativa do BCB

### Brasil: balança do petróleo

Importação líquida/PIB



Fonte: ANP e Petrobras

importação. Em 2003, o preço médio do barril do óleo exportado atingiu US\$24, e o do importado, US\$30.

Não só a dependência externa do produto reduziu-se significativamente entre 1993 e 2003, mas também o seu peso relativo no conjunto da economia. Nesse sentido, o déficit comercial do petróleo caiu de 0,8% para 0,4% do PIB, de 9% para 3% da exportação total do país e, entre 1996 e 2003, de 21% para 5% da receita da Petrobras, principal empresa do setor.

Supondo a manutenção em 2004 do saldo líquido do volume importado em 2003, um aumento de 10% na cotação internacional do petróleo terá impacto aproximado de US\$200 milhões na balança comercial. Esse impacto equivale a apenas 0,3% da exportação total, a 0,5% da receita da Petrobras e a 0,04% do PIB.

Do ponto de vista estratégico, além do declínio abrupto da dependência externa de petróleo, deve-se mencionar que o Brasil, diferentemente de outros países, possui experiência consolidada de utilização do álcool em situação de ruptura grave da oferta de petróleo. Além disso, a fabricação atual de automóveis com motor flexível (a gasolina e a álcool) vem contribuindo para aumentar a capacidade de substituição pelo álcool. Por outro lado, seguindo o comportamento de outros países, o Brasil vem investindo na ampliação do uso do gás natural como fonte substituta do óleo.

## 5. Comentários finais

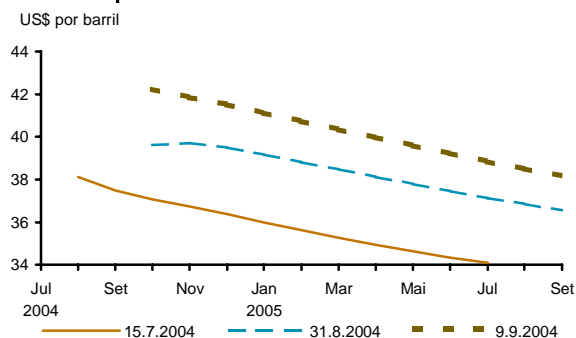
A elevação recente do preço do petróleo no mercado internacional decorre em parte da eficácia da política da Opep, e em parte de variáveis de natureza conjuntural. Embora o prêmio de risco de interrupção abrupta na oferta já esteja de algum modo incorporado ao preço, não está descartada a sua manutenção ou até mesmo elevação no futuro. Isso decorre do estreitamento da capacidade ociosa de produção, das incertezas relacionadas à oferta futura e da expectativa de aumento do peso da Opep na oferta global.

Considerando que os investimentos em exploração têm um período de maturação relativamente longo e que o horizonte político mundial não parece convergir para uma pacificação imediata no Oriente Médio, há perigo de exacerbação dos movimentos especulativos no mercado e, conseqüentemente, de elevação da sensibilidade do preço do petróleo a fatores geopolíticos.

Porém, comparativamente à situação que vigorava nas duas grandes crises do petróleo, a economia mundial reduziu sua dependência desse insumo. Nos países industrializados, o consumo por unidade do Produto Interno Bruto (PIB) caiu à metade entre 1973 e 2002. Além disso, o nível de preço atual, em termos reais, está longe do pico histórico atingido no início da década de 80.

No Brasil, o efeito indireto do aumento do preço do petróleo na estrutura de custos da economia resulta em forte impacto nos índices de preços, mas o efeito de transferência de renda do país para o exterior é bem menor do que no passado e menor que em países mais dependentes de importações de petróleo.

### Petróleo tipo Brent – Mercado futuro



Fonte: Bloomberg

recorde histórico de U\$47,86 em 20 de agosto. No mesmo sentido, o preço médio do barril tipo *Brent*, referência no mercado europeu, passou de U\$37,92 em maio para U\$43,21 em agosto, atingindo U\$45,42 em 19 de agosto.

A evolução das cotações do petróleo tipo *Brent* no mercado futuro revela tendência declinante. Assinale-se, entretanto, que as curvas associadas a datas mais recentes vêm apresentando patamar de preços mais elevado, sugerindo que o recuo do preço do barril, caso se confirme, será um processo lento, com as cotações médias sustentando-se acima do limite superior da banda de US\$22-US\$28/barril estabelecida pela Opep.

## 4.5 Conclusão

Os primeiros indicadores relativos ao ritmo da retomada do nível da atividade da economia mundial no terceiro trimestre ainda não são conclusivos, mas sinalizam para um cenário mais favorável no segundo semestre de 2004. Assim, a desaceleração econômica registrada no trimestre encerrado em junho não parece representar uma tendência.

O comportamento dos preços do petróleo é uma das principais variáveis a afetar a evolução da economia mundial ao longo da segunda metade do ano. Até aqui, o impacto decorrente desse choque pode ser considerado limitado, sobretudo em comparação com episódios passados, e tende a permanecer assim caso se confirmem as expectativas de estabilização das cotações. No entanto, permanecem elevados a volatilidade e o grau de incerteza a respeito da evolução futura dessas cotações. É também incerta a magnitude do impacto que uma eventual escalada dos preços do petróleo teria sobre o nível de atividade e sobre a inflação nas economias centrais, e sobre a natureza da resposta que exigiria da política monetária nesses países.

Dada a relevância da criação de empregos para a sustentabilidade do crescimento do consumo e da atividade econômica nos Estados Unidos, as atenções do Fed e dos mercados financeiros estarão concentradas, no curto e no médio prazos, no desempenho do mercado de trabalho da maior economia do mundo.

Outro risco importante no cenário internacional é o vinculado a uma desaceleração acentuada do crescimento chinês, cujos efeitos podem ser expressivos em determinadas regiões, tais como Japão e economias emergentes asiáticas. Adicionalmente, mantêm-se presentes fatores de risco



recorrentes, como a instabilidade geopolítica e os desequilíbrios resultantes dos déficits gêmeos da economia norte-americana.

A principal característica das contas externas brasileiras, ao longo deste ano, tem sido a continuidade do ajuste em transações correntes, com a geração de superávits crescentes, promovendo redução nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, aumento da capacidade de resistência da economia brasileira a modificações adversas no ambiente econômico internacional.

O comportamento dos indicadores de endividamento externo corrobora a percepção de redução no nível de vulnerabilidade externa da economia brasileira, evidenciando tanto o aumento das exportações, que neste ano devem praticamente duplicar em relação ao nível registrado em 1999, quanto a redução do passivo externo.

As transações correntes apresentaram superávit de US\$8 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante US\$2,5 bilhões no mesmo período de 2003. Considerado o saldo nos doze meses encerrados em agosto, o superávit atingiu US\$9,5 bilhões, comparativamente a US\$3,5 bilhões registrados no período correspondente em 2003. Os superávits comerciais crescentes são a principal variável desse ajuste, e vêm refletindo o desempenho favorável das exportações, que cresceram 34,8% até agosto, ante igual período de 2003, e 29,2% nos últimos doze meses.

Nesse contexto, as perspectivas para o financiamento do balanço de pagamentos são favoráveis. As projeções para o desempenho do setor externo constantes deste Relatório consideram, para 2004, superávit comercial aproximadamente 20% maior que o de 2003 e rolagem do passivo externo privado de médio e longo prazos menos expressiva, em função dos excedentes de divisas gerados nas operações comerciais e da contração da demanda por empréstimos externos. Da mesma maneira, as projeções para o balanço de pagamentos em 2005 incorporam a manutenção de elevado superávit comercial e de taxas de rolagem do endividamento privado de médio e longo prazos em nível semelhante ao esperado para este ano.

## 5.1 Movimento de câmbio

O resultado do mercado de câmbio no ano, até agosto, proporcionou contratações líquidas de US\$4,6 bilhões, em comparação aos US\$3,6 bilhões do mesmo período de 2003. O saldo de câmbio comercial passou de US\$16,9 bilhões para US\$25,8 bilhões, impulsionado pelas contratações para exportação, que atingiram US\$60,7 bilhões nos oito primeiros meses de 2004, US\$14,3 bilhões a mais do que no período correspondente de 2003. As contratações relativas a importações, US\$34,9 bilhões, superaram em US\$5,4 bilhões as verificadas de janeiro a agosto de 2003.

As contratações no mercado de câmbio financeiro somaram saídas líquidas de US\$17,6 bilhões, superiores em US\$5,6 bilhões às do período equivalente de 2003. Esse resultado evidenciou a elevação de 27,5% nas operações de venda de moeda estrangeira, comparativamente ao acréscimo de 22,3% registrado nas compras de divisas, refletindo a redução nas taxas de rolagem dos créditos de médio e longo prazos do setor privado.

Ao final de 2003, o conjunto do setor bancário encontrava-se vendido em US\$2,8 bilhões no mercado pronto. Como contrapartida do resultado observado no mercado de câmbio, entre abril e julho, houve inversão da posição dos bancos, que chegaram a deter posição comprada de US\$3 bilhões em maio. Em agosto, os bancos passaram novamente a deter posição vendida, de US\$505 milhões.

A taxa de câmbio encerrou agosto a R\$2,9338 por dólar. O ritmo de atividade da economia americana, ligeiramente aquém do esperado, favoreceu a manutenção da política monetária gradualista do Fed, limitando eventuais impactos negativos sobre a economia brasileira. Nesse contexto, e considerando-se a continuidade do ajuste em transações correntes e de fluxos positivos no mercado de câmbio, prevê-se que esse mercado não passará por pressões relevantes nos próximos meses.

## 5.2 Comércio de bens

Nos primeiros oito meses do ano, as exportações alcançaram US\$61,4 bilhões, superando em 34,8% as registradas no período correspondente de 2003. As importações totalizaram US\$39,4 bilhões, e o superávit comercial, US\$22 bilhões. Assinale-se que a corrente de

### Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2003			2004		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano
Operações com clientes no país	1,5	5,0	2,4	1,5	8,2	
Comercial	2,2	16,9	28,4	2,1	25,8	
Exportação	5,9	46,4	73,2	7,2	60,7	
Importação	3,7	29,5	44,8	5,1	34,9	
Financeiro <sup>1/</sup>	-0,7	-12,0	-26,0	-0,6	-17,6	
Compras	5,8	44,3	72,1	13,0	54,2	
Vendas	6,5	56,2	98,1	13,6	71,7	
Operações com instituições no exterior (líquido) <sup>2/</sup>	-0,1	-1,4	-1,7	-2,1	-3,6	
Saldo	1,4	3,6	0,7	-0,6	4,6	

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

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

## Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-ago 2004	61 355	39 392	21 963	100 747	
Jan-ago 2003	45 510	30 385	15 126	75 895	
Var. %	34,8	29,6		32,7	

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2003, 166 dias úteis; em jan-ago/2004, 168 dias úteis.

## Exportação por fator agregado – FOB

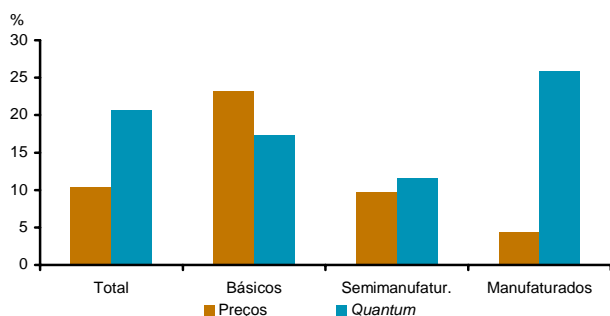
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	Acumulado 2003	2004	Var. %
Total	274,2	365,2	33,2
Básicos	79,8	115,5	44,8
Industrializados	189,2	243,9	28,9
Semimanufaturados	41,9	50,7	20,8
Manufaturados	147,2	193,3	31,3
Operações especiais	5,2	5,8	10,9

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2003, 166 dias úteis; em jan-ago/2004, 168 dias úteis.

## Exportações – Índices de preços e *quantum* Janeiro-julho 2004/2003



Fonte: Funcex

## Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2003	2004	Var. %
Total	183,0	234,5	28,1
Bens de capital	38,8	45,4	17,0
Matérias-primas	97,9	125,6	28,2
Naftas	2,9	3,1	4,2
Bens de consumo	21,2	26,0	22,8
Duráveis	9,2	12,2	32,5
Automóveis de passageiros	2,3	2,3	- 3,2
Não duráveis	11,9	13,8	15,2
Combustíveis e lubrificantes	25,1	37,4	49,2
Petróleo	14,2	26,1	83,2

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2003, 166 dias úteis; em jan-ago/2004, 168 dias úteis.

comércio atingiu US\$101 bilhões, 32,7% superior ao total relativo ao período janeiro-agosto de 2003.

Em agosto, as exportações somaram US\$9,1 bilhões, situando-se nesse patamar pelo terceiro mês consecutivo. Considerada a média diária, registraram-se crescimentos de 0,7% em relação ao mês anterior e de 35% ante agosto de 2003.

A tendência de crescimento das exportações vem sendo acompanhada de aumento significativo das importações, que evidencia, fundamentalmente, a retomada expressiva do ritmo da atividade econômica. Nesse contexto, as compras externas alcançaram US\$5,6 bilhões em agosto, o maior resultado mensal para o ano, ratificando a trajetória expansionista iniciada em meados do quarto trimestre de 2003.

As exportações acumuladas de janeiro a agosto registraram valores recordes para o período, para as três categorias de produtos, por fator agregado. Dessa forma, as vendas médias diárias de produtos básicos, refletindo a combinação de preços mais altos e maiores quantidades exportadas, em especial do complexo soja, atingiram US\$115,5 milhões, elevando-se 44,8% ante o resultado do período correspondente em 2003. As exportações de produtos semimanufaturados atingiram US\$50,7 milhões, e as de manufaturados, US\$193,3 milhões, com expansões respectivas de 20,8% e de 31,3% na mesma base de comparação.

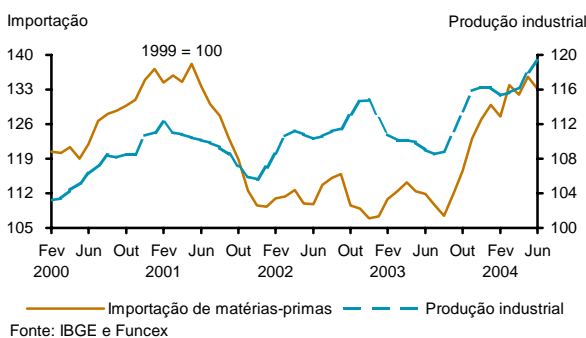
É relevante ressaltar o crescimento expressivo das exportações de estados com pequena participação na pauta, como parte do processo de diversificação e descentralização regional da atividade exportadora. Segundo dados do MDIC, no período janeiro-agosto de 2004, as exportações de 16 das 27 unidades da Federação registraram taxas de expansão superiores à das exportações do país como um todo.

Dados da Funcex para o período janeiro-julho revelam que a evolução das exportações brasileiras refletiu aumentos nos preços e na quantidade exportada. De fato, nesse período, os preços de exportação aumentaram 10,4%, e o *quantum* exportado, 20,7%, em relação ao período janeiro-julho de 2003.

Por categorias, registraram-se aumentos de 17,3% no *quantum* e de 23,1% nos preços dos produtos básicos. No que se refere aos semimanufaturados, as taxas de crescimento alcançaram, na ordem, 11,5% e 9,7%, e nos manufaturados, 25,9% e 4,3%, respectivamente.

### Importação de matérias-primas x produção industrial

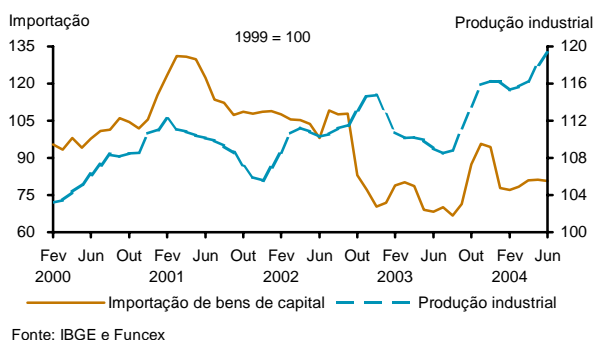
Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



O crescimento das importações também ocorreu de forma generalizada entre categorias de bens. As compras médias diárias de matérias-primas e de bens intermediários, representando cerca de 53,6% do total das importações, aumentaram 28,2% nos oito primeiros meses de 2004, ante as de igual período do ano anterior. Essa evolução é compatível com a aceleração recente da produção industrial e com as perspectivas de intensificação dos investimentos. As importações de combustíveis e de lubrificantes cresceram 49,2%, destacando-se a expansão de 83,2% em petróleo; as de bens de consumo, 22,8%, com aumentos de 32,5% em bens duráveis e de 15,2% em não duráveis; e as de bens de capital, 17%.

### Importação de bens de capital x produção industrial

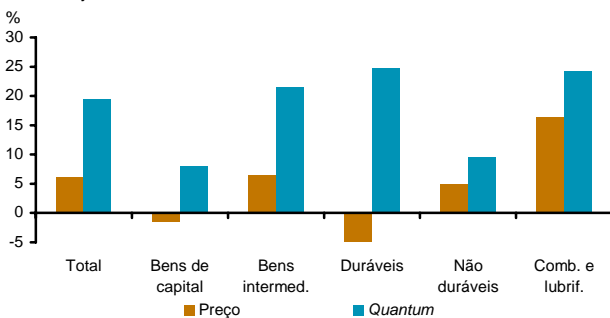
Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



O crescimento das importações no período janeiro-julho, relativamente ao patamar dos mesmos meses de 2003, decorreu fundamentalmente do aumento de 19,4% no *quantum*. Registrou-se nesse período elevação de 6% nos preços, impulsionada pelo aumento de 16,4% registrado em combustíveis e lubrificantes, categoria que apresentou também expansão de 24,1% no *quantum* importado. Em relação às demais categorias, todas registraram aumento da quantidade importada, que atingiu 7,9% em bens de capital, 21,5% em bens intermediários, 24,8% em bens de consumo duráveis, e 9,6% em bens de consumo não duráveis. A evolução dos preços não foi uniforme, ocorrendo aumentos de 6,4% em bens intermediários e de 4,9% em bens de consumo não duráveis, e declínios de 4,8% em bens de consumo duráveis e de 1,4% em bens de capital.

### Importações – Índices de preço e *quantum*

Janeiro-julho 2004/2003



A análise dos principais mercados de destino das exportações, considerada a média diária do período janeiro-agosto de 2004, revela expressivo aumento das vendas para os países do Mercado Comum do Sul (Mercosul), relativamente às registradas nos primeiros oito meses de 2003. Esse movimento esteve associado, fundamentalmente, ao crescimento de 76,4% nas vendas à Argentina, concentradas em produtos manufaturados. Ressaltem-se, ainda, as expansões das exportações à Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), exceto países do Mercosul, 50%; México, 45,7%; União Européia, 33,6%; China, 30,2%; e Europa Oriental, 24,5%. No mesmo período, as exportações direcionadas aos Estados Unidos cresceram 12,8%.

### Exportação para a Argentina e demais países – FOB

Média diária de janeiro-agosto 2004

Discriminação	Variação % <sup>1/</sup>		
	Argentina	Demais	Total
Total	76,4	30,6	33,2
Manufaturados	81,8	26,0	31,3

Fonte: MDIC/Secex

<sup>1/</sup> Sobre igual período do ano anterior.

Nota: Em jan-ago/2003, 166 dias úteis; em jan-ago/2004, 168 dias úteis.

No que se refere às importações, ampliaram-se especialmente as compras provenientes da Europa Oriental, 83,9%; China, 77,2%; Coreia do Sul, 53,8%; Aladi, exceto os países do Mercosul, 42,9%; e México, 37,2%. Ressalte-se que as importações procedentes do Mercosul aumentaram apenas 7,8% nos primeiros oito meses de 2004, registrando-

## Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2003	2004	Var. %	2003	2004	Var. %	2003	2004
Total	274	365	33,2	183	234	28,1	91,1	130,7
Aladi	46	73	58,8	31	37	17,6	14,7	36,3
Mercosul	20	34	70,7	22	24	7,8	-2,4	9,8
Argentina	16	28	76,4	18	21	14,3	-2,4	7,1
Demais	4	6	47,8	4	3	-22,4	-0,1	2,7
México	10	15	45,7	2	3	37,2	8,3	12,3
Demais	16	25	52,7	7	10	42,2	8,8	14,2
EUA <sup>1/</sup>	67	75	12,8	36	45	23,1	30,7	30,9
UE <sup>2/</sup>	69	92	33,6	52	60	17,1	17,0	31,2
Europa Or. <sup>3/</sup>	8	9	24,5	2	4	83,9	5,1	4,9
Ásia	46	57	25,3	33	45	36,6	12,6	12,1
Japão	9	11	16,9	9	11	14,2	-0,4	-0,2
Coreia (Sul)	5	5	10,6	4	7	53,8	0,7	-1,1
China	18	23	30,2	8	13	77,2	10,1	9,7
Outros	14	18	29,7	12	14	22,3	2,1	3,6
Demais	40	58	47,8	28	43	51,4	11,1	15,4

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

2/ Inclui também os dez países que aderiram em 2004.

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

## Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões							
	2003			2004			2005	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>1/</sup>	
Transações correntes	1,2	2,5	4,0	1,8	8,0	6,7	0,1	
Balança comercial	2,7	15,1	24,8	3,4	22,0	30,0	24,5	
Exportações	6,4	45,5	73,1	9,1	61,4	90,0	94,5	
Importações	3,7	30,4	48,3	5,6	39,4	60,0	70,0	
Serviços	-0,5	-3,2	-5,1	-0,5	-2,8	-5,8	-6,9	
Transportes	-0,1	-1,1	-1,8	-0,2	-1,3	-2,0	-2,1	
Viagens internacionais	0,0	0,1	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	
Computação e inform.	-0,1	-0,6	-1,0	-0,1	-0,8	-1,2	-1,3	
Aluguel de equipamentos	-0,3	-1,4	-2,3	-0,1	-1,3	-2,3	-2,4	
Demais	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,4	-1,1	
Rendas	-1,2	-11,3	-18,6	-1,5	-13,3	-20,7	-20,5	
Juros	-0,8	-8,2	-13,0	-1,0	-8,9	-13,6	-13,2	
Lucros e dividendos	-0,4	-3,2	-5,6	-0,5	-4,6	-7,2	-7,3	
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	
Transferências correntes	0,2	1,9	2,9	0,3	2,2	3,2	3,0	

1/ Projeção.

se aumento de 14,3% nas provenientes da Argentina e recuo de 22,4% nas relativas aos demais países do bloco.

## 5.3 Serviços e renda

A conta transações correntes ampliou, nos oito primeiros meses de 2004, o desempenho favorável observado no decorrer de 2003. Ressaltem-se a trajetória crescente do superávit comercial, não obstante a elevação das importações, associada ao processo de retomada da atividade econômica, e o crescimento de 14,7% no saldo positivo em transferências unilaterais registrado nesse período.

Os gastos líquidos com serviços declinaram 12,9% de janeiro a agosto, relativamente ao resultado do período correspondente de 2003. Em sentido contrário, as remessas líquidas de rendas cresceram 17,7%, na mesma base de comparação.

A rubrica viagens internacionais registrou receitas líquidas de US\$355 milhões, de janeiro a agosto, comparadas a US\$87 milhões no período correspondente de 2003. Reiterando o desempenho observado desde setembro de 2002, o superávit da rubrica somou US\$486 milhões no acumulado em doze meses, com receitas de US\$3 bilhões no mesmo período. A conta de transportes registrou aumento de 14,7% nas remessas líquidas, com elevações de 83,5% nas despesas líquidas com passagens e de 30,4% nos gastos líquidos com fretes.

As receitas líquidas com serviços empresariais, profissionais e técnicos somaram US\$1,6 bilhão de janeiro a agosto, com aumento de 25,7% no período. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos totalizaram US\$1,3 bilhão, 11% inferior ao patamar registrado no período equivalente de 2003. Os gastos líquidos com computação e informação somaram US\$803 milhões, e aqueles referentes a *royalties* e licenças, US\$760 milhões, superiores ao contabilizado nos oito primeiros meses de 2003 em 26,1% e 6,6%, respectivamente.

As remessas líquidas de renda para o exterior atingiram US\$13,3 bilhões, 17,7% superiores às assinaladas no mesmo período de 2003. Esse resultado refletiu a elevação de 41,4% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, que somaram US\$4,6 bilhões. Os pagamentos líquidos de juros cresceram 8,8% no período, totalizando US\$8,9 bilhões.



## 5.4 Conta financeira

### Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>1/</sup>
Conta financeira	-0,8	7,3	4,6	-3,0	-6,7	-9,9	-9,8
Investimentos diretos	1,1	5,1	9,9	-0,8	3,5	9,0	12,0
Brasileiros no exterior	0,1	-0,6	-0,2	-6,9	-8,2	-8,0	-2,0
Estrangeiros no país	1,0	5,7	10,1	6,1	11,7	17,0	14,0
Participação	0,7	5,2	9,3	6,6	12,7	17,0	14,0
Intercompanhias	0,3	0,5	0,8	-0,5	-0,9	0,0	0,0
Investimentos em carteira	-1,2	2,3	5,3	-0,3	-4,3	-6,5	-0,2
Ativos	0,3	0,0	0,2	0,2	-0,4	-0,1	0,0
Passivos	-1,5	2,3	5,1	-0,5	-3,9	-6,4	-0,2
Derivativos	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	0,0	0,0
Outros investimentos	-0,6	0,0	-10,4	-1,9	-5,3	-12,4	-21,6
Ativos	0,4	-2,0	-9,5	-0,8	0,1	-3,1	-12,4
Passivos	-1,0	2,0	-1,0	-1,1	-5,5	-9,3	-9,3

1/ Projeção.

### Fontes de financiamento do BP

#### Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>1/</sup>
Capitais de médio e longo prazos	0,5	7,1	13,4	0,5	8,7	14,7	15,6
Bônus públicos <sup>2/</sup>	0,0	2,2	4,5	0,0	3,0	4,0	6,0
Títulos privados	0,3	3,1	6,0	0,2	3,4	7,4	7,7
Empréstimos diretos	0,1	1,7	2,9	0,3	2,3	3,2	2,0
Emp. de curto prazo <sup>3/</sup>	-0,9	-2,8	-1,4	-0,1	-0,4	0,0	0,0
Tít. de curto prazo (liq.)	-0,3	1,4	0,3	1,0	0,6	0,0	0,0
Taxas de rolagem <sup>4/</sup>							
Bônus públicos	n.a.	70%	127%	n.a.	76%	74%	123%
Setor privado:	119%	107%	108%	40%	64%	69%	70%
Títulos privados	101%	145%	138%	17%	50%	61%	70%
Empréstimos dir.	209%	73%	85%	190%	109%	100%	70%

1/ Projeção.

2/ Exclui os efeitos da troca de bônus ocorrida em agosto de 2003.

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

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

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou saídas líquidas de US\$6,7 bilhões de janeiro a agosto.

Os investimentos estrangeiros diretos líquidos atingiram US\$11,7 bilhões, comparativamente a US\$5,7 bilhões no mesmo período de 2003. Registraram-se US\$12,7 bilhões de ingressos na forma de participação e US\$949 milhões de repatriação de empréstimos intercompanhias, ante ingressos de US\$5,2 bilhões e US\$513 milhões, respectivamente, nos primeiros oito meses de 2003.

Os investimentos estrangeiros em carteira somaram remessas líquidas de US\$3,9 bilhões, ante captações líquidas de US\$2,3 bilhões no período equivalente de 2003. Os investimentos em ações acumularam ingressos líquidos de US\$477 milhões até agosto, patamar inferior ao do ano anterior. As taxas de rolagem de bônus, *notes* e *commercial papers* de longo prazo do setor privado situaram-se em 50%, comparativamente a 145% no mesmo período de 2003, enquanto a dos empréstimos diretos situou-se em 109%, ante 73% no período comparativo em 2003.

A reversão das necessidades de financiamento do balanço de pagamentos esteve condicionada pelos sucessivos superávits em transações correntes e pela recuperação dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos. Por outro lado, desde março, observa-se que as taxas de rolagem encontram-se em patamares modestos.

A redução ocorrida na taxa média de renovação dos vencimentos externos é explicada, em parte, pelas antecipações de contratações ao longo de 2003 e início de 2004 e, em parte, pela redução na demanda por crédito externo por parte das empresas brasileiras. Não há qualquer indicação de escassez de oferta de financiamento externo para o setor privado brasileiro, ao contrário do que ocorria em episódios anteriores de redução de taxas de rolagem.

De janeiro a agosto de 2004, as reservas internacionais brutas aumentaram US\$298 milhões, para US\$49,6 bilhões, e as reservas internacionais líquidas, US\$4,1 bilhões, para US\$24,6 bilhões. As reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito do Fundo Monetário Internacional (FMI), aumentaram US\$5,2 bilhões, para US\$22,6 bilhões. As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, concentradas em janeiro, resultaram em compras de US\$2,6 bilhões. Com relação às operações externas, destacaram-se lançamentos de US\$3 bilhões em

## Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2003	2004		2005	
	Ano	Jan-ago	Set-dez	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>1/</sup>
Posição de reservas no período anterior	37,8	49,3	49,6	49,3	45,9
Intervenções líquidas do Bacen	1,6	2,6	-	2,6	-
Spot e linhas para exportação	-0,2	2,6	-	2,6	-
Linhas com recompra	1,8	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-9,7	-8,7	-3,6	-12,3	-11,1
Juros	-4,8	-3,9	-1,4	-5,3	-5,0
Receita	1,5	0,8	0,5	1,3	1,2
Despesa	-6,3	-4,6	-1,9	-6,6	-6,2
Amortização	-4,9	-4,9	-2,2	-7,0	-6,1
Desembolsos	5,4	3,5	1,5	5,0	8,0
Organismos multilaterais	0,9	0,5	0,5	1,0	2,0
Bônus da República	4,5	3,0	1,0	4,0	6,0
Fundo Monetário Internacional	4,8	-2,7	-1,6	-4,3	-6,7
Desembolso	17,6	-	-	-	-
Amortização	-12,8	-2,7	-1,6	-4,3	-6,7
Demais <sup>2/</sup>	3,9	-1,0	-	-1,0	-
Compras do Tesouro Nacional	5,5	6,6	-	6,6	-
Variação de haveres	11,5	0,3	-3,7	-3,4	-9,8
Posição de reservas brutas	49,3	49,6	45,9	45,9	36,1
Posição de reservas líquidas:					
Acordo com o FMI <sup>3/</sup>	17,4	22,6	20,6	20,6	18,3
Conceito Banco Central	20,5	24,6	22,5	22,5	19,4

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, de ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais.

3/ Para efeito de cumprimento do critério de desempenho, no âmbito do acordo com o Fundo Monetário Internacional, devem ser observados os parâmetros de cálculo das reservas líquidas ajustadas estabelecidos pelo Memorando Técnico de Entendimentos (MTE) da 3ª revisão do acordo *Stand-by*. Nesse caso, as reservas líquidas ajustadas denominadas em dólares consideram as paridades definidas em datas estabelecidas pelo MTE para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar norte-americano, inclusive em Direitos Especiais de Saque (DES). O mesmo vale para o preço do ouro. Ainda conforme o MTE, do total das reservas no conceito de liquidez internacional devem ser excluídos as obrigações com o FMI e os depósitos em bancos domiciliados no exterior, mas com sede no país, e os títulos de emissão de residentes que excederem, juntos, US\$1.023 milhões. O valor excedente até agosto foi US\$907 milhões.

bônus da República e o pagamento de US\$11,4 bilhões em serviço da dívida externa, sendo US\$3,9 bilhões em juros e US\$7,6 bilhões em amortizações, incluído o pagamento de US\$2,7 bilhões ao FMI. As liquidações de compras do TN no mercado cambial, até agosto, com vistas a servir esses compromissos, somaram US\$6,6 bilhões, enquanto suas demais operações geraram despesa de US\$1 bilhão.

Ao final de 2004, estima-se que as reservas brutas somem US\$45,9 bilhões, apresentando redução de US\$3,4 bilhões ao longo do ano, devida principalmente aos pagamentos ao FMI. Em 2004, estão previstos pagamentos de US\$12,3 bilhões de serviço da dívida externa, além de amortizações ao FMI de US\$4,3 bilhões. Projetam-se também desembolsos provenientes de organismos internacionais de US\$1 bilhão, lançamentos de US\$4 bilhões em bônus da República, já efetivados em sua totalidade, além de US\$2,6 bilhões referentes a intervenções de compra no mercado de câmbio, estas já integralmente realizadas. Adicionalmente, as compras do TN no mercado de câmbio deverão somar os US\$6,6 bilhões já liquidados. As reservas líquidas no conceito FMI, que não são afetadas pelas amortizações realizadas àquele organismo, devem atingir US\$20,6 bilhões, com crescimento de US\$3,3 bilhões relativamente à posição de fim de 2003. As reservas internacionais líquidas no conceito Banco Central deverão encerrar o ano em US\$22,5 bilhões, com aumento de US\$2 bilhões em relação a 31 de dezembro de 2003.

Para 2005, estima-se que as reservas, no conceito de liquidez, atinjam US\$36,1 bilhões, com variação negativa de US\$9,8 bilhões em relação ao final do ano anterior, dos quais US\$6,7 bilhões referem-se a amortizações líquidas ao FMI. O serviço da dívida deverá atingir US\$11,1 bilhões, desconsiderando os pagamentos ao FMI. As emissões de bônus soberanos devem responder por ingressos de US\$6 bilhões, e os desembolsos referentes a organismos, US\$2 bilhões. Nesse cenário, ao final de 2005, as reservas líquidas no conceito FMI estão projetadas em US\$18,3 bilhões, e as reservas internacionais líquidas no conceito Banco Central, em US\$19,4 bilhões. Deve-se ressaltar que essa projeção para o balanço de pagamentos, em particular no tocante à trajetória das reservas internacionais, não contempla eventuais intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, limitando-se a deixar assinalado como resultado final dos demais fluxos excesso de divisas em mercado da ordem de US\$10 bilhões.

## 5.5 Indicadores de vulnerabilidade externa

### Indicadores de vulnerabilidade

Discriminação	US\$ bilhões					
	2002		2003		2004	
	Dez	Jun	Set	Dez	Mar	Jun
Exportações	60,4	68,3	69,6	73,1	77,5	83,4
Serviço da dívida	51,0	48,8	48,8	54,1	56,1	58,0
Dívida externa total	210,7	218,9	219,7	214,9	213,5	204,7
Dívida externa total líquida	165,0	163,1	158,4	151,0	147,5	144,9
Reservas internacionais	37,8	48	52,7	49,3	51,6	49,8
PIB	459	477	485	493	508	527
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	45,9	45,9	45,3	43,6	42,0	38,8
Dívida total líquida/PIB (%)	35,9	34,2	32,7	30,6	29,0	27,5
Dívida total/exportações	3,5	3,2	3,2	2,9	2,8	2,5
Dívida total líquida/export.	2,7	2,4	2,3	2,1	1,9	1,7
Serviço dívida/export. (%)	84,5	71,4	70,1	74,0	72,4	69,6
Reservas/dívida total (%)	18,0	21,9	24,0	22,9	24,2	24,3

O desempenho favorável do setor externo da economia brasileira também tem tido reflexo na melhora dos indicadores de vulnerabilidade do país, impulsionada tanto pelo dinamismo das exportações quanto pela diminuição do passivo externo. Após os pontos de máximo registrados em 1999, reflexo da depreciação cambial daquele ano, os indicadores sofreram nova deterioração em 2002, sob o impacto da incerteza eleitoral do período e, desde então, vêm se reduzindo de maneira contínua.

As exportações neste ano devem praticamente duplicar em relação ao nível registrado em 1999. A dívida externa total situou-se em US\$204,7 bilhões em junho de 2004, US\$15,1 bilhões abaixo da ocorrida em setembro de 2003, enquanto a dívida líquida – que exclui as reservas internacionais, os créditos de brasileiros no exterior e os haveres dos bancos comerciais –, que atingira US\$174,5 bilhões em 1999 e US\$165 bilhões em dezembro de 2002, diminuiu para US\$144,9 bilhões em junho deste ano.

Dessa maneira, os indicadores de vulnerabilidade vêm apresentando comportamento bastante favorável. A relação dívida total/PIB diminuiu de 45,9% em dezembro de 2002 para 38,8% em junho deste ano. No mesmo período, a relação dívida total líquida/PIB diminuiu de 35,9% para 27,5%, a relação dívida total/exportações caiu de 3,5 para 2,5, e a relação dívida total líquida/exportações, de 2,7 para 1,7. Desempenho igualmente favorável foi observado no indicador serviço da dívida/exportações, com declínio de 14,9 p.p. no período em questão, atingindo 69,6% ao final de junho. Da mesma forma, o indicador que mostra a participação das reservas na dívida externa total se fortaleceu no período, passando de 18% para 24,3%.

## 5.6 Conclusão

Nos primeiros oito meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$22 bilhões e os ingressos relativos às transferências unilaterais correntes alcançaram R\$2,2 bilhões, representando acréscimo, em conjunto, de R\$7,1 bilhões em relação ao registrado no mesmo período de 2003. Mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, o país obteve superávit em transações correntes de US\$8 bilhões, ante US\$2,5 bilhões no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em

## Projeções do Balanço de Pagamentos

---

As projeções para o balanço de pagamentos de 2004 constantes deste "Relatório de Inflação" foram atualizadas em relação às apresentadas no Relatório anterior, tendo sido incorporados os resultados observados até agosto e os efeitos da apuração do estoque do endividamento externo, conforme a posição de junho. Este box divulga, ainda, as primeiras projeções para os resultados das contas externas em 2005.

A previsão para o superávit em transações correntes em 2004 foi ampliada para US\$6,7 bilhões, 1,2% do PIB, relativamente à projeção anterior, de US\$2,5 bilhões. Esse aumento decorreu, fundamentalmente, do expressivo resultado das exportações, movimento que deve se manter nos demais meses do ano.

As exportações acumuladas no ano, até agosto, atingiram US\$61,4 bilhões, com média diária de US\$365,2 milhões, 33,2% maior do que a registrada no mesmo período de 2003. Considerando esse resultado e as parciais referentes a setembro, as liquidações de contratações de câmbio de exportação, e a sazonalidade da série, procedeu-se à revisão do valor projetado para as exportações no ano, de US\$83 bilhões para US\$90 bilhões. As importações acumuladas até agosto somaram US\$39,4 bilhões, resultando em média diária de US\$234,5 milhões, 28,1% superior à registrada no mesmo período de 2003. A projeção das importações em 2004 também foi revista, de US\$57 bilhões para US\$60 bilhões. Assim, o saldo comercial deverá situar-se em US\$30 bilhões, US\$4 bilhões acima do previsto no Relatório de junho.

## Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>1/</sup>
Usos	-2,8	-15,5	-23,1	-0,6	-14,3	-28,1	-30,1
Transações correntes	1,2	2,5	4,1	1,8	8,0	6,7	0,1
Amortizações de MLP <sup>2/</sup>	-4,1	-18,0	-27,2	-2,4	-22,3	-34,8	-30,2
Papéis	-3,2	-6,9	-10,3	-1,5	-11,3	-18,9	-16,9
Pagas	-2,0	-5,3	-7,9	-1,1	-10,7	-18,3	-16,0
Refinanciamentos	-1,2	-1,2	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	0,0	-0,4	-1,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,2	-2,0	-0,2	-1,5	-2,3	-2,1
Empréstimos diretos <sup>3/</sup>	-0,7	-9,9	-15,0	-0,7	-9,4	-13,6	-11,2
Fontes	2,8	15,5	23,1	0,6	14,3	28,1	30,1
Conta capital	0,0	0,3	0,5	0,1	0,5	0,7	0,0
Inv. estrangeiros diretos	1,0	5,7	10,1	6,1	11,7	17,0	14,0
Papéis domésticos <sup>4/</sup>	0,3	1,1	3,1	-0,3	0,4	1,0	3,0
Desembolsos de MLP <sup>5/</sup>	2,7	14,2	23,0	0,9	12,6	21,6	24,4
Papéis	1,7	6,7	11,8	0,2	6,4	11,5	13,7
Créd. de fornecedores	0,1	0,7	1,1	0,1	0,6	1,0	1,3
Empréstimos <sup>6/</sup>	1,0	6,7	10,1	0,6	5,6	9,1	9,4
Ativ. brasil. no exterior	0,8	-2,1	-7,2	-7,0	-8,2	-10,6	-14,4
Empréstimo ao Bacen	0,0	8,2	4,8	0,0	-2,7	-4,3	-6,7
Demais <sup>7/</sup>	-1,6	-2,3	-2,7	0,4	0,9	0,2	0,0
Ativos de reservas	-0,4	-9,5	-8,5	0,5	-1,0	2,5	9,8

1/ Projeção.

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

Os pagamentos líquidos de juros e as remessas líquidas de lucros e dividendos projetados para o ano foram mantidos, respectivamente, em US\$13,6 bilhões e em US\$7,2 bilhões. Da mesma forma, as despesas líquidas da conta serviços permaneceram em US\$5,8 bilhões. As transferências unilaterais correntes, por sua vez, foram revisadas para ingressos líquidos de US\$3,2 bilhões, comparativamente aos US\$3 bilhões anteriormente projetados.

A projeção anual atualizada para o resultado líquido da conta financeira do balanço de pagamentos, US\$9,9 bilhões, prevê remessas maiores do que as previstas no Relatório de junho. Tal resultado reflete a revisão nas taxas de rolagem do endividamento externo privado de médio e longo prazos, e menor investimento líquido em ações.

Os investimentos estrangeiros diretos (IED) acumularam US\$11,7 bilhões nos primeiros oito meses do ano, 105% acima do patamar observado em igual período de 2003. A revisão da projeção, de US\$12 bilhões para US\$17 bilhões, incorpora, fundamentalmente, o resultado ocorrido em agosto, US\$6,1 bilhões, resultante de operação de conferência internacional de ações, realizada pelo setor de produtos alimentícios e bebidas.

As taxas de rolagem do setor privado foram revistas para 70% no ano, sendo 60% para papéis e 100% para empréstimos diretos. A revisão do esquema de amortização da dívida externa de médio e longo prazos para 2004, com base no novo estoque disponível, relativo à posição de junho, resultou em redução de US\$1,9 bilhão nos compromissos anteriormente programados, situando-os em US\$34,8 bilhões. O cálculo da taxa de rolagem inclui, ainda, a previsão do exercício de US\$1 bilhão em opções de *put/call*, das quais já foram realizadas US\$587 milhões, de janeiro a agosto. Mesmo implicando amortizações líquidas, em virtude da menor demanda por financiamento externo, o endividamento do setor privado não deverá exercer pressão sobre o financiamento do balanço de pagamentos em 2004. Em contrapartida, essas amortizações líquidas implicarão redução do estoque de dívida externa privada, contribuindo com a continuidade da melhora significativa dos indicadores de vulnerabilidade externa.



A projeção do balanço de pagamentos em 2004 inclui, ainda, ingressos líquidos de investimentos em *portfolio* de US\$1 bilhão; constituição de ativos no exterior por parte dos bancos, de US\$0,9 bilhão, com reflexo sobre a posição de câmbio dos bancos, que deverá encerrar o ano vendida em US\$1,9 bilhão; ingressos de US\$4 bilhões em bônus da República; amortizações de US\$4,3 bilhões ao Fundo Monetário Internacional (FMI); e equilíbrio dos fluxos de capitais de curto prazo. O resultado global do balanço deverá ser positivo em US\$2,5 bilhões.

Nesse cenário, as reservas no conceito de liquidez internacional deverão encerrar 2004 em US\$45,9 bilhões, o que representaria redução de US\$3,4 bilhões em relação ao volume observado ao final de 2003. As reservas líquidas, não afetadas pelas amortizações realizadas ao FMI, devem apresentar crescimento. Considerando-se o conceito do Banco Central, deverão situar-se em US\$22,5 bilhões, com aumento de US\$2 bilhões em relação a 2003. De acordo com o estabelecido no Memorando Técnico de Entendimentos (MTE), as reservas líquidas ajustadas – conceito FMI – devem alcançar US\$20,6 bilhões, com aumento de US\$3,3 bilhões em relação a 31 de dezembro de 2003.

Para 2005, a projeção realizada pelo Banco Central aponta equilíbrio em transações correntes, evidenciando redução no saldo comercial. Dessa maneira, as exportações devem crescer 5%, comparativamente ao resultado esperado para 2004, situando-se em US\$94,5 bilhões, e as importações, 16,7%, devendo situar-se em US\$70 bilhões. A conta de serviços deverá gerar remessas líquidas de US\$6,9 bilhões, ante US\$5,8 bilhões em 2004, em função de maiores saídas em contas como transportes, serviços financeiros e aluguel de equipamentos. As remessas líquidas de juros e de lucros e dividendos deverão permanecer estáveis, ao tempo em que se projeta ligeira variação nas receitas de transferências unilaterais correntes, de US\$3,2 bilhões em 2004, para US\$3 bilhões no próximo ano.

A conta financeira do balanço de pagamentos deverá permanecer deficitária em 2005, refletindo rolagem de 70% dos empréstimos privados de médio e longo prazos, relativamente a amortizações de médio e longo prazos totais de US\$30,2 bilhões, com



US\$1 bilhão de exercício de opções de *put/call*, e amortizações de US\$6,7 bilhões ao FMI.

Em 2005, projetam-se ingressos líquidos de IED de US\$14 bilhões, com redução na comparação com 2004 e recuperação em relação ao piso de US\$10,1 bilhões observado em 2003. Os investimentos em ações, por sua vez, deverão registrar influxos líquidos de US\$3 bilhões, superiores ao valor projetado para 2004, enquanto a projeção de emissões de bônus da República totaliza US\$6 bilhões.

Nesse cenário, o balanço de pagamentos em 2005 mostra-se completamente financiado, com o setor bancário constituindo haveres no exterior no total de US\$10 bilhões, contrapartida do superávit cambial observado no período. O resultado global do balanço deverá permanecer positivo, atingindo US\$9,8 bilhões.

As reservas internacionais, no conceito de liquidez, deverão apresentar redução em 2005, principalmente em função dos pagamentos ao FMI, situando-se em US\$36,1 bilhões. As reservas líquidas no conceito do Banco Central deverão situar-se em US\$19,4 bilhões ao final de 2005, com redução de US\$3,1 bilhões em relação a 2004, e as reservas líquidas ajustadas – conceito FMI – devem alcançar US\$18,3 bilhões, declinando US\$2,3 bilhões na mesma base de comparação. Deve-se ressaltar que essa projeção para o desempenho das reservas não contempla, por construção, eventuais intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, enquanto o balanço de pagamentos, no mesmo período, apresenta como resultado superávit de divisas em mercado da ordem de US\$10 bilhões.

doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$9,5 bilhões.

As perspectivas são de continuidade na obtenção de resultados favoráveis nas exportações. Por outro lado, o crescimento observado nas importações ao longo deste ano é consistente com o cenário de retomada da atividade econômica, não comprometendo a projeção de superávit comercial de US\$30 bilhões em 2004, cerca de 20% superior ao patamar de 2003. Para 2005, a variação mais acentuada das importações em relação às exportações deverá resultar em saldo de US\$24,5 bilhões.

Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação e seu comportamento recente deverá confirmar as estimativas para o ano, dadas a melhora da atividade econômica doméstica, a confirmação de cenário de elevação moderada dos juros norte-americanos e a percepção mais favorável em relação às economias emergentes.

Tanto o comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, quanto as taxas de rolagem do setor privado, ainda que, neste caso, inferiores aos valores verificados em períodos anteriores, vêm contribuindo para afastar eventuais incertezas quanto ao financiamento das contas externas. Fortalecendo as perspectivas favoráveis para a evolução dessas contas, a manutenção do fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado nos oito primeiros meses do ano permite sustentar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos, tanto nos meses restantes de 2004, quanto ao longo do próximo ano.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre a evolução dos determinantes da inflação recente e as perspectivas para a inflação até o final de 2005. As projeções aqui apresentadas baseiam-se em dois cenários principais para a evolução futura das taxas de juros e de câmbio. O cenário de referência parte do pressuposto de que, durante o horizonte de previsão, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 16,25% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 14 e 15 de setembro, e de que a taxa de câmbio permanecerá inalterada e com valor próximo ao vigente na véspera da reunião (R\$2,90 por dólar dos EUA). O cenário de mercado utiliza as trajetórias de juros e câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas profissionais. É importante que essas trajetórias utilizadas não sejam vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros ou câmbio.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas por este Relatório não são pontuais. Elas incorporam intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. As previsões de inflação dependem não apenas da hipótese sobre a taxa de juros, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das variáveis exógenas relevantes, que, em outras palavras, são aquelas que não podem ser controladas pelo Banco Central. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom compõe os cenários a que o Comitê atribui peso preponderante 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 fato marcante no cenário macroeconômico doméstico no terceiro trimestre de 2004 é a confirmação da forte recuperação da economia, conforme atestam indicadores de produção, vendas e emprego divulgados ao longo desse período. Contudo, o cenário marcadamente positivo para o nível de atividade ocorreu em ambiente de preocupação crescente com pressões inflacionárias, em função do comportamento já observado de índices de preços no atacado e ao consumidor e de riscos latentes à trajetória da inflação, preocupação refletida na elevação das expectativas de inflação dos agentes privados e das projeções do próprio Copom. Dados os elevados níveis de utilização de capacidade instalada registrados recentemente, um determinante crucial do cenário inflacionário dos próximos trimestres serão os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços, para o adequado atendimento da demanda em expansão. A avaliação cautelosa desses desenvolvimentos é importante no sentido de garantir que o crescimento do produto ocorra em ritmo sustentável, evitando-se que venha a se tornar necessário, no futuro, um sacrifício maior para reverter uma deterioração já concretizada da dinâmica dos preços.

Quanto ao setor externo, o fato positivo é o ambiente bem mais tranquilo nos mercados financeiros internacionais, que confirmou as expectativas expressas pelo Copom no último “Relatório de Inflação” de que seria passageira a onda de turbulência do segundo trimestre. Por ora, parecem afastados os temores de que o Fed se veja compelido a abandonar sua estratégia gradualista e promover uma subida abrupta das taxas de juros norte-americanas. A acomodação dos mercados financeiros internacionais teve reflexo favorável sobre o prêmio de risco dos títulos brasileiros no exterior e sobre a taxa de câmbio, que recuou de valores em torno de R\$3,10 em junho para níveis próximos a R\$2,90 no início de setembro. Por outro lado, os preços internacionais do petróleo continuam a ser importante fonte de preocupação. As cotações permanecem bastante voláteis e em patamares elevados.

Nesse cenário, o Copom manteve a taxa Selic em 16,00% desde abril até agosto. Na reunião de setembro, o Comitê decidiu dar início a um processo de ajuste moderado da política monetária, elevando a taxa de juros básica para 16,25% ao ano.

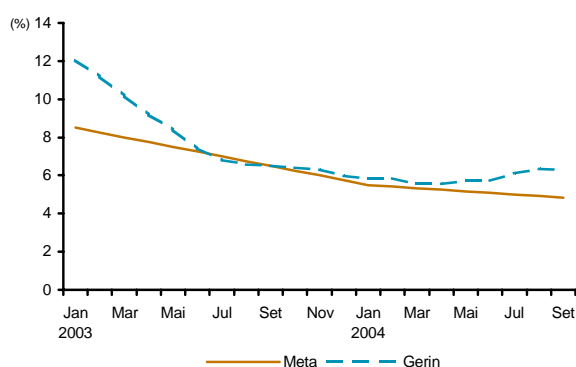
A inflação medida pelo IPCA – o índice de preço de referência para a política monetária – apresentou aceleração nos meses recentes. O índice acelerou-se em maio, em junho e

em julho, mês em que a taxa atingiu 0,91%, e tornou a recuar para 0,69% em agosto. Com esses resultados, a inflação do IPCA acumulou 5,14% no período janeiro-agosto. A aceleração entre maio e julho refletiu impactos importantes dos aumentos de itens específicos do grupo monitorados, cuja dissipação contribuiu para o recuo observado em agosto. A inflação dos preços livres permaneceu elevada, com maior pressão por parte dos alimentos *in natura*.

Os núcleos de inflação do IPCA continuaram relativamente estabilizados, mas em patamar elevado, sugerindo tendência subjacente da inflação incompatível com a trajetória de metas. No trimestre junho-agosto, os núcleos por exclusão e por médias aparadas, com ou sem suavização, acumularam variações equivalentes a taxas anualizadas entre 6,4% e 7%. Resultados dessa ordem para o núcleo por exclusão são particularmente significativos, uma vez que essa medida de núcleo expurga as mais notórias fontes de pressão sobre o IPCA no período, os preços administrados e os alimentos no domicílio.

As variações dos preços no atacado também permaneceram em patamar elevado, superior ao da inflação ao consumidor. Embora as taxas mensais do IPA não tenham sofrido grandes oscilações desde o segundo trimestre, observou-se nos últimos meses aceleração no segmento de produtos industriais. Os padrões históricos de repasse de preços industriais do atacado ao varejo sugerem que esse movimento do IPA industrial constitui fonte de pressão importante sobre os próximos resultados do IPCA.

**Inflação acumulada nos doze meses seguintes**



Permanece atual a preocupação mencionada no “Relatório de Inflação” de junho acerca da deterioração nas expectativas de mercado para a inflação, coletadas pela Gerin junto a analistas profissionais. Em junho, em função das turbulências externas observadas naquela oportunidade, justificava-se certa deterioração nas expectativas de curto prazo, mas as expectativas de mercado indicavam persistência de pressões inflacionárias mesmo em horizontes mais longos. Embora tenha havido melhora considerável nas condições do mercado financeiro externo, as expectativas não só não reverteram a deterioração inicial, como prosseguiram em trajetória ascendente tanto para 2004 quanto para o próximo ano. Essa exacerbação foi sustentada pela escalada dos preços internacionais do petróleo, por projeções mais altas para o aumento dos preços administrados e por uma substancial reavaliação do cenário prospectivo para a expansão da economia doméstica. Em 10 de setembro, a mediana dessas expectativas apontava para inflação de 7,4% em 2004 e de 5,7% em 2005, contra 7,0% e 5,5%, respectivamente, no fim de junho.

No lado da produção, os dados do PIB divulgados pelo IBGE ratificaram o forte crescimento econômico prenunciado pelos diversos indicadores setoriais. O PIB cresceu 4,2% no primeiro semestre de 2004 em relação ao mesmo período de 2003. A agropecuária e a indústria cresceram 5,7% e 4,7%, respectivamente, e os serviços, 2,8%. No segundo trimestre, o PIB cresceu 1,5% em relação ao trimestre anterior (dados dessazonalizados), registrando-se assim, pelo terceiro trimestre consecutivo, crescimento anualizado superior a 6,0%. As expectativas de mercado em relação ao crescimento do PIB em 2004 sofreram reavaliação significativa para cima, passando de 3,5% no final de junho para 4,3% em 10 de setembro.

A indústria, em particular, continuou crescendo em ritmo acelerado, mesmo a partir dos patamares recordes atingidos em meses recentes. No acumulado janeiro-julho, a produção industrial expandiu-se 7,8% em relação ao mesmo período de 2003, com destaque para o desempenho de bens de capital (24,9%) e bens de consumo duráveis (24,5%). Na série mensal dessazonalizada, o índice da produção industrial do IBGE cresceu 0,5% em julho.

No lado da demanda, o consumo das famílias cresceu 3,1% no primeiro semestre, segundo as Contas Nacionais do IBGE, em relação ao mesmo período do ano anterior. O volume de vendas do comércio varejista, de acordo com a PMC do IBGE, também continua apresentando expansão acelerada, acumulando 9,7% nos sete primeiros meses de 2004, em relação ao mesmo período de 2003. O volume de vendas com ajuste sazonal cresceu em julho pelo sétimo mês consecutivo. No comércio exterior, a expansão do nível de atividade reflete-se naturalmente no crescimento das importações, de 29,6% no acumulado janeiro-agosto de 2004, em relação ao mesmo período de 2003. O mercado externo, por sua vez, continua favorável, com a manutenção do forte crescimento nas exportações, de 34,8% no período.

O mercado de trabalho vem respondendo positivamente ao desempenho das vendas e da produção. Segundo a PME do IBGE, a taxa de desemprego aberto nas seis principais regiões metropolitanas do país caiu em julho, pelo terceiro mês consecutivo, atingindo 11,2%. O nível de ocupação apurado pela PME teve crescimento dessazonalizado de 0,9% em julho, contribuindo para a aceleração do crescimento da massa salarial real observada em junho e em julho. O rendimento real médio também está em tendência de crescimento, a despeito da influência negativa do aumento da ocupação de postos de trabalho



de remuneração relativamente mais baixa. Levantamento do Dieese revela que os resultados das negociações salariais do primeiro semestre foram bastante favoráveis à recuperação dos salários, com 79,4% de reajustes iguais ou superiores ao INPC acumulado nos doze meses anteriores à negociação. Os dados de emprego formal apurados pelo MTE, de abrangência nacional, registram criação de 1.237 novas vagas com carteira assinada nos primeiros sete meses do ano, com destaque para o dinamismo do mercado de trabalho no interior do país.

Conforme destacado em Notas de reuniões recentes do Copom, essas condições mais favoráveis no mercado de trabalho vêm contribuindo de maneira visível para realimentar a tendência de expansão da produção e das vendas da indústria e do comércio varejista. Observa-se uma gradual disseminação do processo de retomada, com melhora do desempenho de segmentos de mercado cuja demanda é mais dependente da renda do trabalho e menos sensível às condições de crédito ou do mercado externo. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis tem reagido à expansão da demanda, mostrando, segundo dados do IBGE, crescimento de 2,0% no período janeiro-julho de 2004, em relação ao mesmo período do ano anterior, e de 1,5% no trimestre maio-julho em relação ao trimestre anterior, em termos dessazonalizados. Em suma, a evidência é de que a retomada do nível de atividade depende menos do impulso monetário agora do que era o caso no início do processo, apoiando-se cada vez mais na recuperação do mercado de trabalho, inclusive nos ganhos de rendimentos reais. Essa constatação reforça a importância de se manter a inflação em trajetória compatível com as metas de médio prazo, preservando a recomposição da renda real do trabalho, de modo que o ciclo de crescimento possa prosseguir de forma sustentada e balanceada entre os diversos segmentos da economia.

Os elevados níveis de vendas e produção observados ao longo dos últimos meses têm tido reflexos significativos no nível de utilização da capacidade instalada na indústria. Segundo dados da FGV dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de utilização atingiu 84,1% em julho, estando já próximo aos 85,2% obtidos no primeiro trimestre de 1995, que foram, por sua vez, o nível máximo da série desde 1990. Dados da CNI corroboram esse diagnóstico, apontando um nível de utilização de 82,8% em julho em termos dessazonalizados, recorde histórico da série. Embora o comportamento do nível de utilização seja bastante heterogêneo entre setores, 9 dos 21 principais segmentos da indústria cobertos pela pesquisa da FGV já apresentam nível de utilização superior

à soma da média e do desvio-padrão das respectivas séries, e outros cinco estão próximos a essa situação. Em alguns segmentos, a utilização atinge níveis com raros precedentes na série histórica.

No atual estágio de expansão de vendas e produção e de elevação dos níveis de utilização da capacidade instalada, o desempenho dos investimentos torna-se fundamental para ampliar o potencial de crescimento da economia e para evitar que o crescimento da demanda se constitua em fonte de pressão inflacionária. Indicadores recentes apresentam sinais animadores de retomada dos investimentos, em relação ao nível deprimido dos últimos anos. Segundo as contas nacionais apuradas pelo IBGE, a formação bruta de capital fixo cresceu 6,8% no primeiro semestre de 2004, em relação ao primeiro semestre de 2003. Nos primeiros sete meses de 2004, a absorção doméstica de bens de capital – a produção desses bens, acrescidas as importações e deduzidas as exportações – foi 12,8% maior do que no mesmo período de 2003. A recuperação da formação bruta de capital fixo e da absorção doméstica de bens de capital foi mais intensa desde o início da retomada, em meados de 2003, do que em períodos equivalentes das três retomadas anteriores. O resultado desse comportamento tem sido a elevação da taxa de investimento como proporção do PIB, que passou de 17,4% no final de 2003 para 22,2% no primeiro trimestre de 2004, segundo as Contas Nacionais do IBGE.

A série histórica de formação bruta de capital fixo mostra correlação elevada com os índices de utilização da capacidade instalada e, com defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. Esses indicadores antecedentes sugerem que os investimentos devem continuar em ampliação ao longo dos próximos meses. Em todo caso, permanecem as incertezas já mencionadas em Notas de reuniões recentes do Copom e em “Relatórios de Inflação” de trimestres anteriores, a respeito da velocidade de ampliação mais imediata da capacidade produtiva, e também da tendência de crescimento de longo prazo do produto potencial da economia, como é natural que ocorra em pontos de inflexão como o atual, em que trimestres consecutivos de rápida expansão seguem-se ao padrão de crescimento lento e irregular dos últimos anos. Diante dos patamares de produção já alcançados e da tendência de continuidade da expansão da demanda, o ritmo de preenchimento do hiato do produto passa a representar um foco evidente de preocupação para a condução da política monetária.

## 6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis econômicas. Esse conjunto de hipóteses e os riscos a elas associados compõem o cenário principal, com base no qual o Copom toma suas decisões.

Desde o último “Relatório de Inflação”, ocorreram mudanças importantes no cenário principal com que trabalha o Copom. Riscos para a dinâmica inflacionária continuam presentes tanto no ambiente externo quanto na conjuntura doméstica, mas, em ambos os casos, têm agora uma composição diferente da que se observava três meses atrás. Na conjuntura doméstica, as incertezas quanto à magnitude dos efeitos defasados remanescentes do relaxamento da política monetária cedem espaço para questões relacionadas à capacidade de produção da economia. No ambiente externo, a onda de turbulência nos mercados financeiros internacionais foi superada, ganhando importância, por outro lado, a ameaça representada pela dinâmica dos preços do petróleo.

A volatilidade dos mercados financeiros internacionais – em particular, dos preços dos ativos de mercados emergentes – reduziu-se à medida que se consolidou o consenso de que o Fed poderia de fato ser gradual em sua estratégia de aperto monetário, com vistas a atingir a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo para a economia norte-americana. A consolidação da estratégia gradualista por parte do Fed, com a conseqüente melhora das condições de financiamento externo para o Brasil, cujos reflexos foram a redução do risco-país e a apreciação da taxa de câmbio em relação aos níveis verificados no segundo trimestre, foi facilitada por um crescimento menos vigoroso do que se antevia da economia norte-americana. Mesmo assim, permaneceram favoráveis as condições de demanda por exportações brasileiras, que seguiram em expansão.

Por outro lado, ganhou destaque, desde junho, a escalada dos preços internacionais do petróleo. Os preços do petróleo ainda se situam em patamar elevado e mostram-se muito sensíveis a qualquer ameaça à capacidade de fornecimento dos grandes produtores. O cenário básico mantido pelo Copom contempla um preço internacional do petróleo WTI da ordem de US\$35 por barril, o que implica uma projeção de aumento de 9,5% para a gasolina ao longo de 2004. No momento, apesar de cotações bem mais elevadas

do que essa para o petróleo, a defasagem corrente do preço doméstico da gasolina está sendo temporariamente mitigada por um descolamento atípico dos preços internacionais da gasolina em relação aos preços do petróleo bruto. O risco evidente é de que esse cenário precise ser reavaliado, risco este que poderia materializar-se em um aumento maior da gasolina em 2004 ou em uma defasagem maior que ficasse por corrigir em 2005. Vale notar também, conforme mencionado nas Notas de reuniões recentes do Copom, que o risco inflacionário associado aos preços do petróleo se estende além da questão do preço doméstico da gasolina, pelo seu impacto sobre cadeias produtivas mais intensivas em petróleo, e sobre as expectativas de inflação dos agentes privados.

No cenário doméstico, conforme já mencionado na seção 6.1, a recuperação da economia brasileira prosseguiu em ritmo acelerado. O relaxamento da política monetária e o câmbio real mais favorável contribuíram para as primeiras etapas da recuperação do nível de atividade, inicialmente liderada por setores ligados às exportações ou diretamente beneficiados pela melhora das condições de crédito. Na fase mais recente, observam-se sinais nítidos de espalhamento da retomada para outros setores, cuja demanda doméstica depende menos do crédito e mais do aumento da renda do trabalho. Embora previsível em todas essas características, a retomada surpreendeu a maioria dos analistas pelo vigor que continuou a demonstrar nos últimos meses, a despeito de já ter alcançado patamares de produção bastante elevados. Esse desempenho além do esperado, que deflagrou uma reavaliação generalizada das previsões para o crescimento do PIB em 2004, é manifestação clara das incertezas que cercavam a intensidade dos efeitos defasados do impulso monetário, para as quais os Relatórios de dezembro de 2003 e de março e de junho de 2004 chamavam atenção.

É natural que os efeitos diretos do impulso monetário percam gradativamente a importância e que, pelo lado da demanda, o crescimento passe a se sustentar cada vez mais em sua dinâmica própria de aumento da renda. Com isso, como já foi ressaltado nos Relatórios dos últimos trimestres, os riscos de descompasso entre oferta e demanda agregadas tendem a concentrar-se no ritmo de ampliação da capacidade produtiva da economia. Os patamares de produção atingidos nos últimos meses têm como reflexo níveis de utilização de capacidade relativamente elevados em diversos setores, e próximos aos máximos históricos em alguns deles. Ao mesmo tempo, é incerta a velocidade com que os setores cuja ociosidade é menor ou vem caindo mais rapidamente conseguirão aumentar sua capacidade para atender ao prosseguimento da expansão da demanda. A mesma incerteza aparece em métodos de

estimação da capacidade produtiva agregada da economia – o chamado produto potencial – e de previsão de sua trajetória futura, mas também no caso desses métodos, em linha com as informações setoriais, há evidência abundante de que o grau de ociosidade – o chamado hiato do produto – vem se reduzindo com rapidez (ver boxe PIB Potencial e Hiato do Produto: Atualização e Novas Estimativas). O Copom entende que o ritmo acelerado de preenchimento do hiato do produto representa um risco importante, nas circunstâncias atuais, à convergência da inflação para a trajetória de metas.

Um outro fator de risco que, como no “Relatório de Inflação” de junho, continua merecendo atenção é a deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados. Para que se obtenha convergência da inflação para a trajetória de metas com o melhor resultado possível em termos do nível de atividade, é importante que as expectativas não só interrompam sua trajetória de deterioração, mas que tornem a alinhar-se com a taxa de inflação que se pretende obter. A ausência de fatores autônomos que possam promover espontaneamente tal realinhamento torna-o dependente de uma sinalização inequívoca da parte da política monetária.

Uma fonte adicional de risco para a inflação é a aceleração recente dos preços industriais no atacado, que deverá ter impacto, ao longo dos próximos meses, sobre os itens correlatos nos índices de preços no varejo. No início do ano, houve uma onda de aumentos dos preços industriais do IPCA após a elevação do componente industrial do IPA. Naquela ocasião, a cautela da política monetária foi crucial para conter a propagação desses aumentos. As circunstâncias atuais, em que parece haver condições melhores do que no início do ano para recomposição de margens de lucros, sugerem que há agora potencial para repasses de maior intensidade, exigindo, portanto, cautela redobrada na política monetária.

Em um ambiente mais propício à recomposição de margens, é importante também que reajustes salariais não sejam concedidos na presunção de que a política monetária acomodará seu repasse automático aos preços. A recuperação progressiva dos salários reais é crucial para a sustentação do processo de crescimento, mas a manutenção da estabilidade depende de que tal recuperação se dê mediante concessão de aumentos nominais consistentes com a hipótese de que a inflação permanecerá baixa, e não mediante reajustes nominais mais generosos acompanhados de maior corrosão inflacionária no futuro.

Conforme explicado nas Notas da reunião do Copom de setembro, o Comitê decidiu que a política monetária deverá

ser calibrada de modo a alcançar uma inflação de 5,1% para o IPCA em 2005. Esse objetivo resulta da adição à meta central de 4,5% estipulada pelo CMN de 0,6 p.p. a título de acomodação de 2/3 da inércia inflacionária que será transmitida de 2004 para 2005. O boxe Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005 explicita o procedimento de cálculo da inércia inflacionária, que se define como a contribuição à inflação de 2005 advinda do fato de que os índices de inflação relevantes superarão em 2004 a meta de 5,5% para o IPCA.

A explicitação desse objetivo não poderia ser postergada, tendo em vista que a política monetária age com defasagens e que não teria sentido dar início a um processo de ajuste do instrumento de política monetária sem deixar claro que objetivos esse ajuste pretende alcançar em termos de convergência da inflação para a trajetória de metas. Por outro lado, tampouco teria sido recomendável antecipar ainda mais esse anúncio, que teria se dado, então, com base em projeções ainda muito pouco confiáveis para a inflação de 2004, a partir da qual se calcula a inércia carregada para 2005. Neste momento, o Copom se vê em condições de fazer esses cálculos, ainda que se baseando em projeções de inflação para os meses remanescentes de 2004, de modo a anunciar desde já um objetivo de caráter definitivo para a inflação de 2005, que não será passível de modificações ou ajustes. Uma inflação de 5,1% em 2005 passa a ser, portanto, o objetivo inteiramente predeterminado que orientará a calibragem do instrumento de política monetária ao longo do horizonte relevante.

O cenário de referência considera para os preços administrados uma variação de 8,5% em 2004, com elevação em relação aos 7,7% previstos no último Relatório. A projeção de aumento para a gasolina permanece em 9,5% para 2004. Quanto aos demais preços administrados, reduziu-se de 6,9% para 6,2% o reajuste previsto para o gás de bujão em 2004, elevando-se, por outro lado, as projeções de reajuste da energia elétrica residencial, de 11,0% para 11,5%, e do telefone fixo, de 6,1% para 13,9%. O modelo de determinação endógena de preços monitorados e administrados por contrato projeta uma variação de 6,9% para 2005, com elevação de 0,9 p.p. em relação à projeção do Relatório anterior.

Ainda no cenário de referência, supõe-se a manutenção da taxa Selic em 16,25%, meta estabelecida pelo Copom na reunião de setembro, além da taxa de câmbio constante em R\$2,90 até o final de 2005. Esse procedimento de manutenção de juros e câmbio constantes é padrão nas simulações consideradas pelo Copom, conforme mencionado



em Relatórios anteriores. O cenário de referência traçado é compatível com um *spread* para a taxa de *swap* pré-DI de seis meses de 87 p.b. para o último trimestre de 2004 e de 38 p.b. para o mesmo período de 2005.

A acomodação das turbulências nos mercados financeiros internacionais refletiu-se nas trajetórias de câmbio que caracterizam o cenário de mercado, sendo que os valores estimados para a taxa de câmbio ficaram em R\$3,02 no último trimestre de 2004 e em R\$3,17 no último trimestre de 2005, menores, para ambos os períodos, do que os constantes do último Relatório (R\$3,10 e R\$3,23, respectivamente). Ao mesmo tempo, os agentes privados reavaliaram também a trajetória prevista para a política monetária, elevando suas projeções para a taxa Selic de 15,00% para 16,42% ao final de 2004, e de 13,35% para 15,12% ao final de 2005. Esses novos valores resultam em *spreads* projetados para o *swap* de 180 dias de 77 p.b. em 2004 e de 4 p.b. em 2005. Os aumentos esperados para o cenário de mercado dos preços administrados situam-se em 8,8% para 2004 e em 7,4% para 2005.

Para a política fiscal, os resultados obtidos até julho de 2004 oferecem segurança adicional de que se verificará em 2004 e nos próximos dois anos a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário do setor público consolidado.

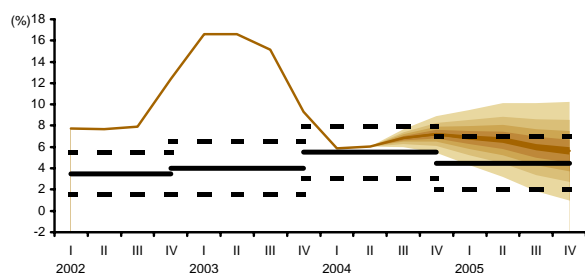
### 6.3 Previsão da inflação

Com base nos pressupostos considerados pelo Copom e nos riscos a eles associados, e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulado em quatro trimestres, adotando as hipóteses de juros e câmbio que constituem os cenários de referência e de mercado. No cenário de referência, supõe-se que a taxa Selic será mantida em 16,25% a.a., valor definido na reunião do Copom de setembro de 2004, e que a taxa de câmbio permanecerá constante em valor próximo ao vigente na véspera da reunião (R\$2,90). No cenário de mercado, considerando as expectativas dos agentes coletadas pela Gerin, a taxa básica de juros sobe para 16,42% a.a. no quarto trimestre de 2004 e se reduz a partir de então, até alcançar 15,12% a.a. no último trimestre de 2005. A cotação do dólar norte-americano atinge uma média de R\$3,02 no último trimestre de 2004 e R\$3,17 no último trimestre de 2005.

A trajetória central associada ao cenário de referência mostra uma tendência de elevação na inflação acumulada em quatro trimestres em 2004, partindo de 6,8% no terceiro trimestre e alcançando 7,2% no quarto

**Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 16,25% a.a. (Cenário de referência)**

Leque de inflação



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

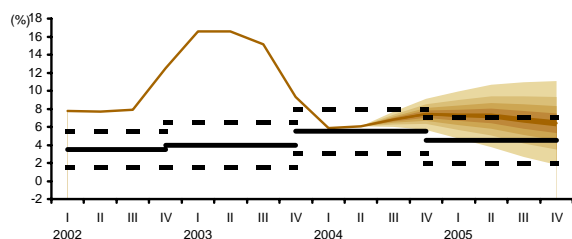
**Inflação do IPCA, com juros constantes de 16,25% a.a. (Cenário de referência)**

Período		Intervalo de confiança						Projeção central
		50%						
		30%				10%		
2004	3	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	6,8
2004	4	6,5	6,8	7,1	7,3	7,6	7,9	7,2
2005	1	5,8	6,3	6,7	7,1	7,5	8,0	6,9
2005	2	5,2	5,8	6,4	6,9	7,5	8,1	6,6
2005	3	4,3	5,0	5,7	6,3	7,0	7,7	6,0
2005	4	3,7	4,5	5,3	6,0	6,7	7,5	5,6

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

**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.).

**Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros<sup>1/</sup>**

Período		Intervalo de confiança						Projeção central
		50%						
		30%				10%		
2004	3	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	6,8
2004	4	6,7	7,0	7,3	7,5	7,8	8,1	7,4
2005	1	6,2	6,7	7,1	7,5	7,9	8,4	7,3
2005	2	5,8	6,4	7,0	7,5	8,0	8,6	7,2
2005	3	5,1	5,8	6,5	7,1	7,8	8,5	6,8
2005	4	4,5	5,3	6,1	6,8	7,5	8,3	6,4

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

1/ De acordo com a Gerin.

trimestre – fechando o ano, portanto, acima da meta de 5,5%. Essa elevação da inflação, que reflete uma taxa mais elevada no quarto trimestre de 2004 do que no quarto trimestre de 2003, está primordialmente associada à recuperação da economia, com redução do hiato do produto, e à deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados, que impacta diretamente a formação de preços correntes, dadas as condições de demanda, e também contribui para reduzir a taxa de juros real esperada. Entre o último trimestre de 2004 e o primeiro trimestre de 2005, a inflação acumulada em quatro trimestres reduz-se em 0,3 p.p., pela substituição da inflação particularmente elevada do primeiro trimestre de 2004, 1,9%, por um valor mais moderado no mesmo período de 2005, 1,6%. Há ainda uma tendência de queda ao longo do ano em função dos efeitos defasados da elevação da taxa Selic em setembro e de sua manutenção em nível constante daí em diante. Para 2005, a projeção de inflação associada ao cenário de referência encontra-se em 5,6%, acima do objetivo de 5,1% adotado pelo Copom para a inflação do ano.

É importante reiterar, como ficou salientado nas Notas da reunião de setembro do Copom, que não foi alterado o intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN em torno de sua meta central de 4,5% para a inflação de 2005, que vai de 2% a 7%. De acordo com o intervalo de confiança da tabela de probabilidades ao lado, a probabilidade de se superar o limite superior do intervalo de tolerância é de cerca de 31%, levando-se em conta as hipóteses do cenário de referência.

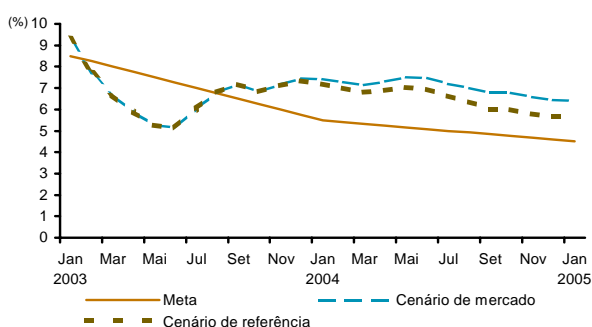
O cenário de mercado, por embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, projeta taxas de 7,4% e 6,4% para 2004 e 2005, respectivamente, ambas mais elevadas do que no cenário de referência, e portanto mais distantes da trajetória de metas. De forma semelhante ao que ocorre no cenário de referência, a inflação acumulada em quatro trimestres se eleva entre os dois últimos trimestres de 2004. No início de 2005, uma inflação de 1,8% no primeiro trimestre, menor que o valor ocorrido em igual período do ano anterior, faz com que a inflação acumulada sofra pequena redução. Ao longo dos trimestres seguintes, a inflação se reduz de forma mais significativa, ainda que em menor proporção do que no cenário de referência, em função da depreciação da taxa de câmbio e da redução da taxa de juros esperadas pelo mercado ao longo de 2005. O cenário de mercado supõe inflação de preços monitorados e administrados por contrato de 8,8% para 2004, ante os 8,5% embutidos no cenário de referência.

### Projeções do "Relatório de Inflação" de junho de 2004

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2004 II	5,9	5,9
2004 III	6,3	6,4
2004 IV	6,4	6,5
2005 I	5,5	5,7
2005 II	4,8	5,3
2005 III	4,6	5,3
2005 IV	4,4	5,4

A partir da comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com aquelas divulgadas no Relatório de junho, cujas projeções centrais são reproduzidas ao lado, pode-se verificar que as projeções se elevaram tanto no cenário de referência quanto no de mercado. Em junho, o cenário de referência já apresentava uma tendência de elevação da inflação para 2004, mas a projeção central estava 0,8 p.p. abaixo da atual. Esse aumento deve-se a uma maior estimativa de reajustes de preços monitorados, que passou de 7,7% para 8,5%, e à elevação da projeção da inflação de preços livres, de 5,9% no último Relatório para 6,7% agora. Para 2005, o cenário de referência apresentou uma mudança maior – a inflação projetada elevou-se em 1,2 p.p., conseqüência de uma maior projeção de preços monitorados para o próximo ano, de expectativas de inflação mais altas e de um nível de atividade também mais alto. A trajetória do cenário de mercado sofreu elevação de 0,9 p.p. para o final de 2004 e de 1,0 p.p. no acumulado de 2005.

### Inflação acumulada nos doze meses seguintes

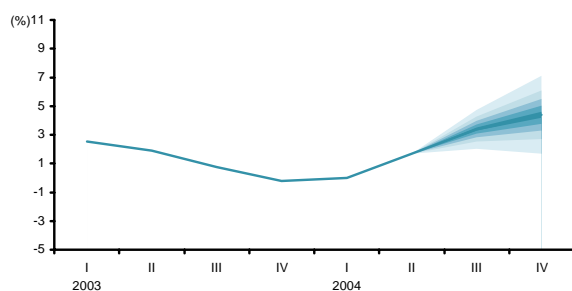


O gráfico ao lado mostra a evolução da inflação acumulada quatro trimestres à frente, de acordo com o cenário de referência e com o cenário de mercado deste Relatório, juntamente com a trajetória interpolada das metas para 2003, 2004 e 2005. Essas trajetórias são construídas pela soma da inflação ocorrida até agosto de 2004 com as inflações projetadas a partir desse mês. Assim como discutido no Relatório de junho, de acordo com o cenário de referência, a inflação acumulada em quatro trimestres à frente está acima da trajetória das metas a partir de setembro de 2003. Entretanto, diferentemente das projeções apresentadas no último Relatório, apesar de haver uma redução ao longo de 2004, a inflação agora permanece acima da trajetória das metas. De acordo com o cenário de mercado, da mesma forma que no Relatório anterior, as projeções situam-se permanentemente acima da trajetória interpolada das metas a partir do final de 2003, e o descolamento tornou-se maior com as novas projeções.

### Varição do PIB com juros fixos em 16,25% a.a.

#### Cenário de referência

Leque do produto



Apresenta-se, como nos Relatórios anteriores, o leque de crescimento do produto, construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Deve-se enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tendo em vista que o modelo usado trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – e, adicionalmente, o cálculo do nível do produto é mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário de referência, o crescimento previsto para 2004 é de 4,4%, 0,9 p.p. maior do que o projetado no “Relatório de Inflação” de junho.

## PIB Potencial e Hiato do Produto: Atualização e Novas Estimativas

---

O produto potencial é definido como o nível máximo de produto que pode ser alcançado pela economia, sem gerar pressões inflacionárias – equivalentemente, o nível máximo de produto sustentável. O hiato do produto, por sua vez, é definido como a diferença entre produto efetivo e produto potencial. Ambas as variáveis são peças-chave para o arcabouço analítico que serve de base à formulação, análise ou avaliação da política monetária. Em particular, o hiato do produto tem papel central como indicador de pressões inflacionárias.

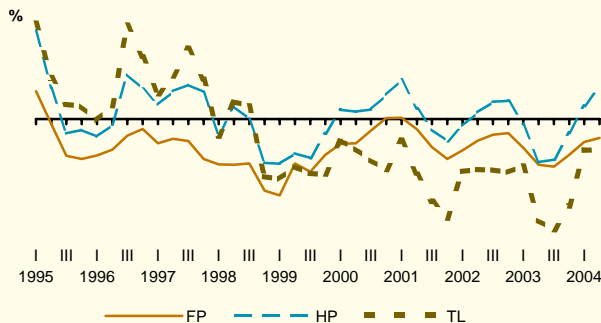
Uma dificuldade notória com as medidas de produto potencial e hiato do produto é que elas não podem ser diretamente obtidas por mera mensuração de dados econômicos, necessitando ser estimadas. Dada a relevância do assunto para a política monetária, este boxe visa prosseguir na discussão sobre metodologias para cálculo do produto potencial e do hiato do produto, que já apareceu nos Relatórios de setembro de 1999 e de dezembro de 2003, aproveitando também para apresentar estimativas atualizadas dessas variáveis.

A literatura sobre estimação de produto potencial divide-se em duas grandes vertentes. De um lado, estão os trabalhos calcados em modelos puramente estatísticos que, por intermédio da aplicação de um filtro à série de produto, chegam ao produto potencial e, por resíduo, ao hiato. A outra vertente incorpora ao método de estimação fundamentos de modelagem econômica, entre os quais o impacto do crescimento observado do estoque de fatores de produção sobre a capacidade produtiva da economia, e a evidência disponível sobre o nível de utilização não-inflacionário do estoque existente. Não há entre especialistas um consenso apontando para a

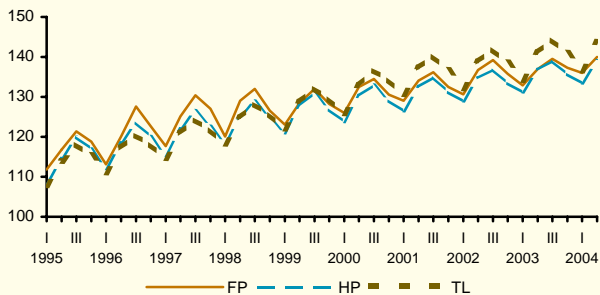
superioridade de uma ou de outra vertente metodológica, e formuladores de política monetária costumam considerar recomendável acompanhar os resultados obtidos por vários métodos diferentes, dando preferência a um ou a outro, de acordo com as circunstâncias particulares em que estejam trabalhando.

O Banco Central acompanha de perto a evolução de diferentes indicadores do produto potencial e do hiato do produto. Em sintonia com as linhas de trabalhos presentes na literatura, o Banco Central mede essas variáveis tanto por modelos puramente estatísticos como por modelos com fundamentação econômica. No “Relatório de Inflação” de setembro de 1999 estão descritos os métodos que estimam o produto potencial via extração de tendência linear (TL) e a aplicação do filtro de Hodrick-Prescott (HP). Por sua vez, o “Relatório de Inflação” de dezembro de 2003 descreve um método economicamente fundamentado de estimação do hiato do produto, construído com base em uma função de produção do tipo Cobb-Douglas (FP).

**Evolução do hiato do produto – 1995-I a 2004-II**  
Função de Produção, Filtro HP e Tendência Linear



**Evolução do produto potencial – 1995-I a 2004-II**  
Função de Produção, Filtro HP e Tendência Linear  
Índice – Base: média 1990=100



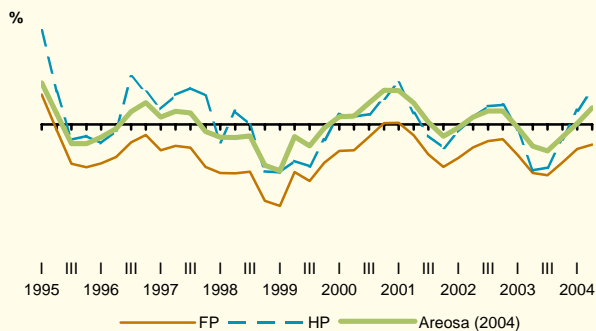
Os dois primeiros gráficos atualizam os resultados apresentados nos Relatórios de setembro de 1999 e de dezembro de 2003, e contêm a evolução do hiato do produto e do produto potencial medidos pelos três métodos citados, para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 e o segundo trimestre de 2004. Note que, no gráfico referente ao produto potencial, um componente sazonal foi adicionado à tendência estimada.

O gráfico referente à evolução do hiato do produto indica de modo claro a reversão do processo de crescente distanciamento entre o produto efetivo e o potencial – isto é, um grau crescente de ociosidade – que se verificava em meados de 2003. Na verdade, para o primeiro semestre de 2004, o filtro HP já aponta um hiato positivo, e os dois outros métodos, embora indiquem hiatos negativos, sinalizam um produto efetivo próximo ao potencial.

Uma nova abordagem em desenvolvimento no Banco Central do Brasil modifica a técnica apresentada no “Relatório de Inflação” de dezembro de 2003. Essa modificação consiste em estimar simultaneamente o produto potencial, a taxa natural de desemprego, a participação do capital na renda e a

### Evolução do hiato do produto – 1995-I a 2004-II

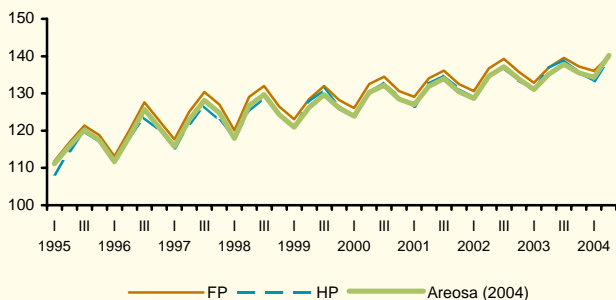
Função de Produção, Filtro HP e Areosa (2004)



### Evolução do produto potencial – 1995-I a 2004-II

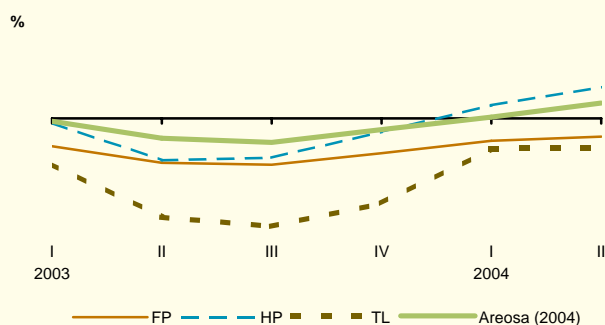
Função de Produção, Filtro HP e Areosa (2004)

Índice – Base: média 1990=100



### Evolução do hiato do produto – 2003-I a 2004-II

Todos os Hiatos



taxa de utilização não inflacionária da capacidade instalada, supondo uma tecnologia de produção do tipo Cobb-Douglas (Areosa, 2004)<sup>1</sup>. A estimação constitui uma solução inovadora, porque os parâmetros da função de produção e os componentes não observados do produto potencial são obtidos de uma otimização conjunta, e não por meio de estimações individualizadas para essas variáveis. O método, no entanto, requer que se atribuam pesos específicos aos filtros HP que são aplicados a cada uma das séries primitivas.

Os dois gráficos seguintes mostram as séries de hiato do produto e de produto potencial geradas pelas técnicas FP, HP e de Areosa. Note-se que a técnica de Areosa tem pontos em comum tanto com o método HP quanto com o FP, o que se reflete visivelmente nos resultados. As variações do hiato em Areosa são similares às do modelo FP, enquanto o seu patamar é próximo ao do modelo HP.

A análise conjunta dos gráficos indica que os quatro métodos fornecem medidas de produto potencial cujos movimentos são relativamente sincronizados. Na primeira parte da amostra, contudo, o produto potencial gerado pela tendência linear se mostra menor que aqueles gerados pelas outras técnicas. Esse quadro inverte-se a partir do primeiro trimestre de 1999. A mudança pode ser resultado da baixa capacidade do método da tendência linear para capturar efeitos de quebras estruturais.

Essa breve análise ilustra que a identificação de medidas adequadas para o produto potencial e hiato do produto não é tarefa elementar. A dificuldade é ainda maior quando se objetivam construir trajetórias de previsão futura para essas variáveis, que são essenciais já que a política monetária precisa operar de forma proativa, dadas as defasagens temporais de seus efeitos sobre a economia. Em que pese essas dificuldades metodológicas, toda a evidência atual para o Brasil indica uma tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto. Isso pode ser mais bem visualizado no gráfico ao lado, que mostra, especificamente para 2003 e para o primeiro semestre de 2004, o hiato do produto estimado pelos quatro métodos.

<sup>1</sup> Areosa, M. B. M. (2004), "Combining Hodrick-Prescott Filtering with a Production Function Approach to Estimate Output Gap", publicado no portal do Banco Central do Brasil ([www.bcb.gov.br/?sem5anos](http://www.bcb.gov.br/?sem5anos)).



## Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005

Conforme anunciado nas Notas da reunião de setembro do Copom, os instrumentos de política monetária serão calibrados de modo a perseguir em 2005 uma inflação de 5,1%, correspondente à meta central de 4,5% fixada pelo CMN, acrescida de 0,6% a título de acomodação parcial da inércia inflacionária herdada de 2004. Cabe, assim, uma explicação mais detalhada do procedimento usado para o cálculo dessa inércia.

A inércia inflacionária é definida como a parcela da inflação de 2005 que resultará, por intermédio de mecanismos de realimentação inflacionária, de variações de índices de preços em 2004 superiores à meta estabelecida pelo CMN para o IPCA. A inércia se manifesta no comportamento tanto dos preços livres quanto dos preços administrados por contrato e monitorados (doravante chamados simplesmente de “administrados”). Além do próprio IPCA, que é o índice de preços que serve de referência para as metas de inflação, o IGP-DI desempenha papel importante na determinação da inércia, por servir de indexador em cláusulas contratuais de reajustes de preços. A inércia calculada seria nula se esses dois índices apresentassem, em cada trimestre de 2004, variação igual a 1/4 da meta para o IPCA para esse ano. É o seguinte o procedimento para o cálculo da inércia:

### **1. Contribuição do IGP-DI para os preços administrados**

- (i) Calcula-se o choque do IGP-DI em cada trimestre de 2004. Esse choque é definido como a diferença entre o IGP-DI realizado em cada trimestre e 1/4 da meta de inflação para o IPCA no ano. Como ainda não se conhecem os valores do

IGP-DI para os meses finais de 2004, utiliza-se no lugar dos valores realizados a mediana das expectativas correntes para o IGP-DI nesses meses, de acordo com a pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil.

- (ii) Calcula-se a inércia do IGP-DI em cada trimestre de 2005. Essa inércia é definida como o impacto dos choques do IGP-DI em 2004, calculados em (i), sobre a variação desse mesmo índice ao longo de 2005. Esse impacto é calculado segundo a equação que caracteriza a dinâmica do IGP-DI no modelo de determinação endógena dos preços administrados utilizado pelo Copom.
- (iii) Calcula-se o impacto conjunto do choque do IGP-DI em 2004 e de sua inércia em 2005 – os resultados de (i) e (ii) acima – sobre os reajustes das tarifas de energia elétrica e telefonia em cada trimestre de 2005. Esses cálculos são realizados pelo Banco Central do Brasil, levando-se em conta as regras de reajuste contidas nos contratos de cada concessionária, pelo mesmo procedimento utilizado rotineiramente nos exercícios de projeção de preços administrados. Em seguida, utilizando-se o peso desses dois setores no IPCA, calculam-se os impactos desses reajustes sobre o IPCA de cada trimestre de 2005. Esses impactos são denotados por  $I_t^{elet}$  e  $I_t^{tel}$  para o trimestre  $t$  ( $t = 1, 2, 3, 4$ ), nos casos da energia elétrica e da telefonia, respectivamente.
- (iv) Calcula-se o impacto conjunto do choque do IGP-DI em 2004 e de sua inércia em 2005 – os resultados de (i) e (ii) acima – sobre os reajustes dos demais preços administrados, exceto energia elétrica e telefonia, em cada trimestre de 2005. Supõe-se nesse cálculo que os demais preços administrados dependam da variação do IGP-DI no trimestre corrente e em trimestres anteriores, de acordo

com o modelo de determinação endógena de preços administrados utilizado pelo Copom. Em seguida, utilizando-se o peso dos preços administrados, exceto energia e telefonia, no IPCA, calcula-se o impacto de seus reajustes sobre o IPCA de cada trimestre de 2005. Denota-se esse impacto por  $I_t^{dpa}$ , para o trimestre  $t$  ( $t = 1, 2, 3, 4$ ).

## 2. Contribuição do IPCA para os preços livres e inércia total

As contribuições do IPCA para a inércia dos preços livres e a inércia total são calculadas recursivamente, trimestre por trimestre, com base na especificação da curva de Phillips dos modelos de projeção do Copom, em que a variação dos preços livres em cada trimestre depende da inflação do IPCA no trimestre imediatamente anterior.

- (i) Calcula-se o choque do IPCA no último trimestre de 2004. Esse choque é definido como a diferença entre a variação do IPCA no trimestre e 1/4 da meta para o IPCA no ano. Como ainda não se conhece o valor realizado do IPCA no último trimestre do ano corrente, utiliza-se em seu lugar a projeção do próprio Copom, de acordo com o cenário de referência.
- (ii) Multiplica-se o choque do IPCA no último trimestre de 2004 pelo coeficiente de inércia da curva de Phillips dos modelos do Copom e pelo peso dos preços livres no IPCA, obtendo-se assim a contribuição dos preços livres para a inércia do IPCA no primeiro trimestre. Denota-se essa contribuição por  $I_1^{livres}$ .
- (iii) Calcula-se a inércia total no primeiro trimestre de 2005, denotada por  $I_1$ , somando-se à contribuição dos preços livres as das tarifas de eletricidade e telefonia e dos demais preços administrados, calculadas anteriormente:  
$$I_1 = I_1^{livres} + I_1^{elet} + I_1^{tel} + I_1^{dpa} .$$

(iv) Multiplica-se a inércia total no primeiro trimestre de 2005,  $I_1$ , pelo coeficiente de inércia da curva de Phillips e pelo peso dos preços livres no IPCA, obtendo-se assim  $I_2^{livres}$ , a contribuição desses preços para a inércia no segundo trimestre de 2005.

(v) Calcula-se a inércia total no segundo trimestre de 2005,  $I_2 = I_2^{livres} + I_2^{elet} + I_2^{tel} + I_2^{dpa}$ .

(vi) Repetem-se os procedimentos (iv) e (v) para o terceiro e o quarto trimestres de 2005. Isto é, para  $t = 3$  e  $t = 4$ , a contribuição dos preços livres  $I_t^{livres}$  resulta da multiplicação de  $I_{t-1}$  pelo coeficiente de inércia da curva de Phillips e pelo peso dos preços livres no IPCA, e a inércia total no trimestre é dada por  $I_t = I_t^{livres} + I_t^{elet} + I_t^{tel} + I_t^{dpa}$ .

(vii) A inércia total em 2005 é calculada pela soma das inércias nos quatro trimestres do ano, obtidas pelo processo recursivo acima, ou seja,  $I_1 + I_2 + I_3 + I_4$ .

O resultado desse procedimento é uma inércia total de 0,9 p.p. no IPCA de 2005. Dada a decisão de acomodar 2/3 dessa inércia, acresceu-se 0,6 p.p. à meta de 4,5% estipulada pelo CMN para 2005, chegando-se assim ao objetivo de 5,1% anunciado pelo Copom.

### Notas da 97ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 15 e 16/6/2004

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (15/6) e do 20º andar (16/6) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h45 (15/6) e 15h30 (16/6)

**Horário de término:** 19h (15/6) e 18h15 (16/6)

**Presentes:**

**Membros do Copom**

Henrique de Campos Meirelles – Presidente  
Afonso Sant’Anna Bevilaqua  
Alexandre Schwartzman  
Antonio Gustavo Matos do Vale  
Eduardo Henrique de Mello Motta Loyola  
João Antônio Fleury Teixeira  
Luiz Augusto de Oliveira Candiota  
Paulo Sérgio Cavalheiro  
Sérgio Darcy da Silva Alves

**Chefes de Departamento (todos presentes no dia 15)**

Altamir Lopes – Departamento Econômico  
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais  
José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores  
Luiz Fernando Cardoso Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos  
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 16)

Sergio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

**Demais participantes (presentes no dia 15)**

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria  
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria  
Helio José Ferreira – Secretário-Executivo da Diretoria  
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente  
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa  
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

#### **Evolução recente da inflação**

1. As variações dos principais índices de preços intensificaram-se em maio, refletindo pressões localizadas, advindas em boa medida do comportamento dos preços dos alimentos, com destaque para o impacto de adversidades climáticas sobre os preços dos alimentos *in natura*. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,51%, ante 0,37% em abril, acumulando 2,75% no ano, até maio. A variação do IPCA acumulada nos últimos doze meses atingiu 5,15%, o menor resultado observado desde a implantação do sistema de metas de inflação, em 1999.

2. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 1,46% em maio, ante 1,15% em abril, totalizando variação de 5,54% nos primeiros cinco meses de 2004. A aceleração do IGP decorreu não apenas de altas nos preços no atacado, como vinha sendo observado nos últimos resultados, mas também das maiores pressões nos preços ao consumidor e no custo da construção civil. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) registrou taxa de 0,71% e o Índice Nacional do Custo da Construção (INCC), de 1,83%. O Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) variou 1,71% no mês e 6,71% no acumulado do ano, até maio. No caso do IGP-DI e do IPA-DI, os resultados acumulados em períodos de doze meses mostraram elevação em maio, atingindo 7,97% e 8,76%, respectivamente.

3. A aceleração do IPCA em maio refletiu, principalmente, a reversão da tendência dos preços dos alimentos – alta de 0,23% em maio após queda de 0,34% em abril – em decorrência de adversidades climáticas e da entressafra de leite, fatores que elevaram os preços dos alimentos *in natura* e dos laticínios. Destaque-se que a alta dos preços dos alimentos não foi generalizada, observando-se quedas nos preços de importantes produtos da cesta básica, como farinha de mandioca, carne, feijão, arroz, ovos, frango, pescado e óleo de soja.

4. Os remédios destacaram-se, pelo segundo mês seguido, como o item que mais contribuiu, isoladamente, para a elevação mensal do IPCA. A alta dos medicamentos influenciou em 0,10 ponto percentual (p.p.) o resultado de maio, ante 0,12 p.p. no mês anterior. Com variação de 2,33% em maio, o aumento dos preços dos remédios totalizou 5,4% no bimestre abril-maio, refletindo o reajuste concedido para os produtos sob controle da Câmara de Regulamentação, em vigor a partir de 31 de março. Dos demais itens em alta, destacaram-se as contribuições de 0,06 p.p. da energia elétrica e dos automóveis, e de 0,05 p.p. do leite pasteurizado e das roupas, sendo que esses cinco itens mencionados responderam por 0,32 p.p. da variação mensal do índice.

5. O conjunto dos preços livres aumentou 0,57% em maio, ante 0,39% no mês anterior. Os preços livres contribuíram com 0,41 p.p. da variação mensal do IPCA, enquanto a elevação de 0,35% nos preços

monitorados respondeu por 0,10 p.p. Os produtos com preços livres, excluindo-se os alimentos, acusaram variação de 0,74%, ante 0,75% em abril, evidenciando que a aceleração na alta do conjunto dos preços livres decorreu principalmente do comportamento dos preços dos alimentos. Em relação aos preços monitorados, destaque-se o impacto das elevações em tarifas de energia elétrica em seis capitais e o aumento de 2,28% no preço do álcool, em razão da recuperação nos preços aos produtores, após a forte queda acumulada entre janeiro e abril.

6. No atacado, a variação do IPA em maio seguiu a tendência de aceleração, registrando taxa de 1,71% ante 1,57% em abril. Esse resultado acompanhou a trajetória dos preços agrícolas, que registraram alta de 2,71%, ante 0,80% em abril, impulsionados pelos produtos *in natura*, leite e carnes bovina e de aves. A variação dos preços industriais no atacado mostrou desaceleração em maio, ao registrar 1,32%, ante 1,86% no mês anterior. O arrefecimento dos preços no segmento industrial atingiu 13 dos 18 gêneros pesquisados, incluídos aqueles do complexo metal-mecânico que vinham liderando a aceleração do IPA-industrial nos últimos meses.

7. Os núcleos de inflação registraram relativa estabilidade em maio, comparativamente a abril. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados registrou taxa de 0,70% no mês, ante 0,72% em abril, acumulando 7,15% em doze meses. Quando calculado pelo método das médias aparadas, o núcleo passou de 0,57% em abril para 0,59% em maio, totalizando 8,46% nos últimos doze meses. A mesma medida calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos alcançou 0,43% no mês e 5,46% em doze meses, ante 0,45% e 5,68%, respectivamente, em abril.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, mostrou variação de 0,57% em maio, somando alta de 6,64% nos últimos doze meses.

9. Em junho, os índices de inflação deverão ser influenciados pelos aumentos no preço da gasolina – cujo reajuste ao consumidor, em vigor a partir do dia 15, deverá situar-se em 4,5% – e no do álcool – que



segue em recuperação, depois de acentuada queda observada de fevereiro a abril. Entre os preços livres, as principais pressões seguirão decorrendo da elevação dos preços dos alimentos, particularmente carnes e laticínios, pelos efeitos do início da entressafra. No atacado, além das mesmas pressões dos preços de animais e derivados nos preços agrícolas, espera-se continuidade da desaceleração nos preços industriais, com exceção dos combustíveis.

### **Avaliação prospectiva das tendências da inflação**

10. 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) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. Igualmente, não houve alteração nas projeções para o reajuste de gás de botijão, permanecendo em 6,9% para 2004 como um todo;

b) em relação às tarifas de energia elétrica residencial, manteve-se a projeção do mês anterior, de 11% no acumulado para 2004. Já no caso das tarifas de telefonia fixa, as previsões foram revistas para baixo em 0,6 p.p., estando agora em 6,1% para 2004 como um todo;

c) para o total dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,6% no IPCA de maio, projeta-se aumento de 7,7% ao longo do ano, mesmo valor considerado na reunião anterior;

d) a projeção dos reajustes do conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, cuja especificação considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), foi mantida em 6,0%;

e) a trajetória projetada para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR, que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 39 p.b.

no segundo trimestre de 2004 e aumenta a partir daí até atingir 60 p.b. no final de 2005.

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

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$3,10), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e abaixo da meta de 4,5% para 2005. De acordo com o cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da Reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta tanto para 2004 quanto para 2005.

### **Implementação da política monetária**

13. A inflação medida pelo IPCA, de 0,51% em maio, foi superior à de abril, embora tenha se situado dentro do esperado pelos analistas. Como nos meses anteriores, a pressão maior foi dos preços livres, que aumentaram 0,57%, enquanto os monitorados aumentaram 0,35%. Entre os preços livres, maio foi o segundo mês em que os itens comercializáveis tiveram aumento maior do que os não comercializáveis, depois de cinco meses em que a maior pressão viera dos itens não comercializáveis. Um fator atípico observado em maio foi o comportamento desfavorável dos preços dos alimentos no domicílio. Outros índices de preços ao consumidor de abrangência nacional registraram valores elevados para maio, como é o caso do Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), que passou de 0,31% em abril para 0,71% em maio. Os índices gerais de preços continuam apresentando variação superior aos índices de preços ao consumidor, tanto no acumulado no ano como em doze meses. O IGP-DI apresentou variação de 1,46% em maio, acumulando um aumento de 5,54% no ano e 7,97% em doze meses. O IPA continua a

apontar reajustes elevados, de 1,71% em maio, mas dessa vez a pressão maior teve como fonte o IPA de produtos agrícolas, que cresceu 2,71%, enquanto que o IPA de produtos industriais, com variação de 1,32%, apresentou desaceleração em relação a abril. O repasse para os preços ao consumidor, entretanto, ainda está abaixo do usualmente verificado. O crescimento do IPA-industrial tende a arrefecer com o comportamento recentemente observado dos preços das *commodities*. O reajuste dos preços agrícolas, entretanto, está bem acima do normalmente verificado nesta época do ano, representando uma fonte importante de pressão para a inflação no curto prazo.

14. As medidas de núcleo para o IPCA apresentaram relativa estabilidade em relação a abril. Os núcleos calculados pelo método das médias aparadas, com e sem suavização de itens preestabelecidos, foram de 0,59% e 0,43%, respectivamente, próximos, portanto, dos valores de 0,57% e 0,45% de abril. O núcleo calculado por exclusão de alimentos no domicílio e de itens administrados ainda teve um valor elevado, 0,70% em maio, próximo do valor de 0,72% em abril. No acumulado do ano, os núcleos calculados pelo método das médias aparadas continuam a situar-se ao redor do índice cheio (os núcleos com suavização e sem suavização foram de 3,19% e 2,46%, respectivamente), diferentemente do núcleo por exclusão, que se situou em 3,97%.

15. Os recentes indicadores de atividade econômica confirmam, de forma inequívoca, a continuidade do processo de recuperação da economia iniciado no segundo semestre de 2003. Desde o ano passado, o Copom tem ressaltado essa retomada da atividade, cujos números positivos abrangem, entre outros, indústria, agricultura, comércio, emprego e crédito, com perspectiva de continuidade reforçada por indicadores antecedentes. A trajetória de recuperação foi confirmada pelo comportamento do PIB no primeiro trimestre do ano. Em relação ao trimestre anterior, o primeiro trimestre de 2004 apresentou um crescimento de 1,6% (dados dessazonalizados), confirmando assim a trajetória de recuperação indicada pelo crescimento verificado no segundo semestre de 2003. Comparado com o mesmo período do ano anterior, o resultado observado no primeiro trimestre de 2004 representa um crescimento de 2,7%. Esse resultado reforça a

convicção de que se atingirá o crescimento projetado de 3,5% para 2004. Para que essa taxa de crescimento seja alcançada, basta que o PIB, ao longo do segundo, terceiro e quarto trimestres, cresça em média 0,5% em termos dessazonalizados em relação ao trimestre anterior. Em um cenário extremo e irrealista à luz dos indicadores de atividade observados recentemente, em que o nível do PIB real dessazonalizado permanecesse estável nos próximos três trimestres, a taxa de crescimento em 2004 já alcançaria 2,8%.

16. Os patamares mais elevados da produção industrial observados em março consolidaram-se em abril, e as perspectivas de crescimento permanecem favoráveis, como evidenciado pelo comportamento das vendas industriais. A produção industrial em abril cresceu 0,1% em relação a março (dados dessazonalizados), acumulando aumento de 6,1% no primeiro quadrimestre em relação ao mesmo período do ano passado. Os setores que mais se expandiram no primeiro quadrimestre em comparação com igual período de 2003 foram os de bens de capital (21,4%) e de bens de consumo duráveis (21,1%). As vendas industriais reais, medidas pela CNI, aumentaram 3,7% em abril na comparação com março (dados dessazonalizados pelo Banco Central), confirmando a trajetória de crescimento iniciada em julho de 2003 e apontando para a continuidade da retomada da produção industrial.

17. O comportamento das vendas no varejo manteve ritmo forte de expansão. O volume de vendas no comércio varejista no Brasil, medido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), não somente se recuperou da queda verificada no primeiro semestre de 2003, como atingiu em abril o nível mais alto da série, que começou a ser estimada em janeiro de 2000 (dados dessazonalizados pelo Bacen). As vendas em abril cresceram 1,8% em relação a março, o que contribuiu para um aumento de 5,4% nos últimos seis meses em relação ao seis meses anteriores. O Índice de Intenções do Consumidor (IIC) da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) teve uma queda em junho, mas na média do primeiro semestre está 6,8% acima do valor observado no mesmo período de 2003. As operações de crédito seguem em expansão. Apesar da queda na concessão de operações de crédito com recursos livres em maio, o saldo dessas operações, tanto para pessoas físicas

como jurídicas, aumentou novamente. Vários outros indicadores antecedentes ou coincidentes, como, por exemplo, a expedição de papelão ondulado, que aumentou 8,4% nos cinco primeiros meses do ano em relação ao mesmo período de 2003, reforçam ainda mais a avaliação de continuidade da recuperação econômica.

18. Em que pese o importante papel que as exportações têm desempenhado para a atividade, reflexo natural do substancial ajuste por que passaram as contas externas brasileiras, a demanda interna tem aumentado sua importância relativa como fonte de sustentação do crescimento. Essa importância tende a se consolidar à medida que a recuperação em curso do nível de emprego e da massa salarial se reflita em aumento de consumo. O emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) e da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), teve pequena elevação em abril (dados dessazonalizados pelo Bacen). A massa salarial real apresentou pequena queda em abril, mas a tendência continua a ser de crescimento. O crescimento do emprego ainda não se reflete na taxa de desemprego divulgada pelo IBGE por três motivos. Primeiro, esta época do ano é normalmente caracterizada por um aumento sazonal da taxa de desemprego, independentemente do estado do ciclo econômico. Segundo, a própria recuperação econômica está fazendo com que pessoas que há um certo tempo não procuravam mais emprego passem a fazê-lo. Isso aumenta a população economicamente ativa e, como o crescimento da contratação ainda não foi suficiente para absorver essas pessoas, a taxa de desemprego tende a aumentar. Finalmente, a taxa de desemprego é calculada nas regiões metropolitanas, mas o aumento do emprego tem sido mais forte fora dessas regiões. Segundo dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), o nível de emprego formal no primeiro quadrimestre do ano, em comparação com o mesmo período do ano anterior, cresceu 3,2% nas regiões metropolitanas, mas 3,8% no interior dos estados.

19. As contas externas brasileiras continuam apresentando resultados positivos bastante expressivos. O saldo da balança comercial em maio foi de US\$3,1 bilhões, recorde histórico, mesmo com aumento significativo das importações (média diária

25,1% superior à do mesmo mês do ano passado, taxa de variação semelhante à das médias das exportações). Esse desempenho abre espaço para a reconsideração do valor previsto para 2004, de US\$24 bilhões para US\$26 bilhões. O saldo de transações correntes continua positivo, acumulando no ano até maio um superávit de US\$2,4 bilhões, valor bem próximo da estimativa para o superávit do ano como um todo.

20. O cenário externo se estabilizou em alguma medida desde a reunião de maio, mas persiste ainda um ambiente de volatilidade elevada. Embora as tensões no mercado de petróleo tenham se reduzido, ainda há incertezas em função do comportamento esperado para a taxa básica de juros norte-americana nos próximos meses. A taxa de câmbio se manteve um pouco acima de R\$3,10, mas com a volatilidade de 21 dias nos valores mais altos desde maio do ano passado. O risco-Brasil medido pelo Embi+ do JP Morgan passou de 728 p.b. no período imediatamente anterior à reunião de maio para cerca de 670 p.b. nas vésperas da reunião de junho. É importante ressaltar, mais uma vez, que a instabilidade verificada recentemente está longe de se configurar como um quadro de crise, ainda mais quando se levam em conta o provável caráter passageiro de seus determinantes principais e a solidez dos fundamentos da economia brasileira.

21. Desde a reunião de maio do Copom, o preço do petróleo caiu cerca de 11%, dadas as promessas de aumento de oferta por parte da Opep. O aumento do preço da gasolina anunciado pela Petrobrás em 15 de junho, de 10,8% na refinaria, ficou dentro do esperado pelo Copom e cobriu parte considerável da defasagem do preço interno em relação ao externo.

22. A dinâmica da mediana das expectativas de inflação coletadas pela Gerin mereceu atenção especial dos membros do Comitê. A deterioração observada nas expectativas desde a reunião de maio não se circunscreveu ao ano de 2004 (de 6,22% para 6,71%), mas atingiu também as projeções para horizontes mais longos: para os próximos doze meses, as expectativas passaram de 5,67% para 6,03%; e, para 2005, cujas expectativas estavam ancoradas ao redor de 5%, subiram para 5,44%. Em um contexto de choques transitórios à trajetória da inflação, seria razoável observar uma deterioração mais concentrada

em horizontes mais curtos, nos quais se concentram os efeitos de primeira ordem dos choques e para os quais, em todo caso, é menor a efetividade da reação da política monetária. No entender dos membros do Copom, a magnitude da deterioração observada ao mesmo tempo para horizontes mais longos não é compatível com a noção de que, na presença de eventuais choques de oferta de caráter mais permanente, a política monetária não acomodará em hipótese alguma os possíveis efeitos secundários de tais choques. Tal deterioração tampouco encontra respaldo nas projeções de inflação dos diferentes modelos utilizados pelo Comitê, mesmo que essas projeções incorporem cenários particularmente desfavoráveis para a evolução dos determinantes principais dos choques recentes.

23. Desde a reunião de abril, o Copom tem considerado, no conjunto dos instrumentos utilizados para auxiliar as decisões de política monetária, projeções de inflação baseadas em um cenário que supõe menor grau de persistência da inflação do primeiro trimestre, em conformidade com o padrão observado nos últimos anos de um alívio sazonal na inflação dos preços livres no segundo e no terceiro trimestres. Em virtude de já serem conhecidas as taxas de inflação dos dois primeiros meses do segundo trimestre e do aumento atipicamente elevado dos preços livres em maio, o Copom considerou com maior ênfase as projeções construídas sem a hipótese de baixa persistência. O cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa Selic em 16% a.a. e da taxa de câmbio em R\$3,10 ao longo do horizonte de projeção, aponta para uma inflação superior à meta de 5,5% em 2004 e abaixo da meta de 4,5% em 2005. De acordo com o cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, as projeções de inflação do Banco Central do Brasil situam-se acima das metas para 2004 e para 2005. Comparativamente a maio, houve pequeno aumento das projeções para 2004 em ambos os cenários, devido fundamentalmente à elevação das expectativas de inflação para 2004 e 2005.

24. Como na reunião anterior, o Copom considerou ainda as projeções de inflação para o período de doze meses correspondente ao segundo semestre de 2004 e ao primeiro semestre de 2005. Trata-se, conforme

mencionado nas Notas daquela reunião, de um horizonte cujos resultados serão mais sensíveis às decisões de política monetária tomadas ao longo dos próximos meses do que os do ano-calendário de 2004, sendo ao mesmo tempo um horizonte coberto por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis, com tanta antecedência, para o ano-calendário de 2005. A inflação projetada para esse período de doze meses, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, situa-se no intervalo compreendido entre as metas centrais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os anos-calendário de 2004 e 2005.

25. No regime de metas para a inflação, a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O atual contexto de dúvidas em relação à evolução do cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando a coordenação de expectativas dos agentes privados. A alta da inflação no curto prazo, decorrente de fatores sazonais ou da volatilidade dos preços de ativos financeiros, não deve contaminar a expectativa dos agentes para horizontes mais longos. Tal como na reunião de maio, os membros do Copom avaliam que as perspectivas macroeconômicas para o médio prazo continuam favoráveis, mas consideram que, no curto prazo, o comportamento das expectativas de inflação passou a constituir fonte de risco relativamente mais importante que no mês passado.

26. Mesmo em cenários mais adversos, o Copom continua otimista em relação à manutenção do crescimento econômico com estabilidade de preços. Na hipótese das variáveis externas relevantes continuarem pressionadas por um período maior de tempo, a flexibilidade inerente ao sistema de metas para a inflação poderá absorver de maneira judiciosa os choques primários associados a essa pressão. Mas será muito importante que a política monetária combata os efeitos de segunda ordem desses choques, de forma a garantir que o crescimento da atividade continue contando com a sustentação proporcionada pela recuperação progressiva dos



rendimentos reais, que só poderá se verificar num ambiente de estabilidade de preços no médio prazo.

27. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a meta para a taxa Selic em 16,0% a.a, sem viés

28. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 21 de julho de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

## **Sumário dos Dados Analisados pelo Copom**

### **Atividade econômica**

29. O movimento do comércio varejista continuou em expansão em abril, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, de abrangência nacional. O volume de vendas aumentou 9,9%, e a receita nominal cresceu 9,2%, em relação aos valores verificados em abril de 2003. No acumulado do ano, até abril, comparativamente ao mesmo período de 2003, as taxas de crescimento do setor atingiram 8% e 9,6%, respectivamente, para o volume de vendas e para a receita nominal.

30. O cadastro da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) mostrou que, em maio, houve recuo de 0,5% nas consultas para compras a crédito e elevação de 2,2% no sistema Usecheque, em comparação com o observado no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até maio, esses mesmos indicadores revelaram expansões respectivas de 7% e 1%.

31. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou queda no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em junho, após a acentuada elevação observada no mês anterior. O ICC recuou 9,1% em relação ao mês anterior, atingindo 113,1 pontos, resultado das diminuições de 18% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 5% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). Ressalte-se que, mesmo com a queda no mês, o indicador permanece em patamar que indica otimismo por parte dos consumidores.

32. A produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil acumulou, no primeiro

quadrimestre de 2004, crescimentos respectivos de 21,5% e 1,6%, em relação ao mesmo período de 2003, evidenciando a continuidade da recuperação dos investimentos iniciada no segundo semestre de 2003. A absorção doméstica de bens de capital aumentou 9,3% no mesmo período, apesar da expansão de 50,5% nas exportações desses bens, principalmente máquinas agrícolas. Os desembolsos do sistema BNDES expandiram-se 59% no período de janeiro a maio de 2004, em relação ao observado em igual período do ano passado. Os desembolsos para o setor industrial, representando cerca de 46% do total, aumentaram 55,5%; os dirigidos aos setores comércio e serviços cresceram 43,5%; e os direcionados ao setor agropecuário, 121,8%.

33. Em relação à produção industrial brasileira, a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, relativa a abril de 2004, indicou expansão de 0,1% da atividade fabril relativamente à de março, na série dessazonalizada, com acréscimos de 1% na produção extrativa mineral e de 0,3% na indústria de transformação. A análise por atividades revelou crescimento mensal em 13 dos 23 setores pesquisados e passíveis de ajuste sazonal, e expansão em todas as categorias de uso. A produção industrial no primeiro quadrimestre de 2004 aumentou 6,1% comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão em 21 setores e em todas as categorias de uso. Ressalte-se a recuperação da produção de bens de consumo semi e não duráveis, ainda que discreta, em linha com a melhora gradual das condições do mercado de trabalho.

34. As estatísticas da Confederação Nacional da Indústria (CNI) sobre o desempenho da indústria de transformação em abril, comparativamente às do mês anterior, mostraram acréscimos de 3,7% nas vendas reais e de 1,9% nas horas trabalhadas na produção, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices do primeiro quadrimestre de 2003, os acréscimos foram de 13,6% nas vendas reais e de 2,8% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada recuou 0,1% em abril, relativamente ao de março, conforme os índices ajustados sazonalmente, mas cresceu 1,3% no ano, até abril, comparativamente ao mesmo período de 2003. Os dados da CNI ratificam a recuperação da atividade industrial e apontam, diante do crescimento

robusto das vendas, para continuidade desse comportamento.

35. No segmento automobilístico, a produção de 177 mil unidades, em maio, representou expansão de 3,9% comparativamente à verificada em abril de 2004, na série dessazonalizada, e acréscimo de 7,7% em relação à quantidade produzida em maio de 2003. No ano, até maio, a produção cresceu 12,1%; as vendas internas, 18,7%; e as exportações, 4,2%, em relação ao observado no mesmo período do ano passado.

### **Mercado de trabalho**

36. O índice de emprego formal, dessazonalizado, aumentou 0,4% em abril, comparativamente ao de março, e 3,9% ante o de abril de 2003, de acordo com informações do MTE. No ano, até abril, houve expansão de 2,3% no emprego formal, em relação ao nível de dezembro de 2003. Os dados do MTE mostram que o crescimento das contratações tem sido maior nas regiões do interior do que nas regiões metropolitanas. O crescimento do emprego no país, nos quatro primeiros meses de 2004, atingiu 2,7% no interior e 1,9% nas regiões metropolitanas, na comparação com dezembro do ano anterior.

37. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação medida pelo IBGE, nas seis principais regiões metropolitanas do país, subiu para 13,1% da População Economicamente Ativa (PEA) em abril, apesar do aumento de 0,7% no número de pessoas ocupadas, de março para abril. Esse fato reforça a avaliação de que, com a percepção de melhora no mercado de trabalho, diminui o desalento entre os trabalhadores. Em abril, a PEA cresceu 1% e o número de desocupados, 3,2%. A mesma pesquisa do IBGE registrou que o rendimento médio real (deflacionado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC) habitualmente recebido pelas pessoas ocupadas em abril foi 0,7% inferior ao percebido no mês anterior.

38. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real ficaram praticamente estáveis em abril, com variações de 0,09% e de -0,02%, respectivamente, ante os valores do mês anterior. Nos primeiros cinco meses de 2004, em relação ao mesmo

período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 7,1% e o pessoal empregado, 0,4%.

### **Crédito e inadimplência**

39. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 3,6% em maio, confirmando a retomada do crescimento do crédito. Os saldos das carteiras destinadas a pessoas jurídicas cresceram 2,3% e 7,6%, respectivamente, nas modalidades com recursos internos e externos, enquanto nas operações com pessoas físicas observou-se expansão de 2,5%.

40. A taxa média de juros relativa às operações com recursos livres registrou recuo de 0,5 p.p. em maio, alcançando 44,2% a.a. O resultado decorreu do recuo de 0,9 p.p. na taxa média das operações com pessoas físicas, que passou para 62,4% a.a., enquanto nas operações com pessoas jurídicas observou-se ligeiro acréscimo, de 0,1 p.p., ao atingir 30% a.a. O recuo na taxa média das operações com pessoas físicas refletiu o aumento da participação das operações de crédito pessoal, especialmente aquelas em consignação em folha de pagamento, que têm custo relativamente mais baixo para os tomadores.

41. Em relação à inadimplência no comércio, em maio, observou-se aumento de 11,6% no número de registros cancelados e estabilidade no número de novos registros negativos, comparativamente aos do mês anterior. Com isso, a taxa líquida de inadimplência calculada pela ACSP recuou de 6,4% em abril para 5,1% em maio; na média dos cinco primeiros meses de 2004, ficou em 6%, abaixo, portanto, dos 6,5% registrados no mesmo período de 2003.

### **Ambiente externo**

42. A expansão da economia mundial continua em processo de consolidação, a despeito dos temores de novos ataques terroristas. O crescimento do PIB japonês, nos dois últimos trimestres, foi revisto para cima, enquanto outros indicadores vão confirmando a recuperação da maior economia asiática, impulsionada principalmente pelo vigoroso comércio regional. A recuperação prossegue em ritmo lento na Europa, enquanto nos EUA a expansão da



economia é confirmada pelos indicadores mais recentes, em particular os relativos ao mercado de trabalho, que indicaram, em maio, estabilidade da taxa de desemprego e razoável ritmo de criação de novos postos de trabalho.

43. Começam a surgir os primeiros sinais de pressões inflacionárias nas principais economias. O Banco da Inglaterra elevou a taxa básica de juros em 0,25 p.p. pelo segundo mês consecutivo, situando-a em 4,5% a.a. Nos EUA, os preços estão se elevando de forma controlada, refletindo com mais intensidade os impactos do aumento nos preços da energia. Na China, o índice de preços ao consumidor registrou nova alta, em maio, atingindo 4,4% em relação ao mesmo mês de 2003, aumentando a preocupação das autoridades com os efeitos do vigoroso crescimento da economia sobre o nível de preços.

44. A volatilidade nos mercados diminuiu nas últimas semanas, mas continuaram intensos os ajustes nas cotações, em movimento de antecipação aos efeitos da esperada elevação nas taxas de juros de curto prazo nos EUA e das medidas adotadas pelo governo chinês para reduzir o ritmo de crescimento da economia. O mercado de títulos das economias emergentes estabilizou-se, propiciando uma ligeira recuperação nas taxas de câmbio em relação ao dólar e nas bolsas de valores. Nos mercados cambiais, o dólar continuou se apreciando frente às demais moedas fortes, refletindo a expectativa de novos realinhamentos nas taxas de juros, a despeito da continuidade dos elevados déficits fiscal e comercial da economia norte-americana.

45. Os preços das principais *commodities* recuaram em maio, mas a tendência de alta que prevaleceu até o final de março faz com que os preços ainda se mantenham acima da cotação média histórica. No caso do petróleo, a pressão nos preços continuou até o início de junho, refletindo o aumento das tensões no Oriente Médio, juntamente com a grande demanda mundial. Para ajudar a conter a escalada das cotações, a Organização dos Países Produtores de Petróleo (Opep) decidiu ampliar a cota de produção em 2 milhões de barris por dia, a partir de 1º de julho, com a possibilidade de oferta suplementar de 500 mil barris a partir de agosto.

## **Comércio exterior e balanço de pagamentos**

46. A balança comercial registrou superávit de US\$3,1 bilhões em maio, enquanto a corrente de comércio atingiu US\$12,8 bilhões. As exportações cresceram 24,6% e as importações, 25,1%, comparativamente às médias diárias registradas em maio de 2003. Em junho, até a segunda semana (oito dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão, com o saldo comercial totalizando US\$1,3 bilhão. As exportações cresceram 44,9% e as importações, 48,6%, comparativamente aos valores médios diários observados em junho de 2003.

47. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,4 bilhão em maio, acumulando, no ano, US\$2,4 bilhões. Nesse período, a balança comercial apresentou superávit de US\$11,2 bilhões e as transferências unilaterais correntes, resultado positivo de US\$1,3 bilhão, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$10,2 bilhões. Em maio, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos somou US\$207 milhões, acumulando US\$3,3 bilhões no ano, valor equivalente ao registrado em igual período de 2003. Nos cinco primeiros meses do ano, a taxa de rolagem dos créditos ao setor privado foi ligeiramente inferior a 100%. Ao final de maio, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$50,5 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, conceito constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,2 bilhões.

## **Mercado monetário e operações de mercado aberto**

48. Ao longo das últimas semanas, as taxas de juros futuros continuaram a apresentar volatilidade, em função do cenário externo e do reposicionamento do mercado em ativos prefixados. Não obstante, em 16 de junho, situavam-se em níveis próximos aos observados por ocasião da reunião do Copom de maio. As taxas de três meses e de seis meses subiram 0,21 p.p. e 0,11 p.p., respectivamente, influenciadas pela revisão das expectativas de inflação. Já a taxa de um ano reduziu-se em 0,16 p.p. e a de dois anos, em 0,62 p.p., movimento que se iniciou após a divulgação das Notas da reunião de maio do Copom e do PIB do primeiro trimestre, e se consolidou com a maior estabilidade das cotações das

*treasuries* norte-americanas e com a queda do preço do petróleo e do risco-país. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, caiu para 11,2%.

49. Pela primeira vez no ano, o Banco Central realizou leilão para a rolagem de títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 17 de junho. Nesse evento, foram contratados US\$326,6 milhões (33,2% do principal vincendo) em *swaps* com prazos de 7 e de 19 meses. O resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, chegará a US\$18,4 bilhões ao final deste mês.

50. Em razão da volatilidade do mercado, o Tesouro Nacional não efetuou, no período, seus tradicionais leilões de venda de LTN. Contudo, em 20 e 21 de maio, tendo como objetivo dar liquidez a esses títulos em um momento de maior oscilação de preços, efetuou leilões de compra e de venda simultâneos, que resultaram, liquidamente, na recompra de R\$374 milhões em LTN. No caso das LFT, foram realizados três leilões de venda, com a colocação de R\$9,9 bilhões em títulos de vencimento em 2005, 2006 e 2007. A venda de títulos com rentabilidade atrelada a

índices de preços (NTN-C e NTN-B) alcançou R\$2,4 bilhões, sendo R\$1,4 bilhão liquidados em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos do Tesouro Nacional.

51. O Banco Central manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas, com prazo de duas semanas; e prefixadas, com prazo de três meses, assim como suas operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. Atuou, ainda, em treze outras oportunidades, tomando recursos por meio de operações compromissadas com prazo de 1 a 4 dias úteis. Devido ao resgate líquido de títulos, o excesso médio de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo inferior a um mês alcançou R\$59,4 bilhões, e, pelas de prazo de três meses, R\$23,5 bilhões.

52. Em maio, a dívida pública mobiliária interna reduziu-se em R\$19,3 bilhões, em consequência do resgate líquido de R\$31,1 bilhões de LFT. Apesar da depreciação da taxa de câmbio, a parcela da dívida exposta à variação cambial elevou-se em apenas 0,3 p.p., para 16,6%, contribuindo, para isso, o resgate líquido de R\$11,0 bilhões em títulos e *swaps* cambiais realizado no mês.

## Notas da 98ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 20 e 21/7/2004

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (20/7) e do 20º andar (21/7) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h45 (20/7) e 16h (21/7)

**Horário de término:** 19h (20/7) e 18h15 (21/7)

**Presentes:**

**Membros do Copom**

Henrique de Campos Meirelles – Presidente  
Afonso Sant’Anna Bevilaqua  
Alexandre Schwartzman  
Antonio Gustavo Matos do Vale

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyola  
João Antônio Fleury Teixeira  
Luiz Augusto de Oliveira Candiota  
Paulo Sérgio Cavalheiro  
Sérgio Darcy da Silva Alves

**Chefes de Departamento (todos presentes no dia 20)**

Altamir Lopes – Departamento Econômico  
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais  
José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores  
José Antônio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 21)  
Sergio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

#### **Demais participantes (presentes no dia 20)**

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria  
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria  
Helio José Ferreira – Secretário-Executivo da Diretoria  
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa  
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

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

### **Evolução Recente da Inflação**

1. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) subiu 0,71% em junho, ante 0,51% em maio, acumulando 3,48% no primeiro semestre do ano e 6,06% em doze meses. A aceleração na variação mensal do IPCA refletiu, principalmente, o impacto da elevação dos preços dos combustíveis, juntamente com a continuidade da alta dos preços dos alimentos.

2. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,29% em junho, ante 1,46% em maio, acumulando variação de 6,9% no primeiro semestre de 2004. A desaceleração do IGP-DI em junho decorreu de comportamento similar dos preços no atacado e do custo da construção civil, enquanto no âmbito dos preços ao consumidor observou-se ligeira elevação na variação mensal. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) aumentou 0,78% e o Índice Nacional do Custo da Construção (INCC), 0,7%, ante 0,71% e 1,83%, respectivamente, no mês anterior. O Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), variou 1,57% no mês e 8,38% no acumulado do ano, até junho. Relativamente ao IGP-DI e ao IPA-DI, os resultados acumulados em períodos de doze meses mostraram elevação em junho, atingindo 10,13% e 11,76%, respectivamente.

3. Para a elevação mensal de 0,71% do IPCA, a principal contribuição individual adveio da gasolina,

com 0,14 p.p., refletindo o repasse do reajuste de 10,8% ocorrido nas distribuidoras, em 15 de junho, e a elevação dos preços do álcool combustível. Para o consumidor, o álcool subiu 11,35%, conseqüência da recuperação da cotação da cana-de-açúcar, após as fortes baixas observadas no período de fevereiro a abril. Os gastos com o grupo transportes subiram 1,58% no mês, contribuindo com 0,33 p.p. para a variação mensal do IPCA.

4. As despesas com alimentos subiram 0,72% em junho e responderam por 0,17 p.p. da variação do IPCA nesse mês. Problemas climáticos afetaram a oferta de produtos como cebola, tomate e hortaliças, enquanto o período da entressafra foi responsável pelos impactos nos preços do leite *in natura* e de seus derivados, como queijos, iogurte e leite em pó.

5. O conjunto dos preços livres aumentou 0,58%, ante 0,57% no mês anterior, contribuindo com 0,42 p.p. para a variação mensal do IPCA, enquanto a elevação de 1,03% nos preços monitorados respondeu por 0,29 p.p. A relativa estabilidade da taxa de variação do conjunto dos preços livres decorreu da desaceleração dos preços dos itens não alimentícios, que amorteceu os efeitos da aceleração do aumento nos preços dos alimentos. Em relação aos preços monitorados, além dos efeitos das elevações nos preços da gasolina e do álcool combustível, destacaram-se, também, os aumentos nas tarifas de ônibus urbanos e interestaduais.

6. No atacado, o IPA teve variação menor em junho, 1,57%, ante 1,71% no mês anterior, acompanhando o movimento dos preços agrícolas. O IPA-agrícola aumentou 0,52%, após alta de 2,71% em maio, desaceleração que decorreu de declínios nos preços dos cereais, das lavouras para exportação e das raízes e tubérculos, enquanto os preços de animais e derivados e de oleaginosas mostraram aceleração. Já a variação dos preços industriais no atacado passou de 1,32% em maio para 1,97% em junho, principalmente pelo impacto das elevações nos preços dos combustíveis e dos fertilizantes, que provocaram alta de 5,37% no gênero química, ante 1,72% em maio. Entre os demais gêneros industriais, observou-se certo equilíbrio entre acelerações e desacelerações nas variações dos preços, sempre de pequena magnitude, destacando-se a continuidade da tendência de menores variações mensais em ferro,

ação e derivados, metais não ferrosos, máquinas agrícolas, motores e geradores elétricos, entre outros.

7. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados foi de 0,53% em junho, ante 0,7% no mês anterior, acumulando 7,17% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPCA calculado pelo método das médias aparadas, com suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,59% em maio para 0,6% em junho, totalizando 8,16% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização, alcançou em junho 0,48% no mês e 5,56% em doze meses, ante 0,43% e 5,46%, respectivamente, em maio.

9. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, mostrou variação de 0,5% em junho, ante 0,57% em maio, com alta de 6,39% nos últimos doze meses.

10. Em julho, os índices de preços ao consumidor deverão ser influenciados pelos aumentos nos preços monitorados, particularmente energia elétrica residencial, álcool e gasolina, ônibus urbano no Rio de Janeiro e telefonia fixa. Entre os preços livres, no item alimentação espera-se a continuidade da alta nos preços de carnes e laticínios, pelo efeito da entressafra, e, por razões sazonais, em função das férias escolares, elevação de preços no item recreação. No atacado, espera-se a continuidade das pressões dos preços de animais e derivados, entre os preços agrícolas, e dos combustíveis e fertilizantes, nos preços industriais, movimento que deve ser parcialmente amortecido pela desaceleração dos demais preços industriais.

### **Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação**

11. 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) a projeção para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foi mantida em 9,5%. Em

relação à última reunião, a projeção para aumentos do preço do gás de botijão sofreu pequena redução, passando de 6,9% para 6,8% no acumulado para 2004;

b) quanto às tarifas de energia elétrica residencial, houve aumento de 0,6 p.p. na projeção, que está agora em 11,6% para 2004 como um todo. No caso das tarifas de telefonia fixa, em virtude do aumento anunciado recentemente para repor o diferencial entre o IGP-DI e o IPCA, a previsão foi revista para cima, estando agora em 12,8%;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,6% no IPCA de junho, projeta-se aumento de 8,3% ao longo de 2004, 0,6 p.p. maior do que o projetado na reunião anterior;

d) a projeção dos reajustes do conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, cuja especificação considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), foi mantida em 6,0%;

e) a trajetória projetada para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 51 p.b. no terceiro trimestre de 2004 e aumenta a partir daí, até atingir 58 p.b. no final de 2005.

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

13. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$3,00), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e ligeiramente acima da meta de 4,5% para 2005. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom,



de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta para o ano corrente e acima da meta para 2005.

### **Implementação da Política Monetária**

14. A inflação dos preços livres em junho foi a mais alta para esse mês nos últimos anos. Entre os meses de fevereiro e maio, os preços livres tiveram aumentos sistematicamente maiores que os preços monitorados, acumulando, no período, um aumento de 2,42%, contra 0,86% dos monitorados. Em junho, além dos preços livres (aumento de 0,58%), os preços monitorados também passaram a pressionar a inflação, com um aumento de 1,03%, impulsionado pelos reajustes do preço da gasolina, resultando em uma inflação de 0,71% para o IPCA. No primeiro semestre de 2004, os preços livres acumularam um aumento de 3,77%, o que equivale, em termos anualizados, a uma inflação de 7,69%. Outros índices de preços ao consumidor de abrangência nacional registraram valores elevados nos dois últimos meses, como é o caso do Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI) (aumentos de 0,71% e 0,78% em maio e junho, respectivamente). O IPA tem registrado sistematicamente aumentos elevados durante o ano, puxado principalmente pelo IPA de produtos industriais, que acumulou um aumento de 9,96% no primeiro semestre.

15. Os núcleos de inflação calculados pelo método das médias aparadas têm se situado em valores relativamente estáveis nos últimos meses, mas em patamares incompatíveis com as metas de inflação de médio prazo. No primeiro semestre do ano, os núcleos com e sem suavização foram de 3,79% e 2,96%, respectivamente, equivalendo, em valores anualizados, a 7,72% e 6,00%. Tendo em vista que os preços livres foram os que mais pressionaram a inflação no primeiro semestre, o núcleo de inflação calculado por exclusão de alimentos no domicílio e de itens administrados situou-se em 4,52%, superior ao aumento de 3,48% no IPCA no período, e correspondente a 9,24% em termos anualizados.

16. A atividade econômica tem mostrado um vigor significativo, continuando a exibir na margem um

ritmo superior às estimativas de crescimento feitas no fim do ano passado. Em termos prospectivos, diversos indicadores antecedentes e coincidentes apontam para a continuidade da expansão. Por exemplo, a expedição de papel ondulado continua na sua trajetória de crescimento desde meados de 2003, crescendo 1,5% em junho em comparação com maio (dados da Associação Brasileira do Papel Ondulado – ABPO, dessazonalizados pelo Banco Central).

17. Em maio, a produção industrial atingiu o maior nível da história, superando mesmo o recorde atingido em novembro último. A produção cresceu 2,2% em relação a abril (dados dessazonalizados) e 7,8% em relação a maio de 2003, no oitavo mês consecutivo de crescimento em relação ao mesmo mês do ano anterior. No acumulado do ano (janeiro-maio), a atividade industrial apresentou um crescimento de 6,5% na comparação com o mesmo período do ano anterior. As vendas industriais reais também atingiram o mais alto nível desde que a série começou a ser calculada (dezembro de 1991), crescendo 3,0% em maio em comparação com abril (dados da Confederação Nacional da Indústria – CNI, dessazonalizados pelo Banco Central).

18. As vendas no comércio mantiveram a trajetória de crescimento iniciada em meados de 2003. Da mesma forma que na indústria, o volume de vendas no comércio varejista no Brasil (medido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE) tem alcançado níveis recordes. Depois de atingirem em abril o maior nível da série (que começou a ser calculada em janeiro de 2000), as vendas ainda cresceram 0,7% em maio em relação ao mês anterior (dados dessazonalizados pelo Banco Central), representando um aumento de 10,0% na comparação com maio do ano passado. Vale dizer, o crescimento das vendas – tanto na margem como na comparação com igual período do ano anterior – já atinge praticamente todos os setores do varejo, não apenas aqueles mais sensíveis às condições de crédito, mas também os que respondem à evolução do rendimento real. O Índice de Intenções do Consumidor (IIC) da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) apresentou uma elevação de 4,9% em julho em relação a junho, situando-se em patamares elevados.

19. A expansão da atividade tem provocado um aumento da utilização média da capacidade instalada na indústria da transformação, que atingiu recentemente níveis recordes para os últimos anos. Usando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a pesquisa trimestral da FGV apresentou um índice de utilização de 81,9% em abril de 2004 (maior nível dos últimos três anos) e a pesquisa mensal da CNI, um índice de 81,8% em maio (segundo maior nível da série calculada desde dezembro de 1991). O crescimento da produção na margem surpreende por não apresentar sinal de arrefecimento em relação ao ritmo acelerado dos últimos meses, indicando a possibilidade de um preenchimento mais rápido da capacidade ociosa ainda existente.

20. Por outro lado, o setor de bens de capital é o setor industrial que tem apresentado o maior crescimento. No acumulado do ano até maio, a produção de bens de capital situou-se 22,5% acima da observada no mesmo período do ano passado. Considerando-se a absorção doméstica de bens de capital, estimada como a produção desses bens acrescida das importações e deduzido o valor destinado a exportações, o crescimento foi de 11,4% no mesmo período. Em um quadro como esse, que combina rápido crescimento da demanda com retomada de investimentos, torna-se mais impreciso o cálculo da distância entre o produto efetivo e potencial – o chamado hiato do produto –, que é crucial para a avaliação de pressões inflacionárias. Conforme ressaltado no “Relatório de Inflação” de junho, há evidência de heterogeneidade entre os níveis de utilização de diferentes setores, sendo então importante a manutenção de um ambiente cada vez mais propício para os investimentos, de modo que haja aumento na capacidade produtiva nos setores cuja utilização de capacidade é maior, e que se preserve a margem para aumento da produção agregada sem pressão sobre os preços.

21. Embora a demanda externa tenha sido relativamente importante para o início da recuperação econômica, a demanda doméstica tem impulsionado cada vez mais o nível de atividade, o que é natural, dado o peso comparativamente pequeno do setor externo no PIB brasileiro, a despeito do forte crescimento dos fluxos de comércio no período recente. Dois fatores têm sido fundamentais para esse processo: a expansão do crédito

e a própria recuperação do emprego e da massa salarial real. Segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, o emprego na indústria da transformação, depois de atingir em fevereiro o maior nível da série desde o fim de 1998, ainda apresentou crescimento contínuo nos três meses seguintes (em maio, o aumento foi de 0,3% em relação a abril). Movimento semelhante tem se verificado com a massa salarial real, que atingiu valores semelhantes aos verificados no primeiro semestre de 2001 (crescimento de 0,2% em maio em relação a abril, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central). Em junho, o nível de emprego formal medido pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu novamente, acumulando um aumento de 3,9% no primeiro semestre de 2004 em comparação com o mesmo período do ano anterior, resultado da criação líquida de mais de 1 milhão de novos postos de trabalho, o registro mais elevado para o primeiro semestre em toda a série.

22. Nas notas da reunião de junho, o Copom destacou razões para que a recuperação econômica em curso se manifestasse com uma certa defasagem na redução da taxa de desemprego medida pelo IBGE, dentre as quais o comportamento sazonal da série, o aumento da população economicamente ativa e a maior expansão do emprego fora das regiões metropolitanas. Em maio, entretanto, esses fatores de defasagem acabaram sendo sobrepujados pelos fatores que apontavam para a redução da taxa de desemprego. A taxa de desemprego caiu de 13,1% em abril para 12,2% em maio, menor que a taxa de 12,8% observada no mesmo mês de 2003. Mesmo isolando a variação oriunda da taxa de participação, que se reduziu em maio, a taxa de desemprego teria caído de qualquer forma.

23. O setor externo da economia brasileira continua apresentando resultados expressivos. O saldo da balança comercial em junho, de US\$3,8 bilhões, foi novo recorde histórico, acumulando-se um saldo de US\$15,0 bilhões no primeiro semestre do ano. Na margem, tanto as exportações quanto as importações têm crescido significativamente. Portanto, mesmo com a economia em franca expansão, a perspectiva continua a ser de saldos comerciais elevados, cuja previsão é de US\$26 bilhões para 2004. O saldo das transações correntes chegou a US\$2,5 bilhões no primeiro semestre de 2004.



24. O cenário externo apresentou melhora desde a última reunião, embora alguma instabilidade tenha permanecido, representada principalmente pela nova alta do preço do petróleo. A pressão sobre a taxa de câmbio e o risco-país reduziu-se entre as duas reuniões. A taxa de câmbio do dólar norte-americano passou de valores em torno de R\$3,16 para R\$3,00, apresentando também uma menor volatilidade, e o *spread* do Embi+ Brasil, calculado pelo JP Morgan, passou de 705 p.b. para 587 p.b. Por outro lado, o preço do petróleo Brent, após apresentar alguma redução em junho, aumentou 12,8% entre as duas últimas reuniões. Em que pese uma maior tranquilidade dos mercados no que se refere à evolução da política monetária norte-americana nas últimas semanas, há que se reconhecer que o cenário ainda não está totalmente cristalizado, de sorte que não se podem descartar novos episódios de volatilidade à frente.

25. O processo de elevação das expectativas de inflação, iniciado em maio, manteve-se em julho, principalmente no que concerne às expectativas para 2004. A mediana dessas expectativas aumentou 0,39 p.p., passando de 6,71% para 7,10%. As expectativas para 2005 tiveram um aumento menor, de 5,44% para 5,50%, enquanto as expectativas para a inflação doze meses à frente passaram de 6,03% para 6,27%.

26. A deterioração das expectativas de inflação, a inflação de junho maior do que o esperado e o aumento das tarifas de telefonia fixa incorporando o resíduo do ano passado fizeram com que, apesar da apreciação da taxa de câmbio, houvesse um aumento das projeções realizadas pelo Copom para a inflação de 2004 e 2005. O cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa Selic em 16% a.a. e da taxa de câmbio em R\$3,00 ao longo do horizonte de projeção, aponta para uma inflação superior à meta de 5,5% para 2004, e ligeiramente superior à meta de 4,5% para 2005. As projeções do Copom baseadas no cenário de mercado, que incorporam as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência – portanto acima das metas de inflação – pois incorporam uma trajetória de redução da taxa de juros e de aumento da taxa de câmbio.

O Copom examinou ainda um cenário híbrido, que incorpora a taxa de câmbio esperada pelo mercado, mas, à semelhança do cenário de referência, supõe a manutenção da taxa Selic em 16% ao ano, e cujas projeções para a inflação se encontram entre os valores gerados pelos dois cenários usuais.

27. Como em reuniões anteriores, o Copom considerou ainda as projeções de inflação para o período de doze meses correspondente ao segundo semestre de 2004 e ao primeiro semestre de 2005. Trata-se, conforme mencionado nas Notas anteriores, de um horizonte cujos resultados são mais sensíveis às decisões de política monetária tomadas ao longo dos próximos meses do que os do ano-calendário de 2004, sendo ao mesmo tempo um horizonte coberto por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis, com tanta antecedência, para o ano-calendário de 2005. A inflação projetada para esse período de doze meses, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, situa-se ligeiramente acima do intervalo compreendido entre as metas centrais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os anos-calendário de 2004 e 2005.

28. Como destacado nas Notas das últimas reuniões, o contexto de dúvidas em relação ao cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação. Esse quadro externo de incerteza apresentou alguma melhora nas últimas semanas. Entretanto, diversos outros fatores fizeram com que as projeções de inflação do Copom se deteriorassem desde a última reunião, a despeito da apreciação cambial. O aumento das expectativas de inflação dos agentes privados, a revisão para cima das projeções das tarifas de telefonia e a aceleração do crescimento da economia levaram a um aumento da inflação esperada pelo Copom.

29. No que se refere à atividade econômica, embora os investimentos estejam em recuperação, permitindo assim que se vislumbre um maior crescimento da capacidade produtiva, os níveis de utilização da capacidade vêm mantendo, na margem, um ritmo acelerado de aumento, atingindo níveis historicamente elevados. A situação, de um lado,

de rápido crescimento da demanda e, de outro, de crescimento dos investimentos, tem gerado uma maior incerteza sobre a capacidade de se expandir a oferta de bens e serviços sem a emergência de pressões inflacionárias. Mesmo se considerando que a política monetária deva ser orientada no sentido de acomodar os efeitos primários de choques de oferta como os observados recentemente, é importante evitar a propagação de efeitos secundários dos aumentos correntes de preços, revertendo a escalada das expectativas inflacionárias, e avaliar com cautela a interação corrente e futura das condições de oferta e de demanda na economia.

30. Os membros do Copom avaliam que a manutenção da taxa de juros básica nos níveis atuais por um período prolongado de tempo deverá permitir a concretização de um cenário benigno para a inflação, com convergência das expectativas de inflação dos agentes privados e da inflação efetivamente ocorrida para a trajetória das metas estabelecidas pelo CMN. No entanto, a autoridade monetária reitera que estará pronta para adotar uma postura mais ativa, caso venha a se consolidar um cenário de divergência entre a inflação projetada e a trajetória das metas, com uma eventual exacerbação dos fatores que levaram ao aumento recente das projeções de inflação para 2004 e 2005.

31. Mesmo com a piora do quadro inflacionário, e o posicionamento da política monetária que ela requer, não há razões para que as expectativas de crescimento econômico sejam revistas. Na verdade, ao combater os efeitos de segunda ordem dos choques observados recentemente, agindo com a cautela recomendada nesse tipo de situação, a política monetária atua no sentido de preservar o crescimento sustentado no médio prazo, promovendo a necessária compatibilização do ritmo de expansão da demanda agregada com a ampliação da capacidade produtiva da economia.

32. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a meta para a taxa Selic em 16,0% a.a, sem viés.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 17 de agosto de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

## Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

### Atividade econômica

34. O movimento do comércio varejista voltou a crescer em maio, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, de abrangência nacional. O volume de vendas e a receita nominal cresceram 10% e 10,3%, respectivamente, com relação ao verificado no mesmo mês de 2003. No acumulado do ano, até maio, comparativamente ao mesmo período de 2003, as taxas de crescimento do setor atingiram 8,5% e 9,8%, respectivamente, para o volume de vendas e para a receita nominal. Destaque-se que, em termos regionais, o crescimento anual no volume de vendas em maio foi generalizado, atingindo todos os estados da Federação, à exceção de Roraima. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual em maio, mantendo-se em destaque o desempenho de móveis e eletrodomésticos, pela magnitude das taxas de crescimento, bem superiores às do agregado.

35. O cadastro da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelou que, em junho, houve acréscimo de 0,2% nas consultas para compras a crédito e recuo de 2,2% no sistema Usecheque, em comparação com o observado no mês anterior, após ajuste sazonal. No primeiro semestre de 2004, esses mesmos indicadores revelaram expansões respectivas de 7% e 1,2%.

36. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou recuperação no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em julho, após a queda observada no mês anterior. O ICC cresceu 0,9% em relação ao do mês anterior, atingindo 118,7 pontos em escala que vai de 0 a 200.

37. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a maio ratificaram a recuperação da produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil, acumulando, no período de janeiro a maio, acréscimos respectivos de 22,5% e 1,8%, comparativamente aos níveis observados no mesmo período de 2003. A absorção doméstica de bens de capital aumentou 11,4%, na mesma base de comparação. Os desembolsos do sistema BNDES expandiram-se 47,7% no primeiro semestre de 2004,

em relação ao observado em igual período do ano passado. Os desembolsos ao setor industrial, cerca de 41% do total, aumentaram 27,7%, os dirigidos aos setores comércio e serviços cresceram 52,8% e os direcionados ao setor agropecuário, 101,3%.

38. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, a produção industrial brasileira registrou expansão de 2,2% em maio, na série dessazonalizada, atingindo nível recorde na série histórica, com acréscimo de 2,4% na produção da indústria de transformação e estabilidade na produção extrativa mineral. A análise por atividades revelou crescimento em 18 dos 23 setores pesquisados, entre os que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, e expansão em todas as categorias de uso. A produção industrial no período de janeiro a maio de 2004 aumentou 6,5%, comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão produtiva em 22 dos 26 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, com destaque para os segmentos que têm se beneficiado do desempenho favorável das exportações, do agronegócio e da expansão do crédito. Os sinais de recuperação da produção de bens de consumo semi e não duráveis, embora menos intensos, já se fazem presentes, em linha com a melhora gradual da demanda doméstica.

39. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em maio, comparativamente às do mês anterior, revelaram incrementos de 3% nas vendas reais e de 1,3% nas horas trabalhadas na produção, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, os acréscimos foram de 20,3% nas vendas reais e de 3,8% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 81,8% em maio, com aumento mensal de 0,8% na série ajustada sazonalmente, e de 1,6% na média do ano até maio, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

40. Em junho, indicadores já divulgados apontam para continuidade da expansão da produção industrial no país. A produção mensal de aço bruto subiu 2,5%, na série dessazonalizada, acumulando crescimento de 5,4% no primeiro semestre do ano. No segmento automobilístico, a produção de 187 mil unidades representou aumento de 4,5%

comparativamente à verificada em maio de 2004, na série dessazonalizada, e elevação de 27,7% em relação à quantidade produzida em junho de 2003. No primeiro semestre de 2004, a produção cresceu 14,8%, as vendas internas 20,7% e as exportações 3,8%, em relação ao observado em idêntico período do ano passado.

### **Mercado de trabalho**

41. O índice de emprego formal, dessazonalizado, aumentou 0,4% em abril, comparativamente ao de março, e 3,9% ante o de abril de 2003, de acordo com informações do MTE. No ano, até abril, houve expansão de 2,3% no emprego formal, em relação ao nível de dezembro de 2003. Os dados do MTE mostram que o crescimento das contratações tem sido maior nas regiões do interior do que nas regiões metropolitanas. O crescimento do emprego no país, nos quatro primeiros meses de 2004, atingiu 2,7% no interior e 1,9% nas regiões metropolitanas, na comparação com dezembro do ano anterior.

42. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação da População Economicamente Ativa (PEA), medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, recuou de 13,1% em abril para 12,2% em maio. O número de pessoas ocupadas aumentou 0,8%, maior variação observada no ano, enquanto o número de trabalhadores desocupados recuou 6,7%. A PEA estimada atingiu 21,5 milhões de pessoas, com recuo mensal de 0,2%. A mesma pesquisa do IBGE registrou que o rendimento médio real (deflacionado pelo INPC), habitualmente recebido pelas pessoas ocupadas, foi 1,4% inferior em maio ao percebido no mesmo mês do ano anterior. A massa salarial real, entretanto, cresceu 1,5% em maio, comparativamente ao igual mês de 2003, refletindo o crescimento no número de ocupados.

43. No setor industrial, segundo os índices da CNI, com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real cresceram 0,3% e 0,2%, respectivamente, em relação aos valores do mês anterior. Na comparação do observado no ano, até maio, com o observado no mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 7,5% e o pessoal empregado, 0,7%.

## Crédito e inadimplência

44. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,5%, em junho, confirmando a retomada do crescimento do crédito. O saldo das carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos cresceu 3,9%, enquanto com recursos externos, recuou 2,6%. Nas operações com pessoas físicas, observou-se acréscimo de 1,8%, acumulando variação de 21,9% em doze meses.

45. A taxa média de juros relativa a operações com recursos livres registrou recuo de 0,2 p.p. em junho, alcançando 44% a.a. O resultado decorreu do recuo de 0,3 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, que passou para 29,7% a.a., enquanto nas operações com pessoas físicas observou-se estabilização em 62,4% a.a.

46. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP recuou para o nível mais baixo do ano, atingindo 4,3% em junho, e mantendo-se, na média do primeiro semestre, 8,2% abaixo da observada no mesmo período de 2003. No acumulado do ano, até junho, o número de registros cancelados e o de novos registros negativos elevaram-se 10,2% e 6,5%, respectivamente. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, recuou para 5,1% em junho, também atingindo o patamar mais baixo do ano.

## Ambiente externo

47. A tendência de crescimento da economia mundial continuou se consolidando no final do primeiro semestre de 2004. No Japão, a economia recuperase em ritmo sólido, impulsionada principalmente pelo vigoroso comércio regional, com os avanços obtidos no setor corporativo estendendo-se ao setor de consumo. A recuperação prossegue em ritmo lento na Europa e, nos EUA, a expansão da economia segue em ritmo moderado, reforçando a percepção de ajuste gradual na política monetária. Os dados mensais de inflação ao consumidor e ao produtor mostraram recuos em junho nas principais economias industrializadas.

48. A produção industrial norte-americana retraiu-se 0,3% em junho, registrando a queda mais acentuada desde abril de 2003, após a alta de 0,9% em maio. O nível de utilização da capacidade industrial instalada caiu para 77,2% em junho, ante 77,6% em maio. A atividade no setor manufatureiro registrou o primeiro declínio mensal em treze meses. Também houve declínio nas vendas no varejo em junho, o maior em dezoito meses, principalmente pelo recuo de 4,3% nas vendas de automóveis.

49. Ainda nos EUA, o mercado de trabalho registrou aumento de 112 mil vagas em junho, contra média de 300 mil nos três meses anteriores, mas os números de novos pedidos de seguro-desemprego continuam abaixo de 350 mil, desde março, o que é historicamente compatível com a criação de cerca de 200 mil novas vagas. A balança comercial registrou déficit de US\$46 bilhões em maio, menor do que o esperado, com as exportações de bens crescendo 4,2% e as importações, 0,5%, movimento ajudado pela depreciação do dólar. O governo federal registrou superávit orçamentário de US\$19,1 bilhões em junho, acumulando déficit de US\$326,6 bilhões no ano fiscal que termina em setembro.

50. Quanto às expectativas empresariais, nos EUA, o índice BAI, do setor de serviços, registrou declínio marginal em junho, evidenciando que o crescimento segue comedido. No Japão, o indicador Tankan mostrou leitura mais expressiva desde 1991, além de ser o quinto incremento consecutivo. Na Europa, os indicadores empresariais revelaram estabilidade, mas a confiança do consumidor apresentou ligeiro aumento. A confiança do consumidor norte-americano apresentou expansão significativa em junho, para 101,9, após ficar praticamente inalterada em 93,1 no mês anterior. Também no Japão, o indicador que mede a confiança do consumidor teve alta expressiva, evidenciando o bom momento da economia japonesa.

51. Após a decisão do *Federal Open Market Committee* (FOMC) de elevar a taxa dos *Fed Funds* em 25 p.b. no final de junho, os mercados seguiram praticamente estáveis, com alguma volatilidade nos mercados de ações, em função da divulgação de resultados corporativos. Os preços das principais *commodities* registraram certa acomodação no



mercado internacional, mantendo-se em patamar superior à média histórica. Já o mercado de petróleo continuou pressionado, mantendo a tendência de alta das cotações, movimento estimulado por novos atentados a oleodutos no Iraque e pelos problemas enfrentados pela maior empresa petrolífera russa.

52. Na China, o crescimento anualizado de 9,6% no segundo trimestre, embora expressivo, pode estar denotando desaceleração, uma vez que se esperava expansão superior a 10%. As medidas adotadas pelo governo chinês na órbita monetária e do crédito vêm limitando os investimentos nos setores mais dinâmicos, visando conter as pressões inflacionárias. Os preços ao consumidor subiram 5% em junho, na comparação com junho de 2003, e os preços ao produtor 6,4%, na mesma base de comparação.

### Comércio exterior e balanço de pagamentos

53. A balança comercial registrou superávit de US\$3,8 bilhões em junho, enquanto a corrente de comércio atingiu US\$14,8 bilhões. As exportações cresceram 51,2% e as importações, 49,2%, comparativamente às médias registradas em junho de 2003. Em julho, até a terceira semana (doze dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão, com o saldo comercial totalizando US\$1,7 bilhão, e aumento de 47,2% nas exportações e de 42,5% nas importações, comparativamente aos valores médios observados em julho de 2003.

54. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$2,1 bilhões em junho, acumulando resultado positivo de US\$4,4 bilhões no ano. No primeiro semestre, a balança comercial apresentou superávit de US\$15 bilhões e as transferências unilaterais correntes, resultado positivo de US\$1,6 bilhão, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$12,2 bilhões. Em junho, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos somou US\$737 milhões, acumulando US\$4 bilhões no primeiro semestre do ano. Nesse mesmo período, a taxa de rolagem de empréstimos diretos e de títulos privados atingiu 136% e 64%, respectivamente. Ao final de junho, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,8 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, constantes do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,8 bilhões.

### Mercado monetário e operações de mercado aberto

55. A melhora do cenário externo, decorrente da crescente percepção de que a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos ocorrerá de forma gradual, acarretou impacto significativo sobre a curva de juros doméstica. No período posterior à reunião do Copom de junho, observou-se significativa redução de sua inclinação, devido à queda das taxas de médio e longo prazo. Entre os dias 16 de junho e 21 de julho, o *spread* da taxa de seis meses em relação à taxa Selic baixou de 1,06 p.p. para 0,78 p.p.; o da taxa de um ano, de 2,01 p.p. para 1,25 p.p.; e o da taxa de dois anos, de 2,98 p.p. para 1,95 p.p. Como consequência, a taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, reduziu-se para 10,1%.

56. O Banco Central voltou a realizar leilão para a rolagem de *swaps* cambiais. Foram contratados US\$673,6 milhões (27% do principal vencendo em 1º de julho) em *swaps* com prazos de 6 e de 24 meses. Já para o vencimento de cerca de US\$1 bilhão do dia 15 de julho, o Banco Central optou por não fazer a rolagem, tendo em vista a reduzida demanda por proteção cambial. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais chegará a US\$3,6 bilhões no final de julho e US\$22,0 bilhões no acumulado do ano.

57. Com a redução da volatilidade do mercado, o Tesouro Nacional retomou as colocações de LTN, tendo sido efetuados cinco leilões de venda de títulos de vencimento em janeiro e julho de 2005, totalizando um volume financeiro de R\$12,1 bilhões. Foram efetuados, também, cinco leilões de LFT, com a venda de R\$17,6 bilhões em títulos de vencimento em 2005, 2006 e 2007. As emissões de NTN-C e NTN-B alcançaram R\$2,5 bilhões, sendo R\$1,1 bilhão com liquidação em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional.

58. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas, com prazo de duas semanas, e prefixadas, com prazo de três meses, assim como suas operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. Atuou, ainda, em dezesseis oportunidades, por meio da

realização de operações compromissadas com prazos de um e de dois dias úteis. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo inferior a trinta dias caiu para a média de R\$55,2 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, subiu para a média de R\$34,2 bilhões.

59. Em junho, a dívida pública mobiliária federal interna aumentou em R\$9,8 bilhões, devido basicamente à apropriação de juros. A parcela da dívida exposta à variação cambial reduziu-se para 15,8%, o que representou uma queda de 0,8 p.p. no mês e de 6,3 p.p. em 2004.

## Notas da 99ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 17 e 18/8/2004

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

**Horário de início:** 16h45 (17/8) e 15h45 (18/8)

**Horário de término:** 19h (17/8) e 18h25 (18/8)

### Presentes:

#### Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente  
Afonso Sant’Anna Bevilaqua  
Alexandre Schwartzman  
Antonio Gustavo Matos do Vale  
Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo  
João Antônio Fleury Teixeira  
Paulo Sérgio Cavalheiro  
Sérgio Darcy da Silva Alves

#### Chefes de Departamento (todos presentes no dia 17)

Altamir Lopes – Departamento Econômico  
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais  
José Antônio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos  
José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores  
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)  
Sergio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

#### Demais participantes (presentes no dia 17)

Eduardo Fernandes – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial 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 Inflação

1. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,91% em julho, ante 0,71% no mês anterior e 0,51% em maio, acumulando aumento de 4,42% nos primeiros sete meses do ano e de 6,81% em doze meses. A aceleração na variação mensal do IPCA refletiu sobretudo o impacto dos aumentos de itens específicos do grupo monitorados, enquanto a evolução de preços de segmentos importantes na composição do IPCA, como os da alimentação, mostrou arrefecimento.

2. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,14% em julho, ante elevação de 1,29% no mês anterior, acumulando variação de 8,11% nos primeiros sete meses do ano. Em julho, a desaceleração do IGP-DI decorreu do comportamento dos preços no atacado e ao consumidor. O Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com participação de 60% na composição do índice geral, variou 1,35% no mês ante 1,57% registrados em junho, e o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 0,59% em julho contra 0,78% no mês anterior. O



terceiro componente do IGP-DI, o Índice Nacional do Custo da Construção (INCC), sofreu aceleração, de 0,70% em junho para 1,12% em julho.

3. Para a elevação mensal de 0,91% do IPCA, as principais contribuições individuais decorreram dos aumentos das tarifas de energia elétrica residencial e de telefone fixo, responsáveis, respectivamente, por 0,17 p.p. e 0,16 p.p. na variação do índice. Outra contribuição relevante, de 0,12 p.p., decorreu do item combustível para veículos, reflexo de parte do repasse do reajuste de 10,8% da gasolina para as distribuidoras, em 15 de junho, e de nova elevação dos preços do álcool combustível. As despesas com alimentos aumentaram 0,67% em julho, ante 0,72% em junho, respondendo por 0,15 p.p. da variação mensal do IPCA. O período da entressafra foi responsável pelos impactos altistas nos preços do leite pasteurizado e de seus derivados. Outros produtos importantes da cesta básica com preços em alta foram batata, açúcar, feijão preto, farinha de trigo e pão francês. Em contraposição, os preços do óleo de soja, de hortaliças, do feijão carioca e do arroz registraram quedas em julho.

4. O conjunto dos preços livres variou 0,52%, comparativamente a 0,58% no mês anterior, contribuindo com 0,37 p.p. da variação mensal do IPCA, enquanto a elevação de 1,89% nos preços monitorados respondeu por 0,54 p.p. O comportamento dos preços livres refletiu uma desaceleração bastante generalizada, atingindo tanto os preços dos alimentos como os dos produtos não alimentícios. Em julho, 50,3% dos itens que compõem o IPCA assinalaram variações inferiores à do mês precedente, percentual que era de 43,2% em junho. Em relação aos preços monitorados, além dos efeitos das elevações nas tarifas de energia elétrica, de telefone fixo, e dos preços dos combustíveis, destacaram-se os aumentos de pedágio e das tarifas de ônibus urbano e interestaduais.

5. No atacado, a desaceleração do Índice de Preços no Atacado – IPA refletiu tanto o movimento dos preços agrícolas como o dos preços industriais. O IPA-agrícola aumentou 0,26%, após alta de 0,52% em junho, em decorrência das quedas nos preços dos cereais e de lavouras para exportação, além de menores variações nos preços de animais e

derivados, de oleaginosas e de legumes e frutas. A variação dos preços industriais no atacado passou de 1,97% em junho para 1,76% em julho, principalmente pela magnitude da desaceleração da alta nos preços do gênero química, de 2,96% em julho ante 5,37% em junho. Outros gêneros que registraram variações menores do que em junho foram mecânica, material elétrico, couros e peles, perfumaria e sabões, e fumo.

6. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, foi de 0,47% em julho, ante 0,53% no mês anterior, acumulando 5,02% no ano e 7,27% em doze meses. O núcleo obtido pelo método das médias aparadas, com suavização de itens preestabelecidos, caiu de 0,6% em junho para 0,55% em julho, totalizando 4,36% no ano e 8,05% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização, alcançou 0,59% no mês, ante 0,48% em junho, resultando em um acumulado de 3,56% no ano e de 5,76% em doze meses.

7. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, mostrou variação de 0,36% em julho, ante 0,5% em junho, totalizando alta de 6,21% nos últimos doze meses.

8. Em agosto, os índices de preços ao consumidor devem registrar desaceleração, principalmente pelo esvaziamento dos impactos localizados dos reajustes de preços monitorados que ocorreram em julho. No atacado, como sinalizado pelos resultados do IGP-10 e do primeiro decêndio do IGP-M, delinea-se também a perspectiva de desaceleração, a despeito da continuidade de ajustes setoriais em decorrência da elevação dos preços internacionais de insumos e de sua absorção ao longo da cadeia produtiva.

### **Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação**

9. 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) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. Também não houve alteração nas projeções para o reajuste do gás de botijão, permanecendo em 6,8% no acumulado para 2004;

b) nos casos das tarifas de energia elétrica residencial e de telefone fixo, projetam-se aumentos de 11,6% e 12,8%, respectivamente, para 2004 como um todo, os mesmos valores projetados na reunião do mês anterior;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,7% no IPCA de julho, a projeção também permaneceu inalterada, em 8,3% para o acumulado em 2004;

d) a projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, elevou-se em 0,3 p.p., estando agora em 6,3%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a trajetória projetada para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 88 p.b. no terceiro trimestre de 2004 e alcança 61 p.b. no final de 2005.

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

11. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$ 3,00), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e acima da meta de 4,5% para 2005. Igualmente, no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de

acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta para o ano corrente e acima da meta para o próximo ano.

## Implementação da Política Monetária

12. A aceleração observada em julho na inflação medida pelo IPCA foi fortemente influenciada pela variação de 1,89% nos preços monitorados, enquanto a inflação dos preços livres permaneceu elevada a despeito de haver recuado em relação ao mês anterior – 0,52%, contra 0,58% em junho. Os preços monitorados acumulam aumento de 4,69% no período janeiro-julho, superando, portanto, a inflação de 4,42% acumulada pelo IPCA no mesmo período e denotando a inversão do padrão que se verificava há alguns meses, em que os preços livres acumulavam no ano variação maior do que a dos preços monitorados. No atacado, a inflação apresentou alguma desaceleração desde junho, detectada tanto no segmento agrícola quanto no industrial, mas continua elevada. O IPA-DI aumentou 1,35% em julho, acumulando no ano variação de 9,84%.

13. O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas com suavização, ficou em 0,55% em julho. Embora esse tenha sido o seu menor valor desde fevereiro de 2004, o núcleo permanece em patamar incompatível com as metas de inflação de médio prazo. O núcleo calculado sem o procedimento de suavização, por sua vez, atingiu 0,59%, contra 0,48% em junho, situando-se acima do núcleo com suavização pela primeira vez desde fevereiro de 2003. Nos sete primeiros meses do ano, os núcleos com e sem suavização acumularam variações de 4,36% e 3,56%, respectivamente, que equivalem a taxas anualizadas de 7,59% e 6,19%. O núcleo por exclusão apresentou em julho o menor valor do ano, de 0,47%, mas, mesmo assim, o acumulado janeiro-julho (5,01%) ficou acima da inflação corrente no período.

14. Indicadores de produção, vendas e emprego atestam que o processo de retomada da atividade econômica prossegue em ritmo vigoroso. A produção industrial medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) cresceu 7,7% no

primeiro semestre do ano, em relação a igual período do ano anterior. Na série mensal dessazonalizada, a expansão da produção industrial em junho foi de 0,5%. Com tal crescimento, o índice de produção industrial atingiu novo recorde histórico, 3% acima do valor de abril (que esteve próximo aos picos prévios) e 12% acima do vale atingido em junho de 2003. Indicadores antecedentes e coincidentes mostram que a forte retomada da atividade fabril teve continuidade em julho. Registrou-se em julho, em relação a junho, incremento dessazonalizado de 3,4% na expedição de papelão ondulado, segundo dados da Associação Brasileira do Papelão Ondulado (ABPO), e de 5,2% na produção de autoveículos, segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea).

15. Segundo a Confederação Nacional da Indústria (CNI), as vendas industriais cresceram 16,8% no primeiro semestre, em relação a igual período de 2003. O crescimento mensal em junho foi de 1,2% na série dessazonalizada pelo Banco Central, em relação ao nível já elevado atingido pelo índice em maio. Os dados da CNI continuam portanto indicando, na margem, um ritmo de crescimento das vendas industriais que excede o crescimento da produção registrado pelos dados do IBGE.

16. As vendas do comércio varejista também continuam apresentando expansão acelerada, segundo o IBGE, tanto na receita nominal – 10,92% no primeiro semestre em relação ao mesmo período de 2003 – como no volume de vendas – 9,33%. Essas taxas de crescimento são as mais elevadas desde 2001. Segundo a Anfavea, as vendas de autoveículos no mercado interno apresentaram crescimento de 21,4% no período janeiro-julho de 2004 em relação ao mesmo período de 2003, e crescimento mensal dessazonalizado de 3,2% em julho.

17. A aceleração do nível de atividade vem se refletindo no mercado de trabalho. Segundo o IBGE, a taxa de desemprego aberto caiu em junho pelo segundo mês consecutivo, para 11,7%. Dados de junho da CNI e da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) indicam crescimento continuado do nível de emprego na indústria de

transformação. Ainda segundo essas entidades, a massa salarial continua em sua tendência ascendente, que se iniciou em fevereiro-março de 2003, acumulando no primeiro semestre de 2004, de acordo com a CNI, um crescimento real de 7,8%. O nível de emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,5% em junho, e no primeiro semestre houve contratações líquidas de mais de um milhão de trabalhadores.

18. Como consequência natural do que vem ocorrendo no mercado de trabalho, detecta-se na evolução recente da produção e das vendas da indústria e do comércio varejista uma gradual disseminação do processo de retomada, com melhora do desempenho de segmentos de mercado cuja demanda é menos sensível às condições de crédito ou do mercado externo, e mais dependente da renda do trabalho. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, as vendas de hiper e supermercados, alimentos, bebidas e fumo acumularam crescimento de 5,4% no primeiro semestre em relação a igual período de 2003, e de 2,8% no segundo trimestre em relação ao primeiro (dados dessazonalizados pelo Banco Central). Nas mesmas bases de comparação, as vendas de tecidos, vestuário e calçados registram aumentos de 7,3% e 3,1%, respectivamente. A produção de bens de consumo não-duráveis tem reagido à expansão da demanda, mostrando, segundo dados do IBGE, crescimento de 2,1% ao longo do primeiro semestre de 2004, e de 0,8% dessazonalizado no segundo trimestre. Em suma, a evidência é de que a retomada do nível de atividade depende menos do impulso monetário agora do que era o caso no início do processo, apoiando-se cada vez mais na recuperação do mercado de trabalho, inclusive nos ganhos de rendimentos reais possibilitados pela queda da inflação.

19. Ao mesmo tempo, os setores que, por serem mais sensíveis ao crédito, responderam mais rapidamente ao relaxamento da política monetária e lideraram o processo de retomada, não dão até agora sinais de acomodação de seu ritmo de crescimento. De fato, segundo os dados da PMC do IBGE, dessazonalizados pelo Banco Central, as vendas de móveis e eletrodomésticos cresceram 9,4% no segundo trimestre do ano em relação ao

primeiro trimestre, o qual já registrara expansão de 7,2% sobre o último trimestre do ano passado, enquanto o crescimento das vendas de veículos e autopeças se acelerou de -0,3% para 6,3% nas mesmas comparações trimestrais. O mesmo padrão se observa para a produção de bens de consumo duráveis, cujo crescimento alcançou 7,2% no segundo trimestre do ano.

20. Segundo dados da FGV, o nível de utilização da capacidade instalada na indústria subiu para 84,1% em julho (dado dessazonalizado), estando já próximo aos 85,2% atingidos no primeiro trimestre de 1995, que foram, por sua vez, o nível máximo da série desde 1990. O nível de utilização variou de forma heterogênea entre setores. Entre julho de 2003 e julho de 2004, o setor de bens de capital aumentou sua utilização de capacidade de 71,6% para 82,0%, reduzindo substancialmente a diferença em relação ao pico histórico de 84,7%. O setor de bens de consumo teve comportamento semelhante, passando de 76% para 83,9%, ante um máximo histórico de 87,8%. Por outro lado, o setor de bens intermediários permaneceu praticamente constante no período, dentro do intervalo compreendido entre a média e o pico da série histórica, que é bem mais estreito no seu caso que nos demais. A heterogeneidade se manifesta ainda mais claramente na desagregação por gêneros industriais, que vão desde os que praticamente já igualam seus picos históricos de utilização aos que ainda se encontram abaixo dos respectivos níveis médios de utilização na série que remonta a 1990.

21. A absorção doméstica de bens de capital – a produção desses bens, acrescidas as importações e deduzidas as exportações – continua em expansão. Na comparação entre o primeiro semestre de 2004 e igual período de 2003, o aumento da absorção foi de 13,8%. A produção de insumos típicos da construção civil – *proxy* desse componente da formação bruta de capital – cresceu 3,4% no primeiro semestre do ano. Conforme destacado nas Notas da reunião anterior do Copom, têm-se aí sinais animadores de retomada dos investimentos, em relação ao nível deprimido dos últimos anos. Consolidar essa tendência é fundamental para que a economia amplie satisfatoriamente seu potencial de crescimento. Em uma etapa ainda preliminar desse processo de consolidação, entretanto, é particularmente difícil projetar a trajetória futura do

produto potencial, o que acentua a incerteza envolvida em cálculos prospectivos do hiato do produto em um contexto de expansão acentuada da demanda, como o que se tem observado ao longo dos últimos trimestres.

22. As exportações seguem registrando rápida expansão, acumulando no primeiro semestre de 2004 crescimento de 34% em relação ao primeiro semestre de 2003. No mesmo período de comparação, as importações apresentaram crescimento de 27% (23% excluindo as importações de combustíveis), refletindo a forte retomada da economia doméstica. O saldo comercial acumulado no período janeiro-julho somou US\$18,5 bilhões, o que resultou no saldo em transações correntes de US\$6,3 bilhões. As indicações recentes de que o crescimento da economia nos Estados Unidos pode estar mais lento que o anteriormente esperado, com menor potencial de pressões inflacionárias, reduziram o risco de aceleração no ritmo de aperto monetário por parte do *Federal Reserve*, o que gerou um ambiente menos turbulento nos mercados nas últimas semanas, contribuindo para que o risco-Brasil se mantivesse em níveis inferiores a 600 p.b. O mercado de câmbio experimentou pequenas oscilações em torno da média de R\$ 3,04 do mês de julho, tornando a aproximar-se do nível de R\$3,00 às vésperas da reunião do Copom.

23. A principal preocupação no que diz respeito ao cenário internacional é a forte alta dos preços do petróleo. Seu recrudescimento recente reforça temores de que esses preços possam atingir picos mais elevados do que se contemplava até há pouco como o cenário mais provável, e de que, mesmo depois de uma eventual reversão dessas máximas, se sustentem por mais tempo em um nível acima do que vinha sendo prognosticado. O Copom continua trabalhando com uma projeção de aumento de 9,5% para a gasolina ao longo do ano de 2004, que seria suficiente para eliminar por completo a defasagem de seu preço doméstico em relação a um preço internacional do petróleo cru da ordem de US\$ 35 por barril. Esse cenário relativamente benigno tem sido mantido por encontrar suporte em avaliações que sublinham o papel de elementos especulativos nas oscilações recentes de preços, que poderiam retroceder em breve mesmo com a inevitável permanência de alguns focos importantes de tensão geopolítica. Tais avaliações, todavia, estão cercadas de incerteza acentuada neste momento. Portanto, é forçoso reconhecer que, desde a última



reunião do Copom, aumentaram em alguma medida os riscos à concretização do cenário central de trabalho para a evolução dos preços do petróleo, riscos estes que poderiam se materializar em um aumento maior da gasolina em 2004 ou em uma defasagem maior que ficasse por corrigir em 2005. Além disso, independentemente do que ocorra com os preços domésticos da gasolina, deve-se reconhecer que a elevação dos preços internacionais do petróleo se transmite de qualquer forma à economia doméstica, em parte, através de cadeias produtivas como a petroquímica, e também pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes privados.

24. Conforme vem ocorrendo desde maio, a mediana das expectativas de inflação para 2004 mostrou alguma deterioração desde a reunião anterior do Copom, aumentando de 7,10% para 7,18%. A mediana das expectativas para o IPCA nos próximos doze meses apresentou ligeiro recuo, passando de 6,27% para 6,22%, em virtude de ter sido esperada para julho de 2004 uma inflação superior à expectativa para julho do próximo ano. Já em relação às expectativas para 2005, a mediana manteve-se estável em 5,50%, mas houve algum aumento da média e do desvio-padrão da distribuição de projeções. Esses dados são sintomáticos de um deslocamento da distribuição no sentido de maior pessimismo dos agentes privados quanto à inflação de 2005.

25. As projeções de inflação do Copom, tanto no cenário de referência quanto no cenário de mercado, apresentaram um ligeiro aumento em relação às do mês anterior. O impacto combinado de expectativas de mercado mais altas para a inflação de 2004 e aumento da projeção dos preços administrados para 2005, de 6,0% para 6,3%, mais do que compensou o efeito nas projeções do aumento na inclinação da curva de juros observado desde a última reunião do Copom. O cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa Selic em 16% a.a. e da taxa de câmbio em R\$3,00 ao longo do horizonte de projeção, aponta para uma inflação superior à meta de 5,5% para 2004, e superior à meta de 4,5% para 2005, embora, nesse segundo caso, o desvio em relação à meta permaneça substancialmente menor do que o projetado para 2004. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorporam as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado

na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência – portanto acima das metas de inflação –, pois pressupõem redução da taxa de juros básica e aumento da taxa de câmbio. O cenário híbrido, que incorpora a taxa de câmbio esperada pelo mercado, mas, à semelhança do cenário de referência, supõe a manutenção da taxa Selic em 16% ao ano, apresentou inflação igual à do cenário de mercado para 2004, e ligeiramente inferior à daquele cenário para 2005.

26. Como em reuniões anteriores, o Copom considerou ainda as projeções de inflação para o período de doze meses correspondente ao segundo semestre de 2004 e ao primeiro semestre de 2005. A inflação projetada para esse período de doze meses, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, situa-se acima do intervalo compreendido entre as metas centrais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os anos-calendário de 2004 e 2005.

27. O forte crescimento da atividade econômica, que já atinge índices historicamente elevados e continua apresentando sinais de vigor na margem, requer que se use de cautela redobrada na condução da política monetária, de modo a preservar o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas. Os níveis de utilização da capacidade instalada na indústria têm crescido rapidamente, e em alguns segmentos esses níveis se aproximam dos recordes históricos. Dados recentes de absorção doméstica de bens de capital e da atividade da construção indicam a retomada dos investimentos, mas em pontos de inflexão na dinâmica da atividade econômica como o atual, em que trimestres consecutivos de rápida expansão se seguem ao padrão de crescimento lento e irregular dos últimos anos, é natural que haja grande incerteza a respeito da velocidade de ampliação da capacidade produtiva dos setores cujos níveis de utilização já são altos, e sobre a própria tendência de crescimento do produto potencial da economia como um todo. Nesse cenário, com a demanda continuando a se expandir rapidamente, é preciso monitorar com muita atenção o risco de descompasso entre o produto efetivo e o potencial.

28. Nas Notas da reunião anterior, o Copom avaliou que a manutenção da taxa de juros básica nos níveis atuais por um período prolongado seria suficiente para que se concretizasse um cenário de

convergência da inflação para a trajetória de metas. Admitia, entretanto, o risco de que viessem a se exacerbar fatores como os responsáveis pela deterioração das projeções de inflação até aquele momento, o que demandaria uma postura mais ativa da política monetária. O Copom entende que, desde então, dois fatores principais fizeram com que esse risco sofresse alguma elevação. O primeiro é a alta dos preços do petróleo, na medida em que essa alta possa se tornar não só mais intensa como também mais persistente do que se antevia, produzindo, na ausência de um reposicionamento da política monetária, efeitos de segunda ordem incompatíveis com o compromisso inerente ao sistema de metas para a inflação. O segundo, que conta com alguma contribuição das próprias perspectivas para o preço do petróleo, é o movimento ainda incipiente de deterioração das expectativas de inflação para 2005, em relação ao ponto onde estacionaram há algum tempo. O quadro não está consolidado em relação a um ou a outro fator de exacerbação, e o Copom precisará permanecer atento a novos desenvolvimentos nessas duas frentes.

29. Mesmo que o cenário inflacionário venha a requerer um ajuste na taxa de juros básica, é importante reiterar que isso não acarretará prejuízos ao processo de crescimento sustentado da economia brasileira. Pelo contrário, é preservando seu compromisso com o combate aos efeitos de segunda ordem dos choques de oferta que possam se materializar, e com a manutenção da necessária compatibilidade entre o ritmo de crescimento da demanda e da capacidade produtiva da economia, que a política monetária dá sua contribuição fundamental ao crescimento sustentado. Além disso, manter a inflação em trajetória compatível com as metas é essencial para que se preservem os ganhos da renda real do trabalho, que viabilizam uma expansão persistente e cada vez mais equilibrada dos diversos segmentos da demanda doméstica, e permitem que os benefícios do crescimento repercutam diretamente na qualidade de vida da população.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a meta para a taxa Selic em 16,0% a.a., sem viés.

31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 14 de setembro de 2004 para

as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

## Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

### Atividade econômica

32. A atividade do comércio varejista manteve a tendência de alta em junho, segundo a PMC do IBGE, de abrangência nacional. O volume de vendas cresceu 0,17% em relação ao apurado em maio, após ajuste sazonal, configurando o sexto mês consecutivo de alta nessa base de comparação. Em relação ao verificado em junho de 2003, o volume de vendas e a receita nominal aumentaram 12,8% e 15,6%, respectivamente. Destaque-se que, também em junho, o crescimento anual no volume de vendas foi generalizado, atingindo todos os estados da Federação, à exceção de Roraima. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual no mês, continuando em destaque o desempenho de móveis e eletrodomésticos, com taxa de crescimento de 36,3% em relação a junho de 2003.

33. O cadastro da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelou, em julho, acréscimos de 1,2% no número de consultas para compras a crédito e de 3,4% no sistema Usecheque, em relação ao observado no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até julho, esses mesmos indicadores revelaram expansões respectivas de 7% e 1,8%.

34. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou aumento de 2,2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em agosto, atingindo 121,3 pontos, em escala que vai de 0 a 200. Esse aumento resultou de elevação de 4,9% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), enquanto o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) mostrou recuo de 3,4%.

35. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a junho ratificaram a expansão da produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil, que acumularam no primeiro semestre de 2004 incrementos respectivos de 25,2%



e 3,4%, comparativamente aos níveis observados no mesmo período de 2003. As importações de bens de capital cresceram 8,9% no mesmo período, e a absorção doméstica de bens de capital aumentou 13,8%, apesar da elevação de 52,3% nas exportações desses bens, principalmente máquinas agrícolas. Os desembolsos do sistema BNDES expandiram-se 47,7% no primeiro semestre de 2004, em relação a igual período do ano passado. Os desembolsos para o setor industrial, representando cerca de 41% do total, aumentaram 27,7%. Para os setores comercial e de serviços, os desembolsos aumentaram 52,8%, e, para o setor agropecuário, 101,3%.

36. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, a produção industrial brasileira registrou expansão mensal de 0,5% em junho, na série dessazonalizada, com acréscimos de 0,4% na produção da indústria de transformação e de 1,8% na extrativa mineral. A análise por atividades revelou crescimento em 13 dos 23 setores pesquisados, entre os que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, e expansão em 3 das 4 categorias de uso. A produção de bens intermediários recuou 0,4%, após cinco meses consecutivos em expansão. No primeiro semestre de 2004, a produção industrial aumentou 7,7% em relação à do mesmo período de 2003, com expansão em 22 dos 26 setores pesquisados e em todas as categorias de uso. Mostraram destaque os segmentos que têm se beneficiado do desempenho favorável das exportações, do agronegócio e do aumento do crédito. A produção de bens de consumo semi e não duráveis elevou-se 2,1% no mesmo período, refletindo progressivamente a recuperação do mercado de trabalho.

37. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em junho, comparativamente às do mês anterior, revelaram incrementos de 1,2% nas vendas reais e de 0,9% nas horas trabalhadas na produção, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, os aumentos foram de 27,7% nas vendas reais e de 8,2% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 83,2% em junho, nível recorde na série histórica, com aumento mensal de 1,7% na série ajustada sazonalmente, e de 2,1% no primeiro semestre do ano, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

38. Conforme as informações divulgadas na Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o nível médio de utilização da capacidade instalada atingiu 84,1% em julho, na série dessazonalizada. Esse patamar é o mais elevado desde 2000 e está cerca de 4 p.p. acima da média histórica calculada desde janeiro de 1990, mas ainda se encontra abaixo do nível máximo de 85,2% registrado em abril de 1995. Destaque-se que, na segmentação por gêneros de produção, mecânica encontra-se no pico da série histórica, enquanto outros seis setores encontram-se em níveis próximos aos máximos já registrados e bem acima de suas respectivas médias históricas. Material de transporte e produtos farmacêuticos são os únicos dois gêneros que ainda estão aquém das respectivas médias históricas de utilização de capacidade.

39. Essa mesma pesquisa da FGV e a apuração da confiança do empresário industrial realizada pela CNI apontaram, em julho, níveis mais elevados de expectativas dos empresários quanto à evolução geral dos negócios nos próximos meses. Essas pesquisas também acusaram aumento da confiança na expansão da demanda doméstica e de sua maior contribuição relativa para a continuidade do crescimento do nível de atividade industrial.

40. Indicadores relacionados à atividade fabril sinalizam a continuidade do crescimento industrial em julho. A expedição de papelão ondulado cresceu 3,8% no mês, na série dessazonalizada, acumulando crescimento de 13% no ano, até julho. No segmento automobilístico, a produção de 189 mil unidades representou aumento de 5,2%, comparativamente à verificada no mês anterior, na série dessazonalizada, e elevação de 38,8% em relação à quantidade produzida em julho de 2003. Em 2004, até julho, a produção de veículos cresceu 18%, as vendas internas, 21,5%, e as exportações, 12,5%, em relação aos valores observados em idêntico período do ano passado.

### **Mercado de trabalho**

41. O índice de emprego formal aumentou 0,5% em junho, ante o de maio, com ajuste sazonal, e 4,8% comparativamente ao de junho de 2003, de acordo com informações do MTE. No primeiro semestre de 2004,

houve expansão de 3,9% no emprego formal em relação ao mesmo período do ano anterior. Esse resultado correspondeu a contratações líquidas de 1.034.656 trabalhadores no primeiro semestre deste ano, contra 560.907 contratados no mesmo período de 2003.

42. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação da População Economicamente Ativa (PEA), medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, recuou em junho pelo segundo mês consecutivo, situando-se em 11,7%, após o pico de 13,1% em abril. O número de pessoas ocupadas aumentou 0,4%, enquanto o número de trabalhadores desocupados recuou 4,1%.

43. No setor industrial, índices da CNI para junho, ajustados sazonalmente, mostraram crescimento de 0,7% do pessoal empregado e de 1% da massa salarial real, em relação ao mês anterior. No primeiro semestre de 2004, na comparação com o observado no mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 7,8% e o pessoal empregado, 1,2%.

### **Crédito e inadimplência**

44. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,2% em julho. Os saldos das carteiras destinadas a pessoas jurídicas tiveram expansão de 0,8%, resultante de incremento de 1,3% nas modalidades com recursos internos e da queda de 0,2% nas modalidades com recursos externos, enquanto nas operações com pessoas físicas observou-se crescimento de 1,8%.

45. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres registrou queda de 0,1 p.p. em julho, situando-se em 43,9% a.a. O resultado decorreu da estabilidade da taxa média das operações com pessoas jurídicas, em 29,7%, e de queda de 0,4 p.p., para 62%, na taxa média das operações com pessoas físicas. A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras, mantendo em julho sua trajetória de queda, atingiu 7,1%, com redução de 0,1 p.p., tendo o percentual de atrasos caído 0,3 p.p. nas operações com pessoas físicas, para 12,7%, e permanecido estável em 3,4% nas operações com pessoas jurídicas.

46. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP recuou, em julho, para o nível mais baixo do ano. No acumulado do ano, o número de registros cancelados e o de novos registros no cadastro de inadimplentes da Associação elevaram-se 10,4% e 6,5%, respectivamente. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, recuou para 5,1% em junho, também atingindo o patamar mais baixo do ano.

### **Ambiente externo**

47. Os últimos indicadores apontaram desaceleração da tendência de crescimento da atividade econômica mundial, que pode em parte ser atribuída à elevação nos preços do petróleo. Nesse sentido, o crescimento da economia norte-americana referente ao segundo trimestre atingiu 3% em relação ao trimestre anterior, abaixo portanto das projeções, que giravam em torno de 3,7%. Na mesma base de comparação, a economia do Japão cresceu 0,4% em termos reais, também abaixo das expectativas de um crescimento de 1%, e a economia da zona do euro cresceu 0,5%, abaixo da taxa de 0,6% registrada no primeiro trimestre.

48. Vários indicadores setoriais apontam também para crescimento moderado das principais economias. Nos Estados Unidos, o menor ritmo de crescimento no segundo trimestre deveu-se principalmente à acentuada redução no desempenho do consumo, que registrou expansão de 1% no período, contra 4,1% nos três primeiros meses do ano. Os demais componentes continuaram registrando bom desempenho ao longo do segundo trimestre, com destaque para os investimentos privados, que mostraram elevação de 8,8% frente ao período anterior. Na China, a produção industrial de julho cresceu 15,5% em relação a julho de 2003, o menor crescimento dos últimos doze meses. Por sua vez, a Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (Cepal) revisou para cima sua previsão de crescimento das economias latino-americanas, apontando agora para expansão de 4,5% neste ano, contra 4% previstos em maio.

49. No campo monetário, o Banco da Inglaterra elevou em 25 p.b. a taxa de juro básica, para 4,75%, enquanto

o Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter os juros básicos na zona do euro em 2%, apesar da alta do petróleo. Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* elevou a meta da *fed funds rate* em 25 p.b., considerando que os dados de atividade mais fracos de junho e julho refletem fatores temporários, fundamentalmente o aumento dos preços do petróleo, e que a recuperação da economia norte-americana manterá seu curso.

50. Os aumentos contínuos dos preços do petróleo motivaram cautela dos agentes econômicos, dado o risco que representam para o crescimento da economia mundial e para a estabilidade dos preços, além de serem direta e indiretamente um limitador à recuperação dos preços dos ativos. A interação de um balanço mais apertado entre condições estruturais de oferta e uma demanda crescente com fatores políticos – tensões no Oriente Médio, dúvidas em relação ao futuro da Yukos e o plebiscito na Venezuela – contribuíram para manter a escalada dos preços do petróleo, que atingiram níveis recordes em agosto. Embora haja expectativas de que essa alta possa ter caráter transitório, envolvendo inclusive algum componente de natureza especulativa, sua exacerbação mais recente contribuiu para alimentar entre analistas especializados o temor de que ela possa atingir picos mais elevados do que se prognosticava anteriormente, e de que possa também ser mais persistente do que se esperava.

### **Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos**

51. A balança comercial registrou superávit de US\$3,5 bilhões em julho. As exportações cresceram 54% e as importações, 42,3%, comparativamente aos valores médios diários registrados no mesmo mês de 2003. A corrente de comércio atingiu US\$14,5 bilhões em julho, acumulando novo valor recorde para períodos de doze meses, US\$141,7 bilhões. Em agosto, até a segunda semana (dez dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão na comparação anual, com o saldo comercial totalizando US\$1,7 bilhão, resultante de aumento de 34,9% nas exportações e de 34,7% nas importações, em relação aos valores médios diários observados em agosto de 2003.

52. Em julho, as exportações totalizaram US\$9 bilhões, registrando valores recordes históricos nas vendas de produtos manufaturados e semimanufaturados. As vendas externas de manufaturados somaram US\$4,7 bilhões, as de básicos atingiram US\$2,8 bilhões e as de semimanufaturados, US\$1,3 bilhão, com acréscimos respectivos de 47,3%, 71,5% e 43,7%, na comparação com igual período de 2003.

53. As importações totalizaram US\$5,5 bilhões, resultado que confirma a tendência de crescimento verificada a partir do último quadrimestre de 2003. Todas as categorias de produtos importados registraram crescimento na comparação com os valores observados em julho de 2003, com acréscimos de 121,5% nas compras de combustíveis e lubrificantes, de 38,3% nas de bens de consumo, de 34,6% nas de matérias-primas e produtos intermediários e de 23,8% nas de bens de capital.

54. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,9 bilhão em julho, acumulando no ano resultado positivo de US\$6,4 bilhões. No mesmo período janeiro-julho, a balança comercial apresentou superávit de US\$18,5 bilhões e as transferências unilaterais correntes, resultado positivo de US\$1,9 bilhão, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$14,1 bilhões. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos atingiu US\$1,5 bilhão em julho, acumulando US\$5,5 bilhões no primeiros sete meses do ano. Ao final de julho, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,7 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, constantes do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$23 bilhões.

### **Mercado monetário e operações de mercado aberto**

55. No período posterior à reunião do Copom de julho, a curva de juros futuros apresentou elevação em toda sua extensão, principalmente para prazos superiores a seis meses. A despeito de a contínua volatilidade nos mercados externos e alguns ruídos políticos internos terem favorecido esse movimento, o fator determinante foi a percepção dos agentes econômicos quanto ao teor das Notas da reunião de julho do Copom.

Entre 21 de julho e 18 de agosto, as taxas de juros de três e de seis meses aumentaram em 0,13 e 0,38 p.p., respectivamente, e as de um e de dois anos em 0,56 e 0,47 p.p. No mesmo período, a taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, subiu de 10,1% para 10,6%.

56. O Banco Central realizou leilão para a rolagem de US\$1,6 bilhão em títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 12 de agosto. No evento, foram contratados US\$281 milhões (18% do principal) em *swaps* com prazos de 11 e de 17 meses. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, chegará a US\$23,4 bilhões ao final de agosto.

57. O Tesouro Nacional realizou quatro leilões de LTN, cujas vendas alcançaram R\$5,5 bilhões. Foram realizados também três leilões de venda e um de compra de LFT, este simultâneo ao segundo leilão de venda, com a colocação líquida de R\$3,0 bilhões em títulos de vencimento em 2005, 2006 e 2007, cabendo observar que em dois dos leilões de venda nenhuma proposta foi aceita. No mesmo período, foram efetuados, ainda, um leilão de compra e outro

de venda, tanto para NTN-C quanto para NTN-B, totalizando vendas líquidas de R\$737 milhões.

58. O Banco Central manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas, com prazo de duas semanas, e prefixadas, com prazo de três meses, assim como suas operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. Além disso, em dezesseis ocasiões, tomou recursos por meio de operações compromissadas *overnight*. A maior frequência dessas operações a partir de 28 de julho permitiu a redução do diferencial entre a taxa Selic e a sua meta, que passou de 0,25 p.p. em 27 de julho para 0,13 p.p. em 18 de agosto. No período posterior à reunião de julho do Copom, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo inferior a trinta dias caiu para a média de R\$34,5 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, subiu para a média de R\$46,9 bilhões.

59. Em julho, o estoque da dívida pública mobiliária interna manteve-se estável. A participação dos títulos prefixados reduziu-se de 16,8% para 15,1%, devido ao resgate líquido no mês, o mesmo ocorrendo com a parcela exposta à variação cambial, que de 15,8% em junho decresceu para 14,1% em julho.

## Medidas de política econômica

---

### Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

**Resolução 3.209, de 30.6.2004** – Manteve em 9,75% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a vigorar no terceiro trimestre de 2004.

**Resolução 3.210, de 30.6.2004** – Fixou a meta de inflação para 2006 em 4,5%, com intervalo de tolerância de menos ou mais 2,0 pontos percentuais.

**Resolução 3.211, de 30.6.2004** – Alterou e consolidou as normas que dispõem sobre a abertura, a manutenção e a movimentação de contas especiais de depósitos à vista e depósitos de poupança. Essas contas podem ser abertas somente para pessoas físicas não titulares de outra conta de depósitos à vista, assim como é vedada sua movimentação por cheques. Também, é dispensada a necessidade de comprovação de renda, além de não ser permitida a cobrança de remuneração pela abertura e movimentação dessas contas, ressaltando-se que o saldo, a qualquer tempo, e o somatório de depósitos mensais estavam limitados a R\$1.000,00. Com a medida, ora implementada, esse valor deixa de ser restringido, desde que o correntista seja beneficiário de operação de microcrédito, nos termos da Resolução 3.109, de 24.7.2003, hipótese em que os limites ficam ampliados pelo mesmo valor do crédito concedido.

**Resolução 3.214, de 30.6.2004** – Dispôs sobre a oferta de contratos de opção de compra de produtos agrícolas amparados pela Política de Garantia de Preços Mínimos (PGPM) nos leilões de estoques públicos.

**Resolução 3.220, de 29.7.2004** – Alterou as regras para o cálculo da exigibilidade de aplicações em operações de microfinanças destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores. Aplica-se aos bancos comerciais, múltiplos com carteira comercial, à Caixa Econômica Federal, bem como às cooperativas de crédito,

as quais devem direcionar o mínimo de 2% dos saldos de depósitos à vista para operações de microcrédito, conforme estabelecido pela Resolução 3.109, de 2003. As alterações referem-se aos períodos de cálculo, recolhimento e data de verificação do cumprimento da exigibilidade. O período de cálculo, anteriormente estabelecido como 1º de julho a 30 de junho do ano seguinte, passou a corresponder aos doze meses anteriores ao mês precedente àquele em que estiver sendo feita a verificação do recolhimento. A verificação do cumprimento, que antes ocorria no 15º dia útil de agosto de cada ano, passa a se efetivar no dia 20 de cada mês ou no 1º dia útil subsequente. Os recursos da exigibilidade, se não forem aplicados em microfinanças, devem ser recolhidos ao Banco Central do Brasil, em espécie, no dia da verificação do cumprimento, permanecendo indisponíveis até a data de recolhimento subsequente, sem remuneração.

**Circular 3.248, de 29.7.2004** – Dispôs, entre outros assuntos, sobre abertura, manutenção e movimentação de contas-correntes de depósito para investimento de que trata a Lei 10.892, de 13.7.2004, revogando a Circular 3.235, de 22.4.2004. As principais alterações em relação à circular revogada foram:

- a) mudança da data de entrada em vigor da movimentação nas contas de depósito para investimento, de 2 de agosto para 1º de outubro de 2004;
- b) proibição de abertura de conta conjunta de depósito para investimento em que um dos titulares seja pessoa jurídica;
- c) concessão de prerrogativa aos clientes sobre a decisão de abertura de contas poupança integradas a contas de depósito para investimento;
- d) dispensa da abertura de conta investimento para investidores estrangeiros, fundos ou clubes de investimento e para titulares de contas-correntes com movimentação não sujeita à incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF).

**Lei 10.931, de 2.8.2004** – Dispôs sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letras de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário. Nesse sentido, ressaltou-se que a principal alteração refere-se à instituição de regime especial de tributação, que consiste na cobrança da alíquota de 7% da receita mensal recebida pela incorporação imobiliária submetida ao regime de afetação, cujo patrimônio é apartado



do patrimônio do incorporador, conforme disposto na Medida Provisória 2.221, de 4.9.2001, para o pagamento dos seguintes impostos:

- a) Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ);
- b) Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL);
- c) Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins);
- d) Contribuição para o Programa de Integração Social/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep). Em decorrência, o terreno e as acessões de uma incorporação (patrimônio de afetação) e os demais bens e direitos a ela vinculados não respondem por dívidas da incorporadora relacionadas àqueles tributos.

**Instrução Normativa 409 da CVM, de 18.8.2004** – Estabeleceu novas regras para o segmento de fundos de investimento, com efeitos a partir de noventa dias de sua publicação. As principais alterações foram:

- a) a administração dos fundos poderá ser exercida não somente por instituições financeiras, mas também por pessoas jurídicas não financeiras, autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- b) a exigência de que todos os fundos divulguem suas principais características por meio de um prospecto, contendo informações relativas à política de investimento e a riscos envolvidos;
- c) o estabelecimento de categorias para a classificação dos fundos, a saber:
  - i) fundos de curto prazo, para aplicação exclusiva em títulos públicos federais;
  - ii) fundos referenciados, denominados por um indicador de desempenho, sendo 80%, no mínimo, de seu patrimônio, representado por títulos federais e ativos de renda fixa, cujo emissor tenha classificação de baixo risco de crédito;
  - iii) fundos de renda fixa, fundos de ações e fundos cambiais, que deverão possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados ao fator de risco que dá nome à classe;
  - iv) fundos de dívida externa, com aplicação de pelo menos 80% de seu patrimônio em títulos da dívida externa da União;

- v) fundos multimercado, referentes àqueles em que não há o compromisso de concentração em nenhum fator de risco em especial.

**Resolução 3.229, de 26.8.2004** – Facultou às instituições financeiras, para efeito do cumprimento da exigibilidade de aplicação de 2% dos saldos de depósitos à vista nas operações de microcrédito, o cômputo das seguintes operações:

- a) repasse de recursos às sociedades de crédito ao microempreendedor (SCM), por meio de depósitos interfinanceiros, no caso das operações efetuadas com microcrédito produtivo orientado;
- b) aquisição dessa modalidade de crédito de SCM, Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (Oscip) e Organizações não Governamentais (ONG).

Em ambos os casos, a taxa de juros efetiva cobrada do tomador não poderá ultrapassar 4% a.m. e o somatório desses recursos fica limitado a 30% do valor da exigibilidade. Considera-se microcrédito produtivo orientado a operação concedida para o atendimento das necessidades financeiras do micro e pequeno empreendimento.

### Medidas de política fiscal

**Lei 10.878, de 8.6.2004** – Acrescentou dispositivo à Lei 8.036, de 11.5.1990, de modo a imprimir maior flexibilidade na movimentação da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), em caso de necessidade pessoal, cuja urgência e gravidade decorram de desastre natural.

**Medida Provisória 193, de 24.6.2004** – Autorizou a União a entregar aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios, no exercício de 2004, o montante de R\$900 milhões, com o objetivo de fomentar as exportações do País, de acordo com os critérios, prazos e condições previstas nesta Medida Provisória.

**Emenda Constitucional 44, de 30.6.2004** – Elevou de 25% para 29% a participação dos estados e dos municípios na arrecadação da Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico (Cide-combustíveis). Ressalta-se que a participação desses entes da federação na arrecadação da Cide foi autorizada pela Emenda Constitucional 42, de 19.12.2003, e passou a vigorar em janeiro deste ano.

**Medida Provisória 197, de 7.7.2004** – Criou o Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional (Modermaq), com a finalidade de promover e incentivar a modernização geral da indústria e a dinamização do setor de bens de capital. O Modermaq compreende financiamentos para a aquisição de máquinas e equipamentos e demais bens de capital, com o objetivo de fomentar a geração de empregos, o aumento da produtividade e o desenvolvimento tecnológico do parque industrial nacional.

**Decreto 5.146, de 20.7.2004** – Autorizou a inclusão de empreendimentos de transmissão de energia elétrica, integrantes da Rede Básica do Sistema Interligado Nacional, no Programa Nacional de Desestatização (PND), e determinou à Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) a promoção e o acompanhamento dos processos de licitação dessas concessões.

**Lei 10.925, de 23.7.2004** – Reduziu as alíquotas do Programa de Integração Social/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes na importação e comercialização, no mercado interno, de fertilizantes defensivos agropecuários e eliminou a incidência dessas contribuições sobre as receitas oriundas da venda de feijão, arroz, farinha de mandioca, insumos da produção agrícola, vacinas para uso veterinário, entre outros produtos.

**Medida Provisória 201, de 23.7.2004** – Autorizou a revisão dos benefícios previdenciários concedidos com data de início posterior a fevereiro de 1994, e o pagamento dos valores atrasados nas condições que especifica.

**Medida Provisória 202, de 23.7.2004** – Excluiu, para fins de incidência na fonte e no ajuste anual do imposto de renda da pessoa física, a quantia de R\$100,00 mensais do total dos rendimentos tributáveis provenientes do trabalho assalariado pagos de agosto a dezembro do ano-calendário de 2004.

**Decreto 5.164, de 30.7.2004** – Reduziu a zero as alíquotas do Programa de Integração Social/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas ao regime de incidência não cumulativa das referidas contribuições. Essas providências não se aplicam às receitas financeiras oriundas de juros sobre o capital próprio e nem às receitas decorrentes de operações de *redge*.

**Lei 10.931, de 2.8.2004** – Instituiu o regime especial de tributação aplicável às incorporações imobiliárias, em caráter opcional e irretratável enquanto perdurarem direitos de crédito ou obrigações do incorporador junto aos adquirentes dos imóveis que compõem a incorporação. A opção pelo regime especial de tributação será efetivada quando atendidos os seguintes requisitos:

- a) entrega do termo de opção na unidade competente da Secretaria da Receita Federal, conforme regulamentação a ser estabelecida;
- b) afetação do terreno e das acessões objeto da incorporação imobiliária, conforme disposições da Lei 4.591, de 16.12.1964.

**Medida Provisória 205, de 6.8.2004** – Autorizou o pagamento de subvenção econômica ao Banco do Brasil S.A., sob a modalidade de equalização de taxas de juros em operações de crédito para investimentos na área de abrangência do Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste (FCO), lastreadas com recursos captados do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). A concessão de subvenção nos termos desta Medida Provisória ficou limitada ao montante de operações de crédito de até R\$1 bilhão, em contratações junto aos setores produtivos da região Centro-Oeste, realizadas até 30.6.2005.

**Medida Provisória 206, de 6.8.2004** – Instituiu o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e Ampliação da Estrutura Portuária (Reporto); ampliou o prazo de recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que deixou de ser quinzenal e passou a ser mensal; ampliou a isenção tributária existente sobre as Letras Hipotecárias (LH) e estendeu-a às Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), quando mantidos por pessoas físicas; modificou o tratamento tributário para aplicações financeiras, por meio de um tratamento tributário diferenciado tanto para as aplicações de renda fixa quanto de renda variável.

**Decreto 5.172, de 6.8.2004** – Reduziu de 7% para 4%, a partir de setembro de 2004, a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre operações de seguro de vida. Em setembro de 2005, a alíquota passará para 2% e, em setembro de 2006, será zerada.

**Decreto 5.173, de 6.8.2004** – Ampliou a desoneração dos bens de capital, reduzindo de 3,5% para 2% a alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados

(IPI). Ademais, ampliou a lista de máquinas e equipamentos desonerados, incluindo mais 29 linhas de produtos. Essa medida dá seqüência à política de desoneração de bens de capital iniciada com a edição do Decreto 4.955, de 15.1.2004, que reduziu de 5% para 3,5% da alíquota do IPI incidente sobre esses bens de capital.

**Lei 10.933, de 11.8.2004** – Aprovou o Plano Plurianual (PPA) para o quadriênio 2004/2007, em cumprimento ao disposto no art.165 da Constituição Federal. O somatório das metas físicas dos projetos estabelecidos para o período do PPA constitui-se em limite a ser observado pelas leis de diretrizes orçamentárias e pelas leis orçamentárias e seus créditos adicionais. Por sua vez, os valores consignados a cada ação são referenciais e não se constituem em limites à programação das despesas expressas nas leis orçamentárias.

**Lei 10.934, de 11.8.2004** – Aprovou as diretrizes para a elaboração do Orçamento da União referente ao exercício de 2005 (LDO/2005). Essa lei determinou que o Orçamento de 2005 deve manter a mesma meta de superávit primário estabelecida para 2004, isto é, 3,15% do Produto Interno Bruto (PIB). Com isso, também ficará mantida a meta consolidada de 4,25% fixada para o setor público não financeiro.

**Decreto 5.183, de 13.8.2004** – Estabeleceu as condições e as exigências para aplicação do disposto no art. 9º da Medida Provisória 2.159-70, de 24.8.2001. A referida Medida reduziu a zero a alíquota do imposto de renda incidente nas remessas para o exterior destinadas exclusivamente ao pagamento de despesas relacionadas com:

- a) pesquisa de mercado para produtos brasileiros de exportação;
- b) participação em exposições, feiras e eventos semelhantes, inclusive alugueis e arrendamentos de estandes e locais de exposição, vinculadas à promoção de produtos brasileiros;
- c) propagandas realizadas no âmbito desses eventos.

**Decreto 5.184, de 16.8.2004** – Criou a Empresa de Pesquisa Energética (EPE), com a finalidade de prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinados a subsidiar o planejamento do setor energético, tais como energia elétrica, petróleo, gás natural e seus derivados, carvão mineral, fontes energéticas renováveis e eficiência energética, entre outras.

**Medida Provisória 209, de 26.8.2004** – Permitiu às entidades de previdência complementar e às sociedades seguradoras optarem, em relação aos planos de benefícios de caráter previdenciário, instituídos a partir de 1º de janeiro de 2005 e estruturados nas modalidades de contribuição definida ou contribuição variável, por regime de tributação pelo qual os valores pagos aos participantes ou aos assistidos, a título de benefícios ou resgates de valores acumulados, sujeitam-se à incidência de imposto de renda na fonte às seguintes alíquotas:

- a) 35%, para recursos com prazo de acumulação inferior ou igual a dois anos;
- b) 30%, para recursos com prazo de acumulação superior a dois anos e inferior ou igual a quatro anos;
- c) 25%, para recursos com prazo de acumulação superior a quatro anos e inferior ou igual a seis anos;
- d) 20%, para recursos com prazo de acumulação superior a seis anos e inferior ou igual a oito anos;
- e) 15%, para recursos com prazo de acumulação superior a oito anos e inferior ou igual a dez anos;
- f) 10%, para recursos com prazo de acumulação superior a dez anos.

Entende-se por prazo de acumulação, o tempo decorrido entre o aporte de recursos no plano de benefícios mantido por entidade de previdência complementar, por sociedade seguradora ou no Fundo de Aposentadoria Programada Individual (Fapi) e o pagamento relativo ao resgate ou ao benefício, considerando-se o tempo de permanência, a forma e o prazo de recebimento e os valores aportados.

### **Medidas relacionadas ao setor externo**

**Portaria STN 261, de 20.5.2004 (DOU 21.5.2004)** – Autorizou a emissão de Notas do Tesouro Nacional, Série I (NTN-I), no valor de R\$55.973.711,00 (cinquenta e cinco milhões, novecentos e setenta e três mil, setecentos e onze reais), referenciada a 15.5.2004, a serem utilizadas no pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços brasileiros amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações (Proex).

**Memorando de Entendimento Brasil-China na Área de Segurança Sanitária e Fitossanitária de Produtos Alimentares (DOU 8.6.2004)** – Objetivou promover a comunicação e a cooperação bilaterais na área de segurança sanitária e fitossanitária de produtos



alimentares. Para tanto, as partes concordam em estabelecer mecanismo de consulta mútua na área, em harmonia com os princípios, regulamentos, direitos e obrigações estipulados no Acordo sobre Aplicação de Medidas Sanitária e Fitossanitárias da Organização Mundial do Comércio (OMC), sujeitos às regras e regulamentos de cada país.

**Memorando de Entendimento Brasil-China sobre Cooperação entre o Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão do Brasil e o Ministério do Comércio da China (DOU 8.6.2004) –**

Objetivou intensificar as relações econômico-comerciais entre os dois países, com base nos princípios da igualdade e benefícios mútuos. As partes comprometem-se a explorar um conjunto de iniciativas que englobe as áreas de comércio, infra-estrutura de transporte e de energia e investimentos mútuos, a fim de reforçar o intercâmbio de produtos, tecnologia e serviços.

**Resoluções Camex 16, de 11.6.2004 (republicada no DOU de 18.6.2004); 21, de 20.7.2004 (DOU 22.7.2004); e 23, de 24.8.2004 (DOU 26.8.2004) –**

Alteraram, para 2% (dois por cento), até 30.6.2006, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre Bens de Capital e Bens de Informática e Telecomunicações dos produtos que especificam na condição de “ex”-tarifários.

**Decreto 5.106, de 15.6.2004 (DOU 16.6.2004)**

Publicou a lista de concessões tarifárias do Mercosul no âmbito do Acordo sobre o Sistema Global de Preferências Comerciais entre países em desenvolvimento, promulgado pelo Decreto 194, de 21.8.1991.

**Resolução Bacen 3.203, de 17.6.2004** – Dispôs sobre a abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileiras que se encontrem temporariamente no exterior.

**Circular Bacen 3.241, de 17.6.2004** – Divulgou o título 13 (Pagamento de Importações em Reais) do Regulamento de Câmbio de Importação, que constitui o capítulo 6 da Consolidação das Normas Cambiais (CNC). Fica sem efeito o título 13 do capítulo 6 da CNC divulgada pela Circular Bacen, de 2.4.2004.

**Portaria STN 300, de 23.6.2004 (DOU 25.6.2004)** – Autorizou a emissão de Notas do Tesouro Nacional, Série I (NTN-I), no valor de R\$10.574.941,05 (dez milhões, quinhentos e setenta e quatro mil, novecentos e

quarenta e um reais e cinco centavos), referenciada a 15.6.2004, a serem utilizadas no pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços brasileiros amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações (Proex).

**Circular Bacen 3.242, de 23.6.2004** – Alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes. Elimina a vedação para concessão de crédito a usuários de cartão de crédito para financiamento de bens e serviços adquiridos no exterior.

**Circular Bacen 3.243, de 23.6.2004** – Alterou as disposições sobre a utilização de cartões de crédito internacionais. Permite aos bancos múltiplos com carteira comercial e à Caixa Econômica Federal a aceitação de cartão de crédito internacional como instrumento de realização de depósito nas contas de depósitos à vista de que trata a resolução Bacen 3.203, de 17.6.2004.

**Resolução Bacen 3.213, de 30.6.2004** – Dispôs sobre a utilização de cartão de crédito para a realização de depósitos em contas de depósitos à vista e para a transmissão de ordens de pagamento.

**Resolução Camex 18, de 30.6.2004 (DOU 1º.7.2004)** – Prorrogou, até 31.12.2004, a redução a zero por cento das alíquotas do Imposto de Importação dos medicamentos e fármacos contidos no Anexo I e, até 31.7.2004, as alíquotas dos medicamentos e fármacos contidos no Anexo II desta Resolução.

**Resolução Camex 20, de 6.7.2004 (DOU 1º.7.2004)** – Alterou a Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM) e as alíquotas do Imposto de Importação que compõem a Tarifa Externa Comum (TEC), de que trata o Anexo I da Resolução Camex 42, de 26.12.2001, e incluiu códigos que especifica no Anexo III da mesma Resolução (fármacos/medicamentos).

**Circular Secex 39, de 30.6.2004 (DOU 2.7.2004)** – Tornou público que se encontra disponível o "Manual sobre o Sistema de Cotas Tarifárias da Comunidade Européia para Produtos de Juta e Fibra de Coco, Produtos Feitos à Mão e Produtos Tecidos em Teares Manuais".

**Resolução Bacen 3.217, de 30.6.2004** – Permitiu a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.

**Resolução Bacen 3.219, de 30.6.2004** – Redefiniu os critérios aplicáveis às operações do sistema de equalização de taxas de juros do Programa de Financiamento às Exportações e revogou a Resolução Bacen 2.799/2000.

**Decreto 5.127, de 5.7.2004 (DOU 6.7.2004)** – Reduziu a zero as alíquotas do Programa de Integração Social/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) dos produtos químicos classificados no Capítulo 29 da Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM) e dos produtos farmacêuticos que menciona.

**Medida Provisória 197, de 7.7.2004 (DOU 8.7.2004, retificada em 9.7.2004)** – Criou o Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional (Modermaq), e deu outras providências.

**Portaria MDIC 183, de 20.7.2004 (DOU 21.7.2004)** – Tornou público o critério de distribuição entre empresas nacionais do contingente exportável de 5.000 toneladas de carne bovina *in natura*, na modalidade Cota Hilton, concedido pela União Européia ao Brasil, para o período compreendido entre 1º.7.2004 e 30.6.2005.

**Medida Provisória 202, de 23.7.2004 (DOU 26.7.2004)** – Reduziu a zero as alíquotas da Contribuição para o Programa de Integração Social/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes sobre as receitas de venda de mercadorias destinadas ao consumo ou à industrialização na Zona Franca de Manaus (ZFM), por pessoa jurídica estabelecida fora da ZFM.

**Lei 10.925, de 23.7.2004 (DOU 26.7.2004)** – Reduziu as alíquotas do Programa de Integração Social/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes na importação e na comercialização do mercado interno de fertilizantes e defensivos agropecuários e revoga os normativos que menciona. Conversão em Lei da Medida Provisória 183, de 10.5.2004.

**Portaria STN 381, de 23.7.2004 (DOU 27.7.2004)** – Autorizou a emissão de Notas do Tesouro Nacional Série I (NTN-I), no valor de R\$71.358.632,22 (setenta e um milhões, trezentos e cinquenta e oito mil, seiscentos e trinta e dois reais e vinte e dois centavos),

referenciada a 15.7.2004, a serem utilizadas no pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços brasileiros amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações (Proex).

**Resolução Camex 22, de 20.7.2004 (DOU 29.7.2004)** – Alterou a Lista de Exceções à Tarifa Externa Comum, a Lista de Convergência do Setor de Informática e Telecomunicações e adotou outras providências.

**Resolução Bacen 3.222, de 29.7.2004** – Dispôs sobre a abertura de contas de depósitos em moeda estrangeira de titularidade de residentes no país ou no exterior.

**Circular Bacen 3.250, de 30.7.2004, e Resolução Bacen 3.221, de 29.7.2004** – Estabeleceram condições para registro de recursos captados no mercado internacional, mediante a emissão de títulos denominados em reais no mercado internacional.

**Circular Bacen, 3.249 de 30.7.2004 (DOU 2.8.2004)** – Divulgou o Regulamento sobre Frete Internacional, que passa a constituir o capítulo 7 da Consolidação das Normas Cambiais, cujas disposições regem as transferências de valores do e para o exterior, decorrentes da atividade de transporte internacional de cargas, independentemente da modalidade do transporte empregado, e revogou os normativos que menciona.

**Decreto 5.165, de 2.8.2004 (DOU 3.8.2004)** – Regulamentou a Medida Provisória 197, de 7.7.2004, que cria o Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional (Modermaq) e dá outras providências.

**Circular 3.251, de 3.8.2004** – Disciplinou a utilização de cartões de crédito emitidos no exterior, de que trata a Resolução 3.213, de 2004, titulados por pessoas físicas, para as hipóteses que especifica.

**Resolução 3.227, de 5.8.2004** – Estabeleceu as condições para concessão de financiamentos ao amparo do Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional (Modermaq). Foi fixado o limite de aplicação de recursos de até R\$2.500.000.000,00 (dois bilhões e quinhentos milhões de reais) nos doze meses seguintes à data de vigência desta Resolução.

**Circular Secex 47, de 2.8.2004 (DOU 4.8.2004)** – Tornou públicas informações sobre a Revisão Anual do Sistema Geral de Preferências dos Estados Unidos referente

a 2003, cujo resultado foi publicado no Volume 69, nº 128, do *Federal Register*, em 6.7.2004.

**Medida Provisória 206, de 6.8.2004 (DOU 9.8.2004)** – Alterou a tributação do mercado financeiro e de capitais, instituiu o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e Ampliação da Estrutura Portuária (Reporto), e deu outras providências.

**Decreto 5.183 de 13.8.2004 (DOU 16.8.2004)**  
– Regulamentou a redução da alíquota do Imposto sobre a Renda incidente sobre as remessas, para o exterior, nos termos do artigo 9º da Medida Provisória 2.159-70, de 24.8.2001, e deu outras providências. Redução tributária aplicável no pagamento de despesas relacionadas com a pesquisa de mercado para produtos brasileiros de exportação, participação em exposições, feiras e assemelhados, propagandas realizadas no âmbito desses eventos.

**Decreto 5.195, de 26.8.2004 (DOU 27.8.2004)**  
– Dispôs sobre a redução a zero das alíquotas da Contribuição para o Programa de Integração Social/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes na importação e na comercialização no mercado interno de adubos, fertilizantes e defensivos agropecuários, de que trata o artigo 1º da Lei 10.925, de 23.7.2004, e deu outras providências.

## 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 Schwartzman**  
Diretor

**Antonio Gustavo Matos do Vale**  
Diretor

**Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo**  
Diretor

**João Antônio Fleury Teixeira**  
Diretor

**Paulo Sérgio Cavalheiro**  
Diretor

**Sérgio Darcy da Silva Alves**  
Diretor

## Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

### **Membros**

**Henrique de Campos Meirelles**  
Presidente

**Afonso Sant'Anna Bevilaqua**  
Diretor

**Alexandre Schwartzman**  
Diretor

**Antonio Gustavo Matos do Vale**  
Diretor

**Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo**  
Diretor

**João Antônio Fleury Teixeira**  
Diretor

**Paulo Sérgio Cavalheiro**  
Diretor

**Sérgio Darcy da Silva Alves**  
Diretor

### **Demais participantes**

**Altamir Lopes**  
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

**José Antonio Marciano**  
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

**José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva**  
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

**Marcelo Kfoury Muinhos**  
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

**Sérgio Goldenstein**  
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

## Siglas

---

<b>a.a.</b>	Ao ano
<b>Abimaq</b>	Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos
<b>ABPO</b>	Associação Brasileira do Papelão Ondulado
<b>ACC</b>	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
<b>ACSP</b>	Associação Comercial de São Paulo
<b>AGF</b>	Aquisição do Governo Federal
<b>Aladi</b>	Associação Latino-Americana de Integração
<b>Aneel</b>	Agência Nacional de Energia Elétrica
<b>Anfavea</b>	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
<b>ANP</b>	Agência Nacional do Petróleo
<b>Bacen</b>	Banco Central do Brasil
<b>Bancoob</b>	Banco Cooperativo do Brasil
<b>Bansicredi</b>	Banco Cooperativo Sicredi
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESp</b>	BNDES Participações S. A.
<b>BoJ</b>	Banco do Japão
<b>Camex</b>	Câmara de Comércio Exterior
<b>CCR</b>	Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos
<b>CDA</b>	Certificado de Depósito Agropecuário
<b>CDI</b>	Certificados de Depósito Interfinanceiro
<b>Cepal</b>	Comissão Econômica para América Latina e o Caribe
<b>Cide</b>	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNC</b>	Consolidação das Normas Cambiais
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Cofins</b>	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
<b>Copom</b>	Comitê de Política Monetária
<b>CPMF</b>	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
<b>CPR</b>	Cédula de Produto Rural
<b>CRA</b>	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
<b>CRI</b>	Certificados de Recebíveis Imobiliários
<b>CSLL</b>	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>DAX</b>	<i>Deutscher Aktienindex</i>
<b>DES</b>	Direitos Especiais de Saque
<b>DI</b>	Depósito Interfinanceiro
<b>Dieese</b>	Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos

<b>DJIA</b>	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
<b>DR</b>	Duplicata Rural
<b>EGF</b>	Empréstimos do Governo Federal
<b>Embi+</b>	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
<b>EPE</b>	Empresa de Pesquisa Energética
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>Fapi</b>	Fundo de Aposentadoria Programada Individual
<b>FAT</b>	Fundo de Amparo ao Trabalhador
<b>FCO</b>	Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste
<b>Fecomercio RJ</b>	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
<b>Fecomercio SP</b>	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
<b>Fed</b>	<i>Federal Reserve</i>
<b>FGTS</b>	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
<b>FGV</b>	Fundação Getulio Vargas
<b>Fiesp</b>	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
<b>FIF</b>	Fundos de investimento financeiro
<b>Finame</b>	Agência Especial de Financiamento Industrial
<b>FITVM</b>	Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>FMP</b>	Fundos mútuos de privatização
<b>FOB</b>	Livre a bordo ( <i>Free on board</i> )
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open-Market Committee</i>
<b>FTSE 100</b>	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
<b>Funcex</b>	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
<b>Gerin</b>	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
<b>HICP</b>	<i>Harmonized Indices of Consumer Prices</i>
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>Ibovespa</b>	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
<b>ICC</b>	Índice de Confiança do Consumidor
<b>Icea</b>	Índice das Condições Econômicas Atuais
<b>Icei</b>	Índice Conjuntural de Emprego Industrial
<b>ICMS</b>	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
<b>IEC</b>	Índice de Expectativas do Consumidor
<b>IED</b>	Investimentos Estrangeiros Diretos
<b>IGP</b>	Índice Geral de Preços
<b>IGP-DI</b>	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
<b>IGP-M</b>	Índice Geral de Preços – Mercado
<b>IIC</b>	Índice das Intenções do Consumidor
<b>INCC</b>	Índice Nacional de Custo da Construção
<b>INPC</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
<b>INSS</b>	Instituto Nacional do Seguro Social
<b>IOF</b>	Imposto sobre Operações Financeiras
<b>IPA</b>	Índice de Preços por Atacado
<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
<b>IPA-OG</b>	Índice de Preços por Atacado – Oferta Global
<b>IPC</b>	<i>Índice de Precios e Cotizaciones</i>
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IPC-Br</b>	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
<b>IPC-DI</b>	Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna
<b>IPI</b>	Imposto sobre Produtos Industrializados

<b>IRPJ</b>	Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas
<b>ISM</b>	Instituto de Gerenciamento de Suprimentos
<b>LCI</b>	Letra de Crédito Imobiliário
<b>LDO</b>	Lei de Diretrizes Orçamentárias
<b>LEC</b>	Linha Especial de Crédito
<b>LFT</b>	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
<b>LH</b>	Letras Hipotecárias
<b>LSPA</b>	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
<b>LTN</b>	Letras do Tesouro Nacional
<b>Mapa</b>	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
<b>mbd</b>	Milhões de barris/dia
<b>MDA</b>	Ministério do Desenvolvimento Agrário
<b>MDIC</b>	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
<b>Mercosul</b>	Mercado Comum do Sul
<b>Moderagro</b>	Programa de Modernização da Agricultura e Conservação de Recursos Naturais
<b>Moderfrota</b>	Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras
<b>Moderinfra</b>	Programa de Incentivo à Irrigação e à Armazenagem
<b>Modermaq</b>	Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional
<b>MTE</b>	Ministério do Trabalho e Emprego
<b>MTE</b>	Memorando Técnico de Entendimentos
<b>Nasdaq</b>	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
<b>NBCE</b>	Nota do Banco Central do Brasil – Série Especial
<b>NCM</b>	Nomenclatura Comum do Mercosul
<b>NTN-B</b>	Nota do Tesouro Nacional – Série B
<b>NTN-C</b>	Nota do Tesouro Nacional – Série C
<b>NTN-D</b>	Nota do Tesouro Nacional – Série D
<b>NTN-I</b>	Nota do Tesouro Nacional – Série I
<b>Nuci</b>	Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria
<b>OCDE</b>	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
<b>OMC</b>	Organização Mundial do Comércio
<b>ONG</b>	Organizações não Governamentais
<b>Opep</b>	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
<b>Oscip</b>	Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público
<b>pp.</b>	Pontos percentuais
<b>PAP</b>	Plano Agrícola e Pecuário
<b>Pasep</b>	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
<b>PEA</b>	População economicamente ativa
<b>PEP</b>	Prêmio de Escoamento de Produto
<b>PGPM</b>	Política de Garantia de Preços Mínimos
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIM</b>	Pesquisa Industrial Mensal
<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PMC</b>	Pesquisa Mensal do Comércio
<b>PME</b>	Pesquisa Mensal de Emprego
<b>PND</b>	Programa Nacional de Desestatização
<b>PPA</b>	Plano Plurianual
<b>Prodeagro</b>	Programa de Desenvolvimento do Agronegócio
<b>Prodecoop</b>	Programa de Desenvolvimento Cooperativo para Agregação de Valor à Produção Agropecuária
<b>Proex</b>	Programa de Financiamento às Exportações
<b>Pronaf</b>	Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar

<b>Reporto</b>	Regime Tributário para Incentivo à Modernização e Ampliação da Estrutura Portuária
<b>S&amp;P500</b>	<i>Standard and Poor's 500</i>
<b>SBPE</b>	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
<b>SCM</b>	Sociedades de crédito ao microempreendedor
<b>SCR</b>	Sistema de Informações de Crédito
<b>Secex</b>	Secretaria de Comércio Exterior
<b>Selic</b>	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
<b>SPC</b>	Serviço Central de Proteção ao Crédito
<b>STF</b>	Supremo Tribunal Federal
<b>STJ</b>	Superior Tribunal de Justiça
<b>STN</b>	Secretaria do Tesouro Nacional
<b>TEC</b>	Tarifa Externa Comum
<b>TJLP</b>	Taxa de Juros de Longo Prazo
<b>TN</b>	Tesouro Nacional
<b>UCI</b>	Utilização da capacidade instalada
<b>UE</b>	União Européia
<b>VEP</b>	Valor de Escoamento de Produto
<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>
<b>ZFM</b>	Zona Franca de Manaus