



Relatório de Inflação

Junho 2005

Volume 7 – Número 2





Relatório de Inflação

Junho 2005
Volume 7 – Número 2

Relatório de Inflação	Brasília	v. 7	n. 2	jun	2005	P. 1 - 156
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

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

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

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

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 7, n. 2.

Controle Geral de Publicações

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

Tiragem: 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) 3414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
DDG: 0800 992345
Fax: (61) 3321-9453
70074-900 Brasília – DF
Internet: <http://www.bcb.gov.br>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Vendas no varejo _____	12
1.2 Produção _____	14
Agropecuária _____	14
Produção da lavoura _____	14
Pecuária _____	21
Produção industrial _____	22
1.3 Mercado de Trabalho _____	27
Emprego _____	27
Rendimentos _____	28
1.4 Produto Interno Bruto _____	29
1.5 Investimentos _____	35
1.6 Conclusão _____	36
Preços	37
2.1 Índices gerais _____	37
2.2 Índices de preços ao consumidor _____	38
Índice de Preços ao Consumidor Amplo _____	38
2.3 Preços administrados _____	39
2.4 Núcleos de inflação _____	40
2.5 Expectativas de mercado _____	40
2.6 Conclusão _____	42
Políticas creditícia, monetária e fiscal	43
3.1 Crédito _____	43
Operações de crédito com recursos direcionados _____	44
Operações de crédito com recursos livres _____	46
3.2 Agregados monetários _____	50
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto _____	52
Taxas de juros reais e expectativas de mercado _____	53
Mercado de capitais _____	54
Aplicações financeiras _____	55

3.3 Política fiscal _____	56
Necessidades de financiamento do setor público _____	56
Dívida Mobiliária Federal _____	59
Dívida Líquida do Setor Público _____	59
3.4 Conclusão _____	60

Economia internacional **63**

4.1 Atividade econômica _____	63
4.2 Política monetária e inflação _____	65
4.3 Mercados financeiros internacionais _____	67
4.4 Comércio mundial _____	70
4.4.1 <i>Commodities</i> _____	71
4.4.1.1 Petróleo _____	72
4.5 Conclusão _____	73

Setor externo **75**

5.1 Movimento de câmbio _____	76
5.2 Comércio de bens _____	76
5.3 Serviços e renda _____	80
5.4 Conta financeira _____	81
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa _____	83
5.6 Conclusão _____	84

Perspectivas para a inflação **89**

6.1 Determinantes da inflação _____	90
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados _____	97
6.3 Previsão de inflação _____	101

Boxes

Efeitos da Quebra de Safra Agrícola _____	16
Perspectivas para o Produto Interno Bruto em 2005 _____	30
Evolução dos Empréstimos com Consignação em Folha de Pagamento _____	47
Projeções do Balanço de Pagamentos _____	86
Expectativas de Inflação para os Próximos Doze Meses _____	105
A Experiência Internacional de Metas para a Inflação _____	107

Anexo **111**

Medidas de política econômica **143**

Apêndice **151**

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

O desempenho recente da atividade industrial e das vendas do comércio, bem como a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre do ano, ratificou a acomodação do ritmo de crescimento da economia brasileira nos primeiros meses de 2005, relativamente ao padrão observado ao longo do ano anterior. Esses indicadores apresentaram variações positivas, mas decrescentes, nas comparações com iguais períodos de 2004, e relativa estabilidade ou crescimento discreto nas comparações na margem. O arrefecimento transitório da atividade produtiva, após alcançar patamar elevado historicamente, constitui aspecto favorável à perspectiva de crescimento sustentável, em cenário de estabilidade de preços.

A acomodação do nível da atividade tem sido acompanhada por alteração na composição da demanda, com maior participação do setor externo em detrimento do mercado doméstico. No âmbito externo, o crescimento da economia mundial mantém-se como principal fator de dinamismo das exportações, compensando eventuais efeitos decorrentes da recente apreciação cambial. No cenário interno, a evolução do consumo tem sido influenciada pelos mecanismos de autopropagação da renda – emprego e rendimento real – e tende a sustentar-se em patamar alto, a despeito da discreta queda registrada pelas contas nacionais no primeiro trimestre deste ano, após seis trimestres ininterruptos de crescimento. Por sua vez, os investimentos, após terem apresentado crescimento a taxas muito elevadas por cinco trimestres consecutivos, mostram contração significativa desde o final de 2004, em parte refletindo a perda da renda agrícola, mas também como reação à evolução recente da demanda diante do ciclo de política monetária. Os níveis de confiança do empresariado, o patamar do risco-país, bem como os resultados obtidos por sondagens realizadas junto ao empresariado industrial sugerem a retomada dos investimentos à medida que se reduzirem as incertezas relativas à evolução da demanda interna.

O mercado de trabalho seguiu apresentando indicadores favoráveis nos primeiros meses de 2005, particularmente taxas de desemprego significativamente mais reduzidas, comparativamente às registradas em iguais períodos de 2004. Observou-se, também, redução no ritmo de contratações e no crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), evolução consistente com o arrefecimento da atividade produtiva.

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram-se em trajetória de crescimento no trimestre terminado em maio. Essa evolução esteve associada à demanda por crédito bancário por parte das famílias, destacando-se os empréstimos consignados em folha de pagamento, contratados a taxas de juros mais atrativas para o tomador e de reduzido risco para as instituições financeiras. Ao mesmo tempo, observou-se expansão moderada dos empréstimos contratados pelas empresas, tanto no segmento de crédito livre quanto no de crédito direcionado, movimento consistente com a evolução da atividade econômica no período. Assinale-se, ainda, a continuidade do significativo crescimento das formas de financiamento alternativas ao crédito bancário, com ênfase para as captações por emissões de debêntures, em especial as emitidas pelas sociedades de arrendamento mercantil, refletindo a expressiva recuperação das operações de *leasing* no decorrer dos últimos dois anos.

O resultado fiscal primário alcançado no primeiro quadrimestre superou a meta estabelecida para o período e reforça a tendência de cumprimento das metas estabelecidas para o ano. Além disso, observa-se continuidade das ações visando a manutenção da sustentabilidade do endividamento, refletidas, inclusive, na proposta de diretrizes orçamentárias para o período seguinte.

Os principais fatores determinantes da evolução da relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB continuam registrando comportamento favorável, com destaque para o desempenho fiscal em todos os segmentos do setor público, o crescimento do PIB valorizado e o comportamento da taxa de câmbio.

A evolução recente da balança comercial, mesmo incorporando os efeitos sobre as importações decorrentes da manutenção de níveis elevados de atividade econômica, sustenta a projeção de expressivo superávit em 2005. Esse resultado favorecerá a obtenção de superávit em transações correntes. Nos primeiros cinco meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$15,6 bilhões e as transferências unilaterais correntes apresentaram melhora

sensível em relação ao resultado de janeiro a abril de 2004. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes relativo ao primeiro quadrimestre do ano foi quatro vezes maior que o obtido no mesmo período de 2004. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$13,4 bilhões, equivalentes a 2,06% do PIB.

A manutenção de elevados superávits comerciais, a redução do estoque de endividamento externo, os fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a manutenção dos níveis atuais de reservas internacionais constituem variáveis que fortalecem a posição externa brasileira. Somem-se a isso, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos cinco primeiros meses do ano, e as recentes emissões soberanas, que permitem reforçar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2005.

A inflação situou-se em patamar relativamente elevado nos primeiros cinco meses de 2005, sobretudo, se considerados os preços ao consumidor. Embora o comportamento dos índices tenha sido marcadamente influenciado por pressões sazonais e por reajustes concentrados em itens monitorados, a maior disseminação de aumentos de preços e a persistência dos núcleos de inflação em níveis relativamente altos indicaram que pressões de demanda estiveram também presentes no conjunto de fatores que concorreram para a resistência da inflação à queda. Apesar desse comportamento, a desaceleração dos índices em maio e as perspectivas para junho sugerem a superação das pressões observadas ao longo do primeiro semestre de 2005.

Nesse contexto, deve-se destacar a contribuição do ciclo de política monetária, impedindo a maior propagação de aumentos de preços. Houve uma redução na persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e uma melhora do cenário externo, não obstante a elevação recente dos preços internacionais do petróleo. Dessa forma, reduziram-se, em relação aos últimos meses, os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas.

A previsão central associada ao cenário de referência para a inflação de 2005 indica um valor de 5,8%. O crescimento de 0,3 p.p. em relação à previsão apresentada no último Relatório resultou, primordialmente, da inflação de março a maio ter sido acima do previsto à época e da revisão

para cima dos reajustes de preços administrados para 2005 que mais do que compensou os efeitos do aumento dos juros reais e da apreciação cambial sobre a projeção de inflação. Para 2006, a projeção de inflação pelo cenário de referência é de 3,7%, 0,1 p.p. menor do que no Relatório de março. A redução deve-se fundamentalmente aos efeitos dos juros reais mais elevados e da taxa de câmbio nominal mais apreciada que mais do que compensaram a revisão para cima das projeções de reajustes de preços administrados para 2006.

O cenário de mercado, considerando as expectativas dos analistas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin) para taxa de juros e câmbio, apresenta previsão de 6,3% para a inflação de 2005 e de 4,7% para 2006. As previsões situam-se acima da projeção do cenário de referência, em função do cenário de mercado embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, estando acima em 2005 e abaixo em 2006 das projeções do último Relatório. De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2005 é de 3,4%, 0,6% abaixo do projetado no Relatório anterior.

O desempenho recente da atividade industrial e das vendas do comércio, bem como a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre do ano confirmaram o cenário delineado no "Relatório de Inflação" anterior, de acomodação no crescimento da economia brasileira nos primeiros meses de 2005. Esses indicadores apresentaram variações positivas, mas decrescentes, nas comparações com iguais períodos de 2004, e relativa estabilidade ou crescimento discreto nas comparações na margem. A atividade produtiva, após alcançar patamar elevado, vem mostrando arrefecimento do ritmo de crescimento desde o último trimestre de 2004, o que constitui aspecto favorável à perspectiva de crescimento sustentável, em cenário de estabilidade de preços.

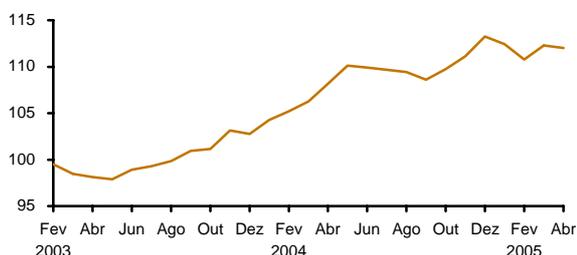
Embora o ritmo de expansão da economia nos primeiros meses de 2005 assemelhe-se ao observado ao final de 2004, a importância relativa dos determinantes da atividade produtiva nesses dois períodos vem se alterando. Nesse sentido, a continuidade do crescimento das exportações tem assegurado maior participação da demanda externa na composição do produto. No âmbito interno, observa-se diminuição dos gastos de investimento, após a forte recuperação registrada até o terceiro trimestre de 2004, e sustentação do consumo, sobretudo pela continuidade da ampliação do crédito.

O mercado de trabalho seguiu apresentando indicadores favoráveis nos primeiros meses de 2005, particularmente taxas de desemprego mais reduzidas, comparativamente às registradas em iguais períodos de 2004. O ritmo de contratações mantém-se acentuado, a exemplo do verificado no primeiro semestre do ano anterior.

1.1 Vendas no varejo

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

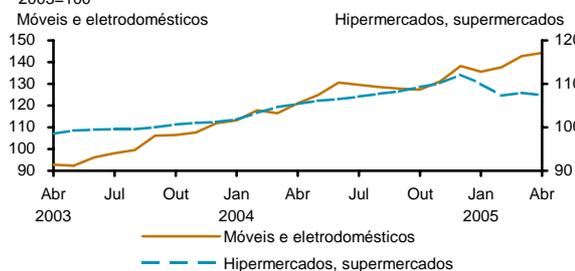
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2 – Índice de Volume de Vendas no Varejo

Dados dessazonalizados
2003=100



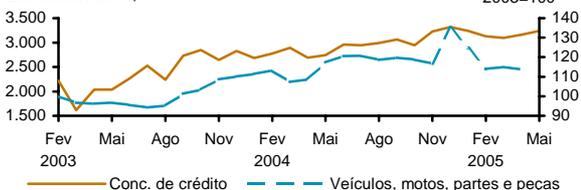
Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

Concessões de crédito

Em milhões de R\$^{1/}



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

^{1/} Operações de crédito a pessoa física com recursos livres, para aquisição de veículos, a preços de maio de 2005.

Tabela 1.1 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Abril de 2005

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita	Volume	Preços
Comércio varejista	12,3	5,0	7,0
Combustíveis e lubrificantes	11,4	-6,5	19,2
Hipermercados e supermercados	7,8	3,9	3,8
Tecidos, vestuário e calçados	15,9	5,1	10,3
Móveis e eletrodomésticos	26,3	19,6	5,6
Automóveis e motocicletas	16,9	4,1	12,3

Fonte: IBGE

Os indicadores do comércio varejista, interrompendo a tendência ascendente observada ao longo do ano anterior, mostraram estabilidade, em patamar elevado, do volume de vendas nos primeiros meses de 2005. Essa evolução é resultado de desempenhos distintos entre os segmentos do comércio, na medida em que, enquanto se observa retração na demanda por bens de consumo não duráveis, que vinha mostrando tendência expansionista até janeiro, registra-se continuidade na expansão das vendas de bens de consumo duráveis, favorecidas pelas condições de crédito.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo decresceu 0,5% no trimestre encerrado em abril de 2005, ante o resultado do trimestre finalizado em janeiro, considerada a série ajustada sazonalmente. Apenas os segmentos de móveis e eletrodomésticos e de tecidos, vestuário e calçados mostraram resultado positivo nessa base de comparação, 4,8% e 3,3%, respectivamente, registrando-se declínio das vendas nos demais, em especial, combustíveis e lubrificantes, 5,7%; e hipermercados e supermercados, 2,9%. As vendas do segmento automóveis, motocicletas, partes e peças, que não estão computadas no índice geral, recuaram 8,9%, na mesma base de comparação. Apesar desse desempenho, a continuidade da expansão do crédito destinado à aquisição de veículos sinaliza retomada de taxas de variação positivas para esse segmento do varejo.

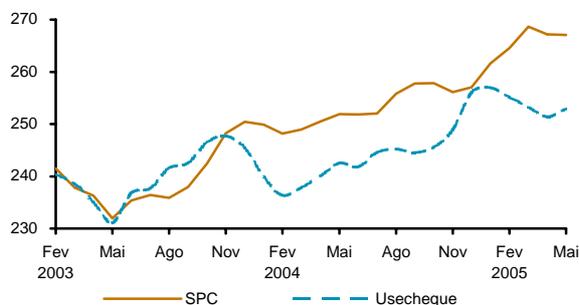
A comparação do comportamento das vendas no varejo nos primeiros meses de 2005 com o mesmo período do ano anterior evidencia a expressiva expansão registrada ao longo de 2004. Dessa forma, a receita nominal de vendas acumulada no primeiro quadrimestre de 2005 cresceu 12,3% em relação à registrada no período correspondente do ano anterior, resultado de expansões de 5% no volume de vendas e de 7% nos preços do varejo. Ressalte-se que a variação dos preços ao consumidor, consideradas as médias dos primeiros quadrimestres de 2004 e 2005, alcançou 7,6% segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE. A receita nominal de vendas apresentou crescimento significativo nos setores móveis e eletrodomésticos, 26,3%; automóveis e motocicletas, 16,9%; e tecidos, vestuário e calçados, 15,9%, no período.

As vendas no varejo elevaram-se em todas as 27 unidades da Federação pesquisadas pelo IBGE, entre os

Tabela 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo

Discriminação	Variação percentual				
	2004	2005			
	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}					
Comércio varejista	1,9	-0,7	-1,5	1,4	-0,2
Combustíveis e lubrificantes	1,9	-2,7	-3,4	-1,3	-1,1
Hipermercados e supermercados	1,7	-1,8	-2,6	0,6	-0,5
Tecidos, vestuário e calçados	4,6	-0,8	-2,7	0,7	13,7
Móveis e eletrodomésticos	5,3	-1,9	1,5	3,7	1,1
Automóveis e motocicletas	15,7	-7,7	-8,5	0,9	-1,2
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	1,9	2,7	2,1	0,4	-0,5
Combustíveis e lubrificantes	-0,3	0,4	-1,2	-4,0	-5,7
Hipermercados e supermercados	2,7	2,2	0,6	-1,9	-2,9
Tecidos, vestuário e calçados	1,7	3,9	2,9	0,9	3,3
Móveis e eletrodomésticos	2,8	5,6	6,5	4,8	4,8
Automóveis e motocicletas	3,2	5,4	5,2	-4,5	-8,9
No ano					
Comércio varejista	9,2	6,2	4,4	5,9	5,0
Combustíveis e lubrificantes	4,6	-1,1	-3,5	-5,4	-6,5
Hipermercados e supermercados	7,2	6,3	3,6	6,1	3,9
Tecidos, vestuário e calçados	4,7	4,2	2,2	1,7	5,1
Móveis e eletrodomésticos	26,4	19,6	18,3	18,2	19,6
Automóveis e motocicletas	17,8	11,4	5,5	5,3	4,1

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.**Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista**
Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral

Fonte: ACSP

primeiros quadrimestres de 2005 e de 2004. Os crescimentos mais expressivos ocorreram no Acre, 26%; no Amazonas, 23%; na Paraíba, 22,2%; e no Rio Grande do Norte, 20%.

Os resultados da Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio RJ) evidenciaram, nos primeiros meses de 2005, desaceleração mais acentuada nas vendas no varejo do que a apresentada pela pesquisa do IBGE, com abrangência nacional. O faturamento real do comércio varejista no estado do Rio de Janeiro, deflacionado pelo IPCA, recuou 5,2% no trimestre terminado em abril, ante o trimestre encerrado em janeiro, considerando a série dessazonalizada.

Outros indicadores relacionados ao comércio ratificaram o arrefecimento das vendas no varejo, na margem. O número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC), indicador de compras a prazo e de maior valor agregado, divulgado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), aumentou 0,9% no trimestre encerrado em maio de 2005, ante o trimestre encerrado em fevereiro, segundo dados ajustados sazonalmente. Por outro lado, o Usecheque, indicador de compras à vista e de menor valor, apresentou, na mesma base de comparação, queda de 0,9%. Assinale-se o descolamento desses dois indicadores, ocorrido no final de 2004, refletindo a evolução distinta das vendas vinculadas ao crédito, que mantiveram a tendência de crescimento verificada ao longo do ano anterior, e das relativas a produtos mais sensíveis à renda dos trabalhadores, cuja tendência de crescimento foi amortecida no início do ano corrente.

Os indicadores de inadimplência registraram, ao final do primeiro trimestre de 2005 e no início do segundo, aumento em relação aos observados no mesmo período do ano anterior, resultado associado, em parte, ao crescimento excepcional registrado pelas vendas no varejo no fim de 2004. A relação entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados alcançou 6% nos primeiros cinco meses de 2005, ante 5,4% no mesmo período do ano anterior, segundo o Banco Central do Brasil. Destaque-se que, em maio deste ano, essa relação atingiu 6,6%, o maior nível desde o início da série, em janeiro de 1991. O índice nacional da Teledata, que também traduz a relação entre cheques devolvidos e recebidos, confirmou a elevação da inadimplência nos primeiros meses de 2005, com a taxa média do indicador atingindo 2,9%, ante 2,8% no mesmo período do ano anterior.

A taxa líquida de inadimplência medida pela ACSP também se elevou nos primeiros cinco meses de 2005,

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	2005					Taxa
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Ano ^{1/}
SPC (SP) ^{2/}	4,7	7,0	6,4	7,7	7,4	6,6
Cheques devolvidos ^{3/}	5,3	5,7	6,3	6,3	6,6	6,0
Telecheque (RJ) ^{4/}	2,6	3,1	3,4	2,3	2,9	2,8
Telecheque (Nacional) ^{4/ 5/}	2,7	3,0	3,5	2,7	2,7	2,9

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Média no ano.

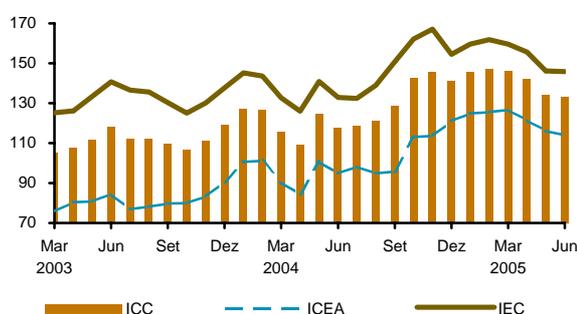
2/ (Novos registros (-) registros cancelados)/(consultas realizadas (t-3)).

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

4/ Cheques devolvidos/cheques recebidos.

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

Gráfico 1.5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

atingindo 6,6%, ante 6% no mesmo período de 2004. Estatísticas relativas a maio revelaram aumento da taxa para 7,4%, a maior registrada desde maio de 2002.

Os resultados de pesquisas direcionadas à avaliação da evolução das expectativas dos consumidores indicaram a redução do otimismo no segundo trimestre de 2005. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), embora ainda se situe em nível elevado, recuou 0,8% em junho em relação ao mês anterior, apresentando queda pelo quarto mês consecutivo e atingindo o menor patamar nos últimos oito meses. Por componentes, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, caiu 0,2%, e o Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), que representa o restante do índice geral, apresentou decréscimo de 1,8% na mesma base de comparação.

O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, construído a partir de pesquisa realizada entre 10 e 14 de março pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), decresceu 2,2% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao último trimestre de 2004. Vale ressaltar que apesar da queda provocada, principalmente pela deterioração das expectativas em relação ao desemprego, o índice encontra-se em patamar elevado.

1.2 Produção

Agropecuária

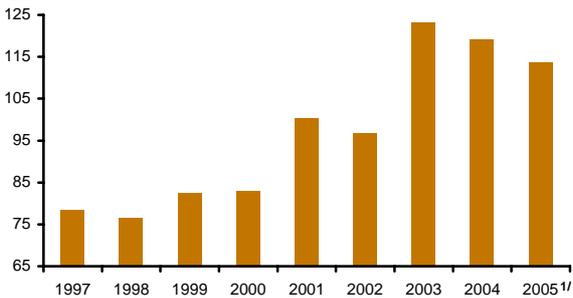
A agropecuária seguiu apresentando desempenho favorável nos primeiros meses de 2005, mantendo a tendência de expansão que tem caracterizado o setor nos últimos anos. De acordo com as Contas Nacionais do IBGE, a produção agropecuária registrou crescimento de 4,2% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, e de 2,6% em relação ao quarto trimestre de 2004. Ressalte-se que esses resultados praticamente não incorporaram os efeitos da quebra de safra de grãos prevista para este ano.

Produção da lavoura

A estimativa divulgada em maio pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) para a safra de grãos

Gráfico 1.6 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: Conab

1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		Variação %
	Produção		
	2004	2005 ^{1/}	
Produção de grãos	119 114	113 688	-4,6
Caroço de algodão	2 099	2 220	5,8
Arroz (em casca)	12 829	13 198	2,9
Feijão	2 978	2 896	-2,8
Milho	42 128	35 989	-14,6
Soja	49 793	50 195	0,8
Trigo	5 851	5 846	-0,1
Outros	3 435	3 343	-2,7

Fonte: Conab

1/ Estimativa.

em 2005 atingiu 113,7 milhões de toneladas. O volume representa redução de 16,2 milhões de toneladas em relação à primeira estimativa, realizada em outubro, e situa-se 4,6% abaixo da safra do ano anterior. O Levantamento Sistemático da Produção Agropecuária (LSPA) do IBGE referente a maio também evidenciou a quebra de safra, decorrente da estiagem nos estados do Mato Grosso do Sul, Paraná e Rio Grande do Sul. Segundo essa pesquisa, a produção total de grãos, cereais e leguminosas deverá atingir 113,5 milhões de toneladas neste ano, volume 15,3% inferior ao divulgado na primeira estimativa, em outubro (ver boxe "Efeitos da Quebra de Safra Agrícola", páginas 16 a 20).

As culturas de milho e soja foram as mais prejudicadas pela adversidade climática. De acordo com estimativa da Conab, a produção de soja deverá situar-se em 50,2 milhões de toneladas em 2005, ante os 60,2 milhões previstos inicialmente. Estima-se, ainda, que deverá haver redução de 7,1% no rendimento médio dessa lavoura, relativamente à safra 2004, com aumentos de 8,6% na área plantada e de 0,8% no volume colhido. A produção de milho é estimada em 36 milhões de toneladas, 16,1% abaixo do volume previsto inicialmente. A produção deste ano deverá recuar 14,6% em relação à do ano anterior, evidenciando decréscimos de 5,2% na área plantada e de 9,9% na produtividade média.

As estimativas recentes para as colheitas de arroz e de feijão, produtos importantes no cenário de preços internos, sofreram alterações menores em relação às previsões iniciais. A produção de arroz deverá totalizar 13,2 milhões de toneladas, volume 2,9% superior ao colhido em 2004 e 9,3% superior ao previsto na estimativa inicial. O crescimento na área plantada é avaliado em 5,5% e o rendimento médio deverá reduzir-se em 2,5%. A produção total de feijão deverá situar-se em 2,9 milhões de toneladas, ante os 3 milhões previstos inicialmente, com contração de 2,8% em relação à safra do ano passado. Apesar da diminuição de 13,3% na área a ser colhida, a produtividade média deverá expandir-se em 12,1%. É importante destacar, ainda, que a demanda interna por esse grão deverá ser totalmente suprida, na medida em que as estimativas da Conab apontam oferta global de 3,4 milhões de toneladas e consumo de 3,1 milhões de toneladas.

De acordo com o LSPA de maio, a safra nacional de cana-de-açúcar é estimada em 420,2 milhões de toneladas, com aumento de 0,9% em relação a 2004. A área plantada deverá expandir-se em 1,2% e a produtividade média decrescer 0,3%. Segundo o mesmo levantamento, a

Efeitos da Quebra de Safra Agrícola

O volume de grãos a ser colhido em 2005, 113,5 milhões de toneladas, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), de maio, representa declínio de 4,9% em comparação ao obtido no ano anterior e perda de 15,3% em relação às estimativas feitas no início da safra. Esses resultados estão em linha com os números da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), cuja estimativa para a safra, feita em abril, situou-se em 113,7 milhões de toneladas, 12,5% abaixo da previsão inicial, realizada em outubro.

A menor produção de grãos foi consequência de adversidades climáticas ocorridas no fim de 2004 e no início de 2005 nas principais regiões produtoras do país, sobretudo no Sul e no Centro-Oeste, atingidas primeiramente pela estiagem e depois pelo excesso de chuvas. Paralelamente, outras culturas importantes na lavoura deverão ter desempenhos negativos, a exemplo do café, 11,4%, e da laranja, 3%, ou crescimento discreto, como o de 0,9% previsto para a cana-de-açúcar, comparativamente ao ano-safra 2004.

A Tabela 1 mostra que as culturas de milho e soja foram as mais afetadas pelo clima desfavorável e apresentaram as maiores reduções relativamente à produção estimada no início do plantio. Ressalte-se que, comparativamente a 2004, a sojicultura deverá apresentar desempenho positivo, com expansão de 3,1% no ano.

Dentre os impactos decorrentes da frustração da safra agrícola, três aspectos merecem ser destacados, todos com implicações para o cenário macroeconômico:

- i) a perda de renda agrícola e seus efeitos sobre a demanda interna;
- ii) a influência da menor oferta sobre a evolução dos preços internos; e
- iii) a perda de receitas de exportações.

Tabela 1 – Dados do Levantamento Sistemático da Produção Agropecuária (LSPA)

	Produção de grãos em milhões de toneladas			Variações %	
	2004	2005		(C/A)	(C/B)
	(A)	Estimativa outubro 2004 (B)	Estimativa maio 2005 (C)		
Soja	49 522	63 085	51 077	3,1	-19,0
Milho	41 806	43 409	35 470	-15,2	-18,3
Arroz	13 277	12 706	13 234	-0,3	4,2
Feijão	2 965	3 058	2 999	1,2	-1,9
Outros	11 800	11 783	10 688	-9,4	-9,3
Total	119 369	134 042	113 468	-4,9	-15,3

Fonte: LSPA / IBGE

Em relação à perda de renda, neste ano os produtores agrícolas enfrentam, além da redução da produção imposta pelas condições climáticas, a evolução desfavorável de preços de importantes produtos da lavoura, comparativamente aos observados no ano passado. Os preços de itens como soja, trigo, milho e arroz, por exemplo, registraram quedas reais de 34%, 18,5%, 11,6% e 7,1%, respectivamente, considerando-se o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como deflator, no primeiro bimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, segundo dados da Fundação Getulio Vargas (FGV). Ressalte-se que alguns produtos que experimentaram queda de preços recentemente haviam acumulado elevações expressivas no biênio 2003/2004, a exemplo do arroz, 33%; do fumo, 27,1%; e da soja, 7,7%.

A Tabela 2 apresenta a evolução da renda da lavoura por produto, tomando-se como base a produção de cada ano e os preços médios praticados. Observa-se que, após 2003 – quando a safra de grãos foi recorde e os preços de vários produtos, sobretudo os comercializáveis internacionalmente, encontravam-se em patamares relativamente elevados –, o valor da produção, em termos reais, experimentou estabilidade em 2004, e forte recuo em 2005¹.

1/ A redução do valor da produção agrícola em 2005 é maior caso seja utilizada como *proxy* para o ano os dados relativos à série preços recebidos, disponível até abril, do Instituto de Economia Agrícola de São Paulo (IEA-SP).

Tabela 2 – Valor da produção – Principais produtos agrícolas – Brasil

Lavouras	2002		2003		2004			2005		
	Valor ^{1/}	Valor ^{1/}	Var/IPCA ^{2/}	Var/IPP ^{3/}	Valor ^{1/}	Var/IPCA ^{2/}	Var/IPP ^{3/}	Valor ^{1/}	Var/IPCA ^{2/}	Var/IPP ^{3/}
Soja	21 038	31 778	31,7	17,1	32 725	-3,4	-6,4	25 539	-25,2	-26,3
Cana-de-açúcar	9 609	11 724	6,4	-5,5	11 845	-5,2	-8,1	13 055	5,6	4,1
Milho	9 260	15 140	42,5	26,7	12 646	-21,6	-24,0	9 932	-24,8	-25,8
Arroz	4 084	5 966	27,4	13,2	8 420	32,4	28,3	7 345	-16,4	-17,6
Laranja	6 335	6 370	-12,3	-22,1	6 205	-8,6	-11,4	5 937	-8,4	-9,6
Mandioca	1 797	3 161	53,3	36,3	4 474	32,8	28,7	4 660	-0,2	-1,6
Algodão herbáceo	1 512	2 437	40,5	24,9	4 738	82,4	76,8	4 223	-14,6	-15,8
Café (em coco)	2 209	2 610	3,0	-8,4	3 678	32,2	28,1	3 945	2,8	1,3
Feijão	3 503	4 479	11,5	-0,9	3 420	-28,4	-30,6	3 734	4,6	3,2
Fumo (em folha)	1 762	2 356	16,6	3,6	3 831	52,5	47,8	3 671	-8,2	-9,5
Tomate	1 810	2 634	26,9	12,8	3 193	13,7	10,2	2 679	-19,6	-20,7
Banana	2 309	2 932	10,7	-1,6	3 323	6,3	3,1	3 352	-3,4	-4,7
Trigo	1 093	2 684	114,1	90,3	2 348	-18,0	-20,5	1 714	-30,1	-31,0
Batata-inglesa	1 468	1 840	9,2	-2,9	1 590	-18,9	-21,4	1 709	3,0	1,6
Uva	672	1 085	40,8	25,2	2 201	90,3	84,5	1 362	-40,7	-41,5
Outros ^{4/}	1 888	2 116	-2,3	-13,1	2 250	-0,2	-3,3	2 274	-3,2	-4,5
Total	70 348	99 311	23,1	9,4	106 886	1,0	-2,1	95 129	-14,7	-15,9

Fonte: IBGE e FGV. Elaboração: Bacen/Depec

1/ Em milhões de reais. Obtido pela quantidade produzida, segundo a LSPA do IBGE, multiplicada pelo preço médio recebido pelo produtor no período (FGV).

Para 2005, imputou-se ao preço médio de 2004 a variação observada no primeiro bimestre de 2005 em relação a igual período de 2004.

2/ Variação real, deflacionado pelo IPCA.

3/ Variação real, deflacionado pelo IPP – Índice de Preços Pagos pelos produtores rurais.

4/ Amendoim, cacau, cebola, pimenta do reino e mamona.

Tabela 3 – Volume de vendas no comércio varejista

Estados selecionados	Trimestre/trimestre anterior ^{1/}			
	2005			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Rio Grande do Sul	1,19	1,46	-0,06	-1,89
Paraná	3,86	0,14	-4,24	-7,53
Santa Catarina	2,57	2,56	1,84	-1,07
Minas Gerais	2,77	0,20	-0,73	-3,26
Mato Grosso	3,52	2,61	-2,64	-2,70
Brasil	2,74	2,12	0,41	-0,51

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A retração estimada da renda em 2005 atinge onze das quinze principais lavouras consideradas, com destaque para soja, milho e arroz, com participação importante na renda da lavoura, além de trigo e laranja.

Os efeitos da menor renda do setor rural já se evidenciam nos dados do comércio varejista do país. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), o crescimento das vendas em estados onde a renda agrícola tem reconhecidamente grande participação e que foram atingidos pelas adversidades climáticas (regiões Sul e Centro-Oeste) foi menor do que a média nacional.

Outra consequência relevante da perda de renda agropecuária refere-se à descapitalização do setor, com implicações diretas nos níveis de investimento e de utilização de insumos e, portanto, sobre a sua produtividade. Embora ainda não tenha se iniciado o período de maior intensidade de comercialização, as primeiras estatísticas sobre vendas de máquinas e equipamentos, bem como de fertilizantes, evidenciam o declínio em 2005, relativamente a anos anteriores.

Tabela 4 – Produção e vendas internas de máquinas agrícolas – De janeiro a abril do ano de referência^{1/}

Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vendas de máquinas agrícolas (unidades)	6 630	8 657	10 624	9 974	12 146	7 486
Variação (%)	-	30,57	22,72	- 6,12	21,78	- 38,37
Produção de bens de capital para o setor agrícola (%)	3,37	30,11	4,28	15,80	25,06	- 31,73
Produção de peças para máquinas agrícolas (%)	-	-	-	44,83	22,93	- 67,96

Fonte: Fenabreve e IBGE

^{1/} As variações percentuais referem-se ao quadrimestre janeiro a abril no ano t em relação ao quadrimestre correspondente ao ano t-1.

Em relação aos impactos da quebra de safra sobre os preços domésticos, particularmente sobre os preços ao consumidor, os efeitos deverão ser pequenos. As principais culturas atingidas pelos fenômenos climáticos – soja e milho – têm seus preços determinados, basicamente, pelo comércio internacional, sendo seus efeitos minorados, no mercado doméstico, pela apreciação recente do câmbio. Além disso, tais produtos não têm participação relevante na composição dos índices de preços ao consumidor – óleo de soja aparece com peso de 0,33% e milho com 0,02% na composição do IPCA. Os maiores efeitos da redução da oferta desses produtos são exercidos indiretamente, pela sua importância como insumos de ração animal e, portanto, pela sua participação na cadeia de proteínas. Vale mencionar que os preços de carnes, de modo geral, têm mostrado tendência declinante nos últimos meses, influenciados não apenas pela sazonalidade favorável, mas também pela evolução do câmbio.

Por outro lado, produtos como arroz e feijão, com importante participação na cesta básica – possuem pesos de 0,76% e de 0,48% no IPCA, respectivamente – não foram atingidos significativamente pelos efeitos climáticos, como pode ser observado na Tabela 1. Enquanto o nível de preços recebidos pelos produtores de arroz decresceu 21,3%, considerando o primeiro bimestre deste ano em relação a igual período de 2004, os preços das culturas de feijão expandiram-se em 5,5%.

Quanto às implicações da quebra de safra sobre as exportações brasileiras, os efeitos têm sido expressivos para alguns produtos. Nesse sentido, de acordo com a Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC), o volume exportado de milho

2005, recuando 62,4% em relação ao mesmo período de 2004. Por outro lado, o volume exportado relativo ao complexo soja (farelo e resíduos da extração do óleo de soja, soja triturada e óleo de soja em bruto) apresentou crescimento de 11,9% nos primeiros cinco meses do ano, ressaltando-se que, apesar da frustração da safra de soja relativamente ao início da lavoura, a produção deste ano apresentou crescimento sobre o ano anterior.

produção de café deverá totalizar 2,2 milhões de toneladas, 11,4% inferior à registrada em 2004, reflexo de reduções de 0,9% na área a ser colhida e de 10,6% no rendimento médio do ano.

Pecuária

Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	2004			
	Set	Out	Nov	Dez
Bovinos	21,4	19,7	19,8	19,0
Suínos	-1,9	-3,5	-3,2	-2,6
Aves	13,2	12,9	13,1	13,4

Fonte: IBGE

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, realizada pelo IBGE, foi produzido 1,5 milhão de toneladas de carne bovina no quarto trimestre de 2004, representando expansão de 12,5% comparativamente a igual período de 2003. No ano, registrou-se crescimento de 19% na produção, maior expansão anual registrada desde 1997, início da série, reflexo, em parte, do dinamismo das exportações do setor. No primeiro quadrimestre de 2005, as exportações totalizaram 304,6 mil toneladas, com expansão de 23,6% ante igual período de 2004. Considerando a evolução na margem, o comércio externo de carne bovina segue favorável, registrando-se crescimento de 9,7% nas vendas externas no trimestre fevereiro–abril, ante o trimestre anterior, na série ajustada sazonalmente.

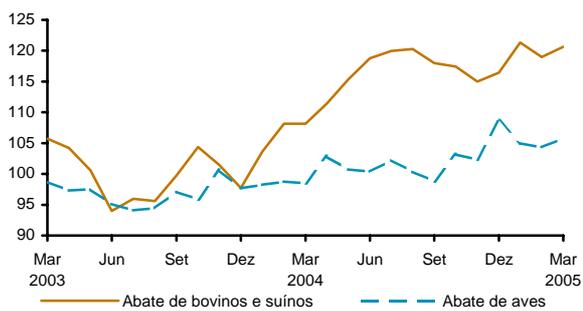
O volume total de aves abatidas cresceu 13,8% no período outubro–dezembro de 2004, ante mesmo período do ano anterior, acumulando expansão anual de 13,4%. As exportações, em 2004, alcançaram 2,4 milhões de toneladas, com crescimento de 26,1% sobre o ano anterior. Em 2005, as vendas externas seguem em tendência expansionista, registrando-se, no primeiro quadrimestre do ano, aumento de 27% ante as realizadas no mesmo período de 2004.

A produção de suínos situou-se em 464,5 mil toneladas no último trimestre de 2004, apresentando retração de 4,8% ante igual período do ano anterior. A produção acumulada no ano decresceu 2,6%, reflexo, em parte, do sistema de cotas de importação adotado pela Rússia, principal destino das vendas externas da carne suína brasileira. As exportações do segmento atingiram 471 mil toneladas em 2004, representando um aumento de 2,8% em relação ao ano anterior. Em 2005, o volume exportado de carne suína alcançou 169,2 mil toneladas de janeiro a abril, aumento de 39,7% em relação ao mesmo período de 2004.

Dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE também apontam continuidade da expansão da pecuária em 2005. Nesse sentido, a produção da indústria de abate e preparação de carnes bovina e suína aumentou 3,5% no trimestre encerrado em março, ante o último trimestre de

Gráfico 1.7 – Pecuária – Abate de animais

2002=100



Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2005			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Indústria geral				
No mês ^{1/}	- 0,5	- 1,4	1,5	0,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,6	0,3	- 0,2	- 0,4
Mesmo mês do ano anterior	5,9	4,1	1,8	6,3
Acumulado no ano	5,9	5,0	3,8	4,5
Acumulado em 12 meses	8,5	8,6	7,6	7,5
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	- 0,3	- 1,2	1,0	- 0,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,0	0,7	0,1	- 0,5
Mesmo mês do ano anterior	5,9	4,2	1,6	5,9
Acumulado no ano	5,9	5,1	3,8	4,3
Acumulado em 12 meses	8,7	8,8	7,8	7,6
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	1,0	0,2	0,5	7,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,2	1,2	1,5	3,7
Mesmo mês do ano anterior	7,4	1,5	6,4	13,7
Acumulado no ano	7,4	4,5	5,1	7,3
Acumulado em 12 meses	4,9	4,7	5,2	6,3

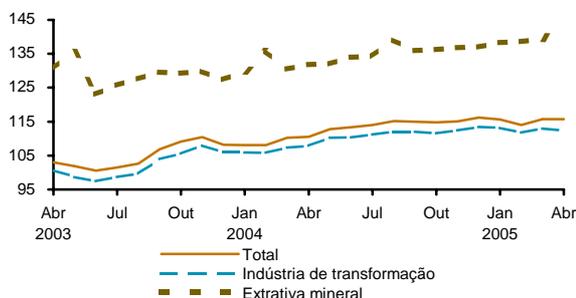
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

2004, e a relativa à indústria de abate e preparação de carnes de aves, 0,3%, segundo dados dessazonalizados.

Produção industrial

O nível de atividade industrial confirmou, nos primeiros meses de 2005, a tendência de acomodação em patamar elevado delineada no final de 2004, registrando-se pequena variação na margem.

De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, a produção industrial apresentou queda de 0,4% no trimestre fevereiro–abril, em relação ao trimestre encerrado em janeiro, considerada a série dessazonalizada. Nessa base de comparação, a produção da indústria de transformação caiu 0,5% e a relativa à indústria extrativa, que responde por 4,96% da produção industrial total, aumentou 3,7%. Considerando o desempenho no ano, a atividade do setor registrou expansão de 4,5% no primeiro quadrimestre, comparativamente a igual período de 2004, com crescimentos de 7,3% na indústria extrativa e de 4,3% na de transformação.

A acomodação do crescimento da atividade industrial também foi evidenciada pela evolução do indicador de difusão. Assim, enquanto ao final do primeiro semestre de 2004, em média, 96% das atividades industriais com séries ajustadas sazonalmente apresentavam taxas positivas, considerada a média móvel trimestral, ao final do segundo semestre, essa proporção se reduziu para 57%, permanecendo em 61% ao término do primeiro quadrimestre de 2005.

A análise da atividade fabril desagregada por categoria de uso revela desempenhos distintos entre os vários componentes. Enquanto a produção de bens de consumo durável ainda mantém dinamismo semelhante ao observado em 2004, as demais categorias mostram estabilidade ou redução, ainda que discreta, do patamar produtivo.

A produção de bens de capital tem mostrado relativa estabilidade desde o segundo semestre de 2004, registrando redução de 1,6% no trimestre fevereiro–abril de 2005, ante o trimestre encerrado em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados. No primeiro quadrimestre de 2005, a produção dessa categoria cresceu 2,8%, ante igual período de 2004, comparativamente à média da indústria, de 4,5%. A postergação de investimentos por parte das empresas, evidenciada nas taxas negativas da formação bruta de capital

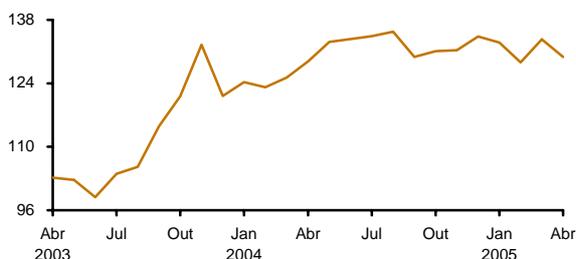
Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2005			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Produção industrial	-0,5	-1,4	1,5	0,0
Bens de capital	-1,0	-3,3	3,9	-2,9
Bens intermediários	-1,3	-1,7	0,7	1,3
Bens de consumo	1,5	-1,4	0,8	-0,2
Duráveis	-4,6	9,9	-0,3	-0,3
Semi e não duráveis	3,7	-4,0	-0,1	-0,3
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	0,6	0,3	-0,2	-0,4
Bens de capital	0,6	0,9	-0,4	-1,6
Bens intermediários	-0,8	-0,9	-1,7	-1,3
Bens de consumo	2,9	3,2	2,6	0,8
Duráveis	-0,4	3,3	4,0	7,2
Semi e não duráveis	4,0	4,4	3,2	-0,7
No ano				
Produção industrial	5,9	5,0	3,8	4,5
Bens de capital	6,8	3,8	2,6	2,8
Bens intermediários	4,0	2,5	1,5	2,1
Bens de consumo	8,3	8,3	6,7	7,7
Duráveis	3,3	11,4	12,0	13,5
Semi e não duráveis	9,5	7,5	5,4	6,2

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.**Gráfico 1.9 – Produção industrial**

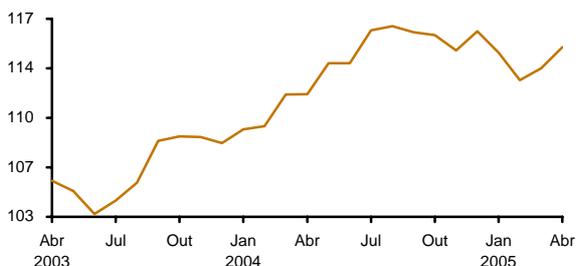
Bens de capital

Dados dessazonalizados
2000=100

Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados
2000=100

Fonte: IBGE

fixo das contas nacionais relativas ao último trimestre de 2004 e ao primeiro trimestre de 2005, explica, em parte, o desempenho recente da produção de bens de capital.

O arrefecimento da produção de bens de capital refletiu, ainda, a perda de rentabilidade do setor agrícola neste ano. De fato, a queda da produção desses bens concentrou-se naqueles destinados à agricultura, registrando-se, a partir da comparação entre os primeiros quadrimestres de 2005 e do ano anterior, reduções de 68% na produção de peças agrícolas e de 31,7% na relativa a bens de capital agrícolas. Respeitada a mesma base de comparação, a produção de bens de capital para o setor de construção aumentou 30,3%, seguindo-se as relativas aos segmentos geração e distribuição de energia elétrica, 14%, e equipamentos de transporte, 11,1%. A produção de bens de capital destinados à indústria cresceu 5,9%.

A produção de bens intermediários, correspondente a cerca de 53,3% do total da indústria, diminuiu 1,3% no trimestre fevereiro–abril, ante o trimestre encerrado em janeiro, segundo dados dessazonalizados. A produção acumulada no primeiro quadrimestre de 2005, em relação ao período correspondente do ano anterior, aumentou 2,1%, constituindo-se no desempenho menos favorável entre as categorias de uso.

A perda de dinamismo da produção de bens intermediários, a exemplo do observado na categoria de bens de capital, esteve associada, em parte, às condições adversas do setor agrícola neste início de ano. A quebra da safra agrícola refletiu-se no desempenho da produção de adubos, fertilizantes e corretivos para o solo e de defensivos agrícolas, contribuindo negativamente para os resultados da atividade "outros produtos químicos", que registrou queda de 1,6%, considerados os trimestres encerrados em abril e em janeiro, na série com ajustamento sazonal. A produção de bens intermediários refletiu, ainda, o desempenho desfavorável da atividade refino de petróleo e álcool¹, que apresentou recuo de 7,4%, considerada a mesma base de comparação.

A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, após atingir o patamar mais elevado da série em janeiro de 2005, recuou 0,7% no trimestre fevereiro–abril, ante o trimestre encerrado em janeiro. Esse resultado refletiu, de um lado, aumentos na produção de produtos farmacêuticos, 6,5%; de perfumaria e produtos de limpeza, 3,6%; de vestuário e acessórios, 2,5%; e de bebidas, 1,1%;

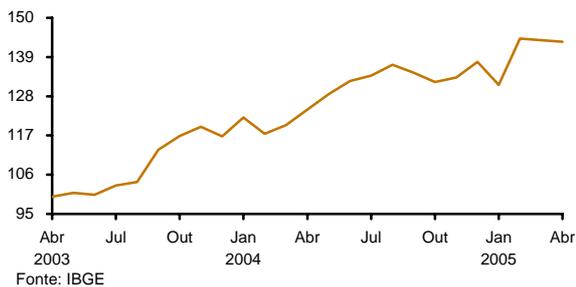
1/ Cerca de 69,6% do produto dessa atividade destinam-se ao consumo intermediário.

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



e, por outro lado, contrações nos segmentos alimentos e calçados e artigos de couro, com quedas respectivas de 0,6% e de 1,9%, na mesma base de comparação.

No acumulado do ano até abril, a produção da categoria aumentou 6,2%, relativamente ao primeiro quadrimestre de 2004, ano no qual o crescimento alcançou 4%.

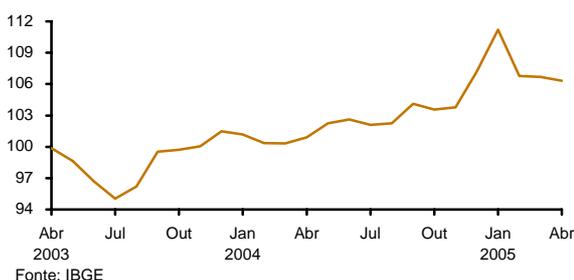
A apreciação cambial recente e o aumento da renda interna vêm favorecendo a competitividade de produtos importados em alguns segmentos de bens semiduráveis e não duráveis, não exercendo, no entanto, impactos significativos sobre a produção doméstica. Assinalem-se, no primeiro trimestre de 2005, em relação a igual período do ano anterior, os crescimentos observados nas quantidades importadas de laticínios, 62%; de artigos de vestuário, 50,4%; e de calçados, couros e peles, 22,5%, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100

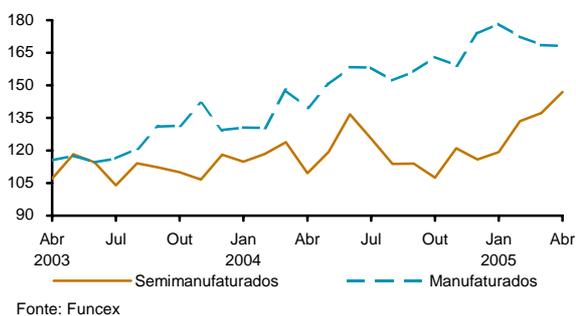


A categoria bens de consumo duráveis foi a única a apresentar aumento da produção no trimestre fevereiro–abril, relativamente ao trimestre encerrado em janeiro, considerando dados dessazonalizados. O crescimento registrado nessa base de comparação, de 7,2%, deve ser atribuído tanto à continuidade da expansão do crédito ao consumidor quanto aos resultados favoráveis das exportações, ressaltando-se os desempenhos dos segmentos material eletrônico e aparelhos de comunicação e automóveis, camionetas e utilitários, inclusive motores. A produção de material eletrônico e de aparelhos de comunicação, com peso estimado de 8,8% na categoria, acumulou alta de 22,2% no primeiro quadrimestre do ano, em relação ao período correspondente em 2004, estimulada pelas vendas internas e externas de telefones celulares. Dados setoriais da Funcex, com periodicidade trimestral, mostraram crescimento de 99,4% das exportações de equipamentos eletrônicos no primeiro trimestre deste ano, ante o período equivalente do ano anterior.

Gráfico 1.13 – Exportações industriais – Quantum

Dados dessazonalizados

2002=100



A produção do segmento automóveis, camionetas e utilitários, inclusive motores, que responde por aproximadamente 40% da produção de bens duráveis, cresceu 16,3% no primeiro quadrimestre de 2004, ante igual período do ano anterior, conforme dados do IBGE.

Adicionalmente, a produção de autoveículos, divulgada pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), manteve-se em tendência ascendente, impulsionada pelas exportações do setor. Nesse

Tabela 1.8 – Indústria automobilística – Produção/vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2005				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
No mês^{1/}					
Produção de autoveículos	-7,7	8,7	-1,3	3,0	-1,2
Vendas totais	-14,2	7,7	3,0	2,0	4,9
Mercado interno	-16,8	2,1	6,9	3,3	-0,3
Exportações	-0,5	11,5	0,0	-2,2	3,0
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Produção de autoveículos	-1,1	2,0	0,8	4,7	3,2
Vendas totais	0,6	3,7	-1,7	3,1	5,7
Mercado interno	1,6	0,9	-6,1	-0,8	3,8
Exportações	1,4	12,0	11,0	11,8	6,7
No ano					
Produção de autoveículos	3,1	11,5	12,6	14,4	15,4
Vendas totais	-4,1	3,8	8,0	12,6	15,0
Mercado interno	-11,6	-8,9	-2,1	2,0	4,2
Exportações	18,3	45,8	38,1	43,6	45,5

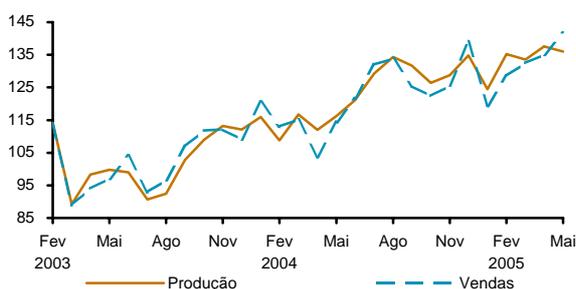
Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.14 – Produção automobilística

Dados dessazonalizados

2002=100

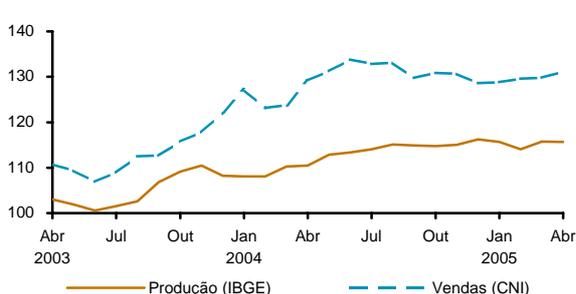


Fonte: Anfavea

Gráfico 1.15 – Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados

2000=100



Fontes: IBGE e CNI

sentido, enquanto a produção da indústria automobilística cresceu 3,2% no trimestre março–maio, ante o trimestre encerrado em fevereiro, as vendas externas aumentaram 6,7% e as internas, 3,8%, na mesma base de comparação, segundo dados dessazonalizados. No ano, a relação é semelhante, na medida em que o aumento de 15,4% na produção de autoveículos, nessa base de comparação, foi sustentado por elevações de 45,5% nas exportações e de 4,2% nas vendas internas.

As vendas industriais, divulgadas pela CNI, registraram elevação real de 0,6% no trimestre fevereiro–abril, ante o trimestre encerrado em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados. O indicador apresenta crescimento acumulado de 2,6% no ano e relativa estabilidade há quatro meses na série dessazonalizada, sustentando-se em patamar historicamente elevado.

Outros indicadores da indústria, divulgados pela CNI, repetiram o padrão de acomodação em patamar elevado. No trimestre fevereiro–abril, o indicador de horas trabalhadas praticamente manteve a média registrada no trimestre anterior, na série dessazonalizada, com variação de -0,1%. O emprego e a massa de salários reais na indústria ampliaram-se em 1% e 0,5%, respectivamente, considerada a mesma base de comparação. As horas trabalhadas, o pessoal empregado e a massa salarial acumularam aumentos de 7,1%, 6,9% e 9%, respectivamente, no primeiro quadrimestre do ano, ante igual período de 2004.

Acompanhando a evolução dos indicadores de produção, o nível de utilização da capacidade instalada do parque industrial mostrou-se estável no primeiro trimestre do ano, alcançando 84,5%, ante 84,6% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central, a partir da série divulgada pela pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da Fundação Getulio Vargas (FGV). O segmento produtor de bens intermediários operou com o nível de ocupação mais elevado, 88,7%, repetindo o patamar do trimestre anterior. O indicador de utilização da capacidade instalada da indústria de bens de consumo cresceu 1,6 p.p. no trimestre, para 79,6%, e o observado no segmento material de construção, 1,1 p.p., para 84,8%. A única categoria a mostrar redução no nível de ocupação foi a produtora de bens de capital, cujo indicador atingiu 82,3% no primeiro trimestre de 2005, ante 83,6% no trimestre encerrado em dezembro de 2004.

Gráfico 1.16 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

Dados dessazonalizados



Fonte: CNI e FGV

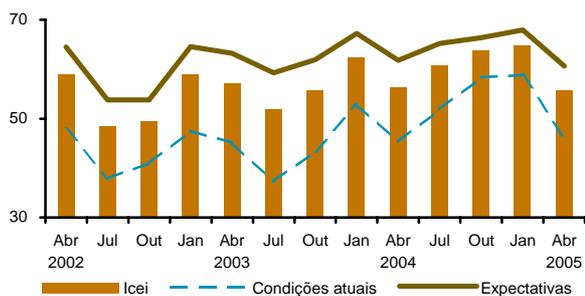
Tabela 1.9 – Estoques na indústria de transformação^{1/}

Discriminação	2004				2005
	I	II	III	IV	I
Indústria de transformação					
Produtos finais	50,6	50,3	49,6	51,3	54,4
Matérias-primas e intermediários	47,6	48,7	48,8	49,8	50,4
Grandes empresas					
Produtos finais	52,2	52,1	51,5	53,8	56,6
Matérias-primas e intermediários	49,7	51,5	51,2	53,6	54,0
Pequenas e médias empresas					
Produtos finais	49,8	49,4	48,6	50,0	53,3
Matérias-primas e intermediários	46,5	47,3	47,6	47,8	48,6

Fonte: CNI

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

Gráfico 1.17 – Índice de Confiança do Empresário Industrial



Fonte: CNI

De acordo com a CNI, o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 81,8% em abril, 0,8 p.p. abaixo da média do ano anterior.

De acordo com a pesquisa Sondagem Industrial, da CNI, as empresas industriais registraram aumento dos estoques de produtos finais e estabilidade dos estoques de matérias-primas no primeiro trimestre do ano. O nível de estoque de insumos é considerado normal, mas o de produtos finais supera o nível desejado – o indicador alcançou 54,4 pontos na última pesquisa, 3,8 pontos a mais que no mesmo período do ano anterior. A pesquisa trimestral da FGV ratificou o resultado de expansão não planejada dos estoques, registrando diferença de 8 p.p. entre as empresas que consideram os estoques excessivos e aquelas que os consideram insuficientes, a maior diferença registrada nesse item desde outubro de 2003. As respostas do empresariado quanto à formação de estoques estão em consonância com a desaceleração das vendas industriais nos últimos meses.

Os indicadores de expectativas, de modo geral, permanecem na faixa otimista, mas demonstraram diminuição do entusiasmo do empresariado industrial. A redução da confiança atingiu, de forma semelhante, executivos de grandes e de pequenas e médias empresas, e o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), da CNI, retraiu-se de 64,9 pontos, em janeiro, para 55,8 pontos, em abril. Os dois componentes do indicador registraram queda expressiva. Todavia, enquanto o índice de condições atuais rompeu a linha divisória entre as faixas otimista e pessimista e diminuiu para 46,1 pontos, retratando insatisfação, o índice de expectativa para os próximos seis meses permaneceu acima dos cinquenta pontos. Dessa forma, a percepção dos executivos quanto às condições atuais são piores que seus prognósticos.

Essa disparidade entre a percepção da conjuntura e as perspectivas repete-se em outros indicadores. Nesse sentido, de acordo com a pesquisa trimestral da FGV, a proporção de empresas que apontam insuficiência de demanda como fator limitativo da expansão de suas atividades cresceu no levantamento relativo ao primeiro trimestre de 2005, em comparação à do trimestre anterior. Mais da metade das empresas pesquisadas, porém, espera ampliação da demanda por seus produtos no segundo trimestre do ano e pretende aumentar a produção no período.

O saldo de 20 p.p. a favor das empresas que projetam ampliar seu quadro funcional ante aquelas que pretendem reduzi-lo, ainda de acordo com a pesquisa da

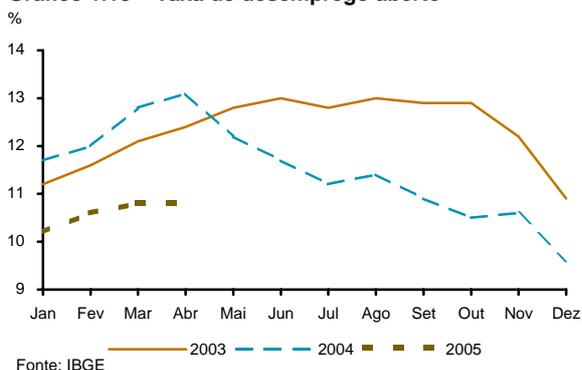
FGV, confirma a visão otimista quanto à evolução da indústria nos próximos meses. Contudo, o cruzamento dessas informações com os dados trimestrais da CNI sinaliza comportamento diferenciado de acordo com o porte da empresa.

As pequenas e médias empresas, que têm acesso relativamente menor ao mercado internacional, tanto no que se refere ao comércio como à captação de recursos, embora sejam fortes empregadoras, têm demonstrado menor disposição para contratar. Nesse sentido, registrou-se, nesse segmento, redução no número de empregados no primeiro trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior, além de expectativa de estabilidade dos postos de trabalho no horizonte dos próximos seis meses. As grandes empresas contrataram no primeiro trimestre e manifestaram intenção de continuar a fazê-lo.

Adicionalmente, enquanto as preocupações com a carga tributária e com a taxa de juros são compartilhadas pelas pequenas, médias e grandes empresas, há divergência quanto à ordem de importância de outros fatores limitadores do crescimento industrial no curto prazo. Assim, enquanto a apreciação cambial é citada como o terceiro fator pelas grandes empresas e como nono fator pelas pequenas e médias, a deficiência da demanda constitui-se no sexto fator limitativo do crescimento no curto prazo indicado pelas grandes indústrias e no quarto, pelas pequenas e médias.

Portanto, o cenário corrente, associado a expectativas mais modestas, porém ainda favoráveis quanto às vendas industriais, com conseqüente formação de estoques, e à moderação do ritmo de crescimento da produção de bens de capital para a indústria, sugere que o setor mantém atitude relativamente cautelosa. Assim, a indústria aguarda a presença de sinais mais firmes relativos à evolução da demanda para tornar efetivas suas decisões de investimento e retomar o dinamismo do setor.

Gráfico 1.18 – Taxa de desemprego aberto



1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A taxa de desemprego aberto, após apresentar trajetória ascendente no primeiro trimestre, alcançando 10,8% em março, ante 9,6% em dezembro de 2004, manteve-se estável em abril e recuou para 10,2% em maio, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE (PME). Esse comportamento refletiu, fundamentalmente, a sazonalidade do período.

Tabela 1.10 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no ano (em mil)					
	2004	2005				
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Total	1 523,3	116,0	189,3	292,2	558,3	770,8
Ind. de transformação	504,9	32,8	33,7	51,6	131,1	177,0
Comércio	403,9	11,2	19,8	33,8	67,1	101,0
Serviços	470,1	54,5	105,2	159,3	246,8	304,5
Construção civil	50,8	7,9	8,8	15,0	29,6	41,9
Agropecuária	79,3	4,1	2,6	4,2	48,4	107,1
Serv. ind. de util. pública	4,6	2,7	4,5	6,1	7,8	8,5
Outros ^{1/}	9,7	2,8	14,7	22,2	27,5	30,8

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

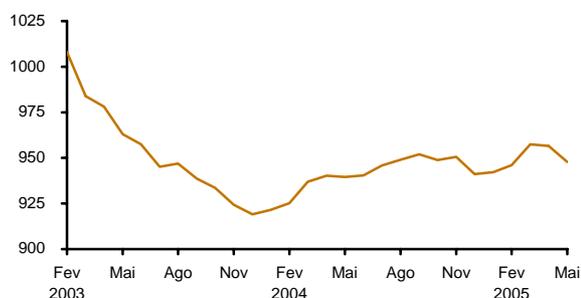
Gráfico 1.19 – Emprego na indústria de transformação – Média móvel trimestral



Fonte: CNI

Gráfico 1.20 – Rendimento habitual médio real

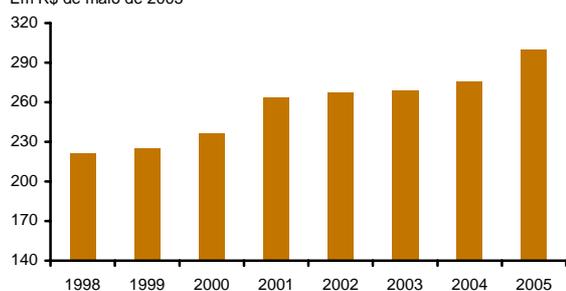
Em R\$, a preços de maio de 2005, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

Gráfico 1.21 – Salário mínimo real^{1/}

Em R\$ de maio de 2005



Fonte: MTE

1/ Na data do reajuste; deflacionado pelo INPC.

A taxa média de desemprego relativa aos cinco primeiros meses do ano decresceu 1,8 p.p. em relação à registrada no período correspondente de 2004, evidenciando expansão de 3,8% no número de ocupados e retração de 13,5% no número de desocupados. Na mesma base de comparação, registrou-se a criação de 712 mil vagas, das quais 513 mil no segmento com carteira assinada e 181 mil no mercado informal.

Estatísticas do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) ratificam o comportamento favorável da geração de empregos. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), foram criadas, de janeiro a maio de 2005, 770,8 mil vagas com carteira de trabalho assinada, ante 826,8 mil no mesmo período de 2004. O setor de serviços gerou o maior número de vagas, 304,5 mil; seguindo-se a indústria de transformação, 177 mil vagas; a agropecuária, 107,1 mil; o comércio, 101 mil; e a construção civil, 41,9 mil.

Pesquisa da CNI junto a doze federações estaduais corrobora a evolução favorável do mercado de trabalho na indústria de transformação, tendo sido registrado aumento de 6,9% no pessoal empregado no primeiro quadrimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004. Considerada a série com ajustes sazonais, o aumento do emprego nesse setor atingiu 1% no trimestre terminado em abril de 2005, em relação ao finalizado em janeiro, observando-se taxas de expansão decrescentes a partir do terceiro trimestre de 2004, nessa base de comparação. Esse comportamento é consistente com o recente arrefecimento registrado no setor.

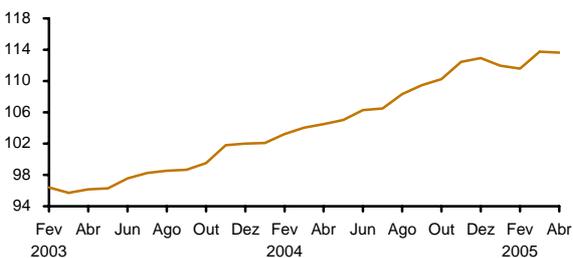
Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores das seis regiões metropolitanas pesquisadas na PME apresentou expansão de 1,5% no período janeiro–maio de 2005, em relação ao mesmo período de 2004. Em termos nominais, o rendimento médio alcançou R\$932,80 em maio deste ano, 7,7% acima do registrado em igual mês de 2004.

O salário mínimo aumentou 15,4%, para R\$300,00, em primeiro de maio de 2005. Em termos reais, considerado o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado de maio de 2004 a abril de 2005 como deflator, a expansão atingiu 8,2%.

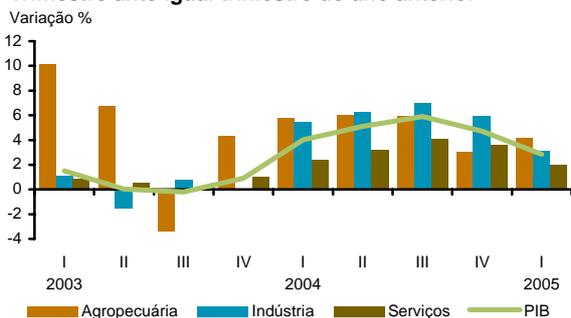
Gráfico 1.22 – Massa salarial real na indústria de transformação

Dados dessazonalizados
2000=100



Fonte: CNI

Gráfico 1.23 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante igual trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante igual trimestre do ano anterior

Discriminação	2004				2005
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	5,8	6,0	5,9	3,0	4,2
Indústria	5,5	6,3	7,0	5,9	3,1
Extrativa mineral	2,2	2,0	2,0	-8,0	3,7
Transformação	9,1	6,8	6,6	8,3	3,6
Construção civil	-0,8	6,9	11,6	5,2	0,6
Serviços ind. de util. pública	1,5	5,9	5,2	5,8	2,9
Serviços	2,4	3,2	4,1	3,6	2,0
Comércio	4,8	8,9	10,5	7,3	4,2
Transporte	10,6	5,9	0,4	3,6	4,1
Comunicações	-1,4	-2,7	-1,4	0,1	-3,2
Instituições financeiras	2,1	4,6	5,2	5,0	2,8
Outros serviços	2,1	7,1	7,1	6,2	2,0
Aluguel de imóveis	1,2	1,5	2,2	2,1	3,7
Administração pública	2,0	-0,7	1,3	0,9	0,2
Dummy financeiro	0,4	5,4	6,0	5,7	2,7
Valor adic. a preços básicos	4,0	4,7	5,3	4,2	2,6
Impostos sobre produtos	4,0	8,5	11,1	8,9	4,7
PIB a preços de mercado	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9

Fonte: IBGE

De acordo com a CNI, no primeiro quadrimestre de 2005, a massa salarial real na indústria de transformação, deflacionada pelo INPC do IBGE, cresceu 9% em relação ao mesmo período de 2004 e, com base em dados dessazonalizados, 0,5% em relação ao trimestre terminado em janeiro. A exemplo do observado em relação ao emprego nesse setor, a análise de dados dessazonalizados mostra taxas de expansão da massa salarial real significativamente menor no início deste ano. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, observaram-se crescimentos de 2,7%, 3,5% e 0,5% para o terceiro e quarto trimestres de 2004 e primeiro trimestre de 2005, respectivamente.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 2,9% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, de acordo com o IBGE. O resultado ratifica o arrefecimento da atividade econômica esperado para o período, após a forte recuperação expressa pelas taxas de 5,9% e de 4,7% registradas no terceiro e no quarto trimestres de 2004, em relação a iguais trimestres de 2003. A análise do resultado por componentes evidencia que o crescimento segue generalizado, seja sob a ótica da oferta ou da demanda (ver boxe "Perspectiva para o PIB em 2005", páginas 30 a 33).

Por setores, a maior taxa de expansão, 4,2%, foi registrada na agropecuária. Esse resultado refletiu, sobretudo, o desempenho favorável da pecuária e de lavouras com peso no primeiro trimestre do ano, como algodão e arroz. Ressalte-se que o efeito da quebra da safra de grãos exercerá impacto mais intenso sobre esse setor no segundo trimestre do ano.

A indústria experimentou crescimento de 3,1% no trimestre, com destaque para a recuperação da atividade extrativa, influenciada, em grande parte, pela expansão de 3,8% na produção de petróleo, registrada pela Agência Nacional de Petróleo (ANP). A indústria de transformação registrou crescimento pelo oitavo trimestre consecutivo, 3,6%, mas mostrando acomodação do ritmo de expansão, comparativamente às taxas registradas em trimestres anteriores. Os serviços industriais de utilidade pública e a indústria da construção civil apresentaram variações positivas com o mesmo padrão, de crescimento em menor ritmo.

O setor de serviços cresceu 2% no primeiro trimestre de 2005, acompanhando o desempenho positivo

Perspectivas para o Produto Interno Bruto em 2005

A estimativa para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2005 foi revista de 4% para 3,4%, em consequência, principalmente, de três fatores: a dinâmica recente da demanda, a quebra da safra agrícola e a revisão das Contas Nacionais Trimestrais realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os dados de 2004.

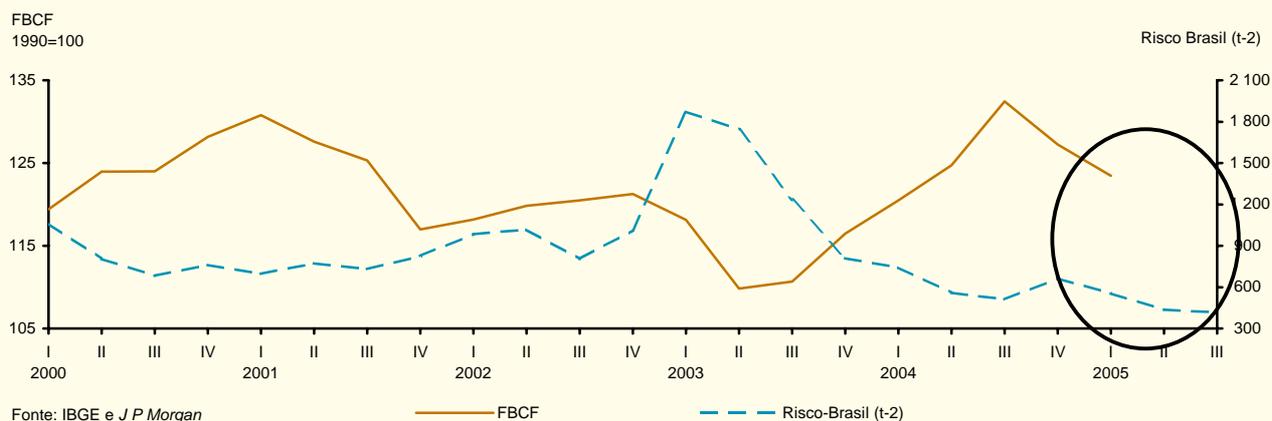
Embora a evolução da economia no primeiro trimestre se mantivesse próxima às expectativas, registrando-se crescimento discreto, a exemplo do observado no último trimestre de 2004, o resultado do PIB, avaliado pela ótica do dispêndio, evidenciou a retração da demanda doméstica em intensidade maior do que a antecipada, fato compensado, em parte, pelo maior dinamismo das exportações. Tanto o consumo das famílias como os investimentos, excluía a variação de estoques, apresentaram crescimento negativo no período, após ajuste sazonal. No primeiro caso, o recrudescimento da inflação no fim de 2004 e no início de 2005 e seus efeitos sobre o poder de compra dos salários, o crescimento da inadimplência e a perda de renda agrícola concorrem para explicar o resultado. Os investimentos, que vêm mostrando retração desde o final de 2004, refletiram, também, a perda da renda agrícola, assim como as incertezas associadas à evolução da demanda diante do ciclo de política monetária.

Deve-se notar que, além do menor crescimento da demanda doméstica no primeiro trimestre, a maior persistência da inflação contribuiu para a formação de um cenário mais restritivo que o originalmente antecipado para o segundo trimestre. Nesse sentido, indicadores relativos aos primeiros meses do período apontam a continuidade de expansão discreta da economia, a exemplo do

observado nos dois trimestres anteriores. Assim, as estimativas de crescimento do consumo das famílias e dos investimentos, para 2005, foram revisadas para 2,6% e 2,3%, respectivamente.

Subjacente a essas variações, encontra-se a perspectiva da recuperação do ritmo de crescimento no segundo semestre do ano, possibilitada pela convergência das taxas de inflação para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), como têm mostrado os últimos resultados dos índices de preços e as previsões de inflação mais recentes. No que se refere aos investimentos, a continuidade de evolução favorável dos fundamentos econômicos – evidenciada pelo comportamento do risco-país – delineia cenário de recuperação para o próximo semestre. Ressalte-se que a evolução das variáveis risco-país e formação bruta de capital fixo apresentou comportamento atípico no primeiro trimestre do ano.

Gráfico 1 – Investimento (FBCF) e risco-Brasil



Contrapondo-se à redução das estimativas para o crescimento do consumo das famílias e dos investimentos, a previsão do PIB incorpora aumento das exportações, persistindo, como em anos anteriores, a contribuição do setor externo para o crescimento do PIB. A estimativa para a evolução do consumo do governo no ano permaneceu inalterada.

Relativamente à oferta, os impactos de condições climáticas adversas sobre o desempenho da safra de grãos – a estimativa inicial de colheita foi reduzida de 131 milhões para 113 milhões de toneladas – levou à redução da estimativa para o

Tabela 1 – PIB – Variações por componente da demanda

Período	%						
	PIB (pm)	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital ^{1/}	Exportações	Importações
Pesos (2004)	100,0	55,3	18,8	74,1	21,3	18,0	-13,3
2000	4,4	3,8	1,3	3,2	10,0	10,6	11,6
2001	1,3	0,5	1,0	0,6	-1,1	11,2	1,2
2002	1,9	-0,4	1,4	0,1	-4,3	7,9	-12,3
2003	0,5	-1,5	1,3	-0,8	-4,5	9,0	-1,7
Contribuição (p.p.)		-0,8	0,3	-0,6	-0,9	1,5	0,2
2004 – 1º semestre	5,0	3,0	0,8	2,5	7,5	18,9	13,4
Contribuição (p.p.)		1,7	0,2	1,8	1,6	3,4	-1,8
2004 – Até o 3º trimestre	5,3	4,0	0,6	3,1	11,5	18,7	14,9
Contribuição (p.p.)		2,2	0,1	2,3	2,4	3,4	-2,0
2004	4,9	4,1	0,1	3,1	6,3	18,0	14,3
Contribuição (p.p.)		2,2	0,0	2,3	1,3	3,2	-1,9
2005 (previsão)	3,4	2,6	1,6	2,3	2,3	14,8	11,5
Contribuição (p.p.)		1,4	0,3	1,7	0,5	2,7	-1,5

Fonte: IBGE

^{1/} Inclui variação de estoques.

crescimento do setor primário. O impacto da quebra de safra sobre o desempenho do setor deverá ser relativamente pequeno, haja vista o vigor da atividade pecuária, que tem registrado níveis de exportações recordes, e estimativas favoráveis para outras lavouras relevantes, como algodão e mandioca. A frustração da colheita, entretanto, tem outros efeitos, como os que se fizeram sentir na demanda de insumos para o setor.

No setor secundário, as reduções nas previsões de crescimento da atividade nas indústrias de transformação e de construção foram as mais acentuadas, em virtude dos resultados setoriais observados nos primeiros quatro meses do ano. Ainda assim, estimou-se crescimento anual de 3,7% para a atividade fabril, desempenho que deverá refletir a expansão das exportações e a recuperação da demanda interna no segundo semestre. Adicionalmente, a entrada em operação de plataformas da Petrobrás no segundo trimestre de 2005 elevou as estimativas para a produção da indústria extrativa mineral no ano.

A estimativa para o setor de serviços foi também alterada como reflexo do menor crescimento da indústria e da agropecuária, bem como da

Tabela 2 – PIB 2005

	Pesos		Crescimento % acumul. no ano	
	2004	2004	2005	
			1º trim.	Ano estimado
Agropecuária	10,1	5,3	4,2	4,0
Indústria	38,9	6,2	3,1	3,7
Extrativa mineral	4,2	-0,7	3,7	8,3
Transformação	24,0	7,7	3,6	3,3
Construção	7,3	5,7	0,6	1,7
Siup	3,4	4,6	2,9	4,3
Serviços	55,7	3,3	2,0	2,7
Comércio	7,8	7,9	4,2	4,0
Transporte	2,2	4,9	4,1	3,9
Comunicações	3,1	-1,4	-3,2	0,0
Instituições financeiras	6,6	4,2	2,8	3,6
Outros serviços	10,5	5,6	2,0	3,6
Aluguéis	9,4	1,8	3,7	3,1
Adm. pública	16,1	0,9	0,2	1,2
Impostos sobre produtos	11,7	8,2	4,7	4,6
PIB a preços de mercado	100,0	4,9	2,9	3,4
Trimestre/ trimestre anterior (dessazonalizado)			0,3	...

Fonte: IBGE

evolução do nível de atividade no primeiro semestre, com reflexos em segmentos como comércio, transportes, instituições financeiras e outros serviços.

Outro fator responsável pela alteração da estimativa do setor de serviços foi a significativa revisão dos dados do subsetor comunicações em 2004 – o desempenho do item comunicações, no ano, foi alterado de + 2% para -1,4%, com desdobramentos sobre o nível do produto do setor no primeiro trimestre de 2005 e sobre as perspectivas para o seu desempenho no ano.

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Discriminação	Variação %				
	2004				2005
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
Consumo das famílias	1,6	4,3	5,3	5,0	3,1
Consumo do governo	0,8	-1,4	0,3	0,8	0,7
Formação bruta de capital fixo	1,8	13,4	19,3	9,3	2,3
Exportação	20,5	17,6	18,2	16,2	13,6
Importação	12,5	14,2	17,7	12,8	12,2

Fonte: IBGE

Tabela 1.13 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação %				
	2004				2005
	I	II	III	IV	I
Acumulado no ano	4,0	4,6	5,0	4,9	2,9
Acumulado em 4 trimestres	1,2	2,4	4,0	4,9	4,6
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal	1,8	1,1	1,3	0,4	0,3

Fonte: IBGE

Tabela 1.14 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2004				2005
	I	II	III	IV	I
PIB a preços de mercado	1,8	1,1	1,3	0,4	0,3
Agropecuária	2,4	0,5	-1,6	1,8	2,6
Indústria	1,6	1,0	2,6	0,4	-1,0
Serviços	1,2	1,0	0,9	0,4	-0,2

Fonte: IBGE

registrado nos demais setores da economia. Assinalem-se o desempenho dos segmentos comércio, transportes e instituições financeiras, que apresentaram crescimentos de 4,2%, 4,1% e de 2,8%, em relação ao primeiro trimestre de 2004, enquanto em comunicações registrou-se recuo de 3,2%. Esse resultado refletiu a redução, em volume, dos serviços de telefonia fixa, após revisão do IBGE.

Pela ótica da demanda, manteve-se, no primeiro trimestre de 2005, o dinamismo do comércio exterior. Nesse sentido, as exportações aumentaram 13,6%, sustentadas pelas vendas de bens de consumo duráveis e de bens de capital, e as importações, 12,2%, relativamente ao mesmo período do ano anterior. O aumento no volume importado foi observado, principalmente, em bens de capital e em bens de consumo, refletindo o nível da atividade econômica. Relativamente à demanda interna, o consumo das famílias cresceu 3,1%; a formação bruta do capital fixo, 2,3%, e o consumo do governo, 0,7%, na mesma base de comparação.

Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 0,3% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior, após ajuste sazonal, resultado sustentado pela expansão de 2,6% registrada na atividade agropecuária. A indústria, confirmando o comportamento de indicadores mensais do nível de atividade, apresentou queda de 1%, e o setor de serviços, influenciado pelos resultados da telefonia, redução de 0,2%. Assinale-se que esses dois setores haviam apresentado taxas de crescimento positivas nos sete trimestres anteriores, considerada a mesma base de comparação.

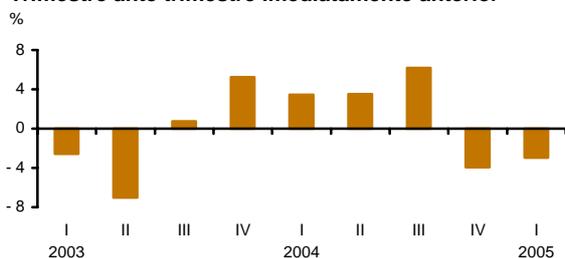
A taxa de crescimento do PIB na margem ratifica a percepção de moderação no ritmo de crescimento da economia, conforme sinalizado por indicadores de produção setoriais. Assinale-se que, nessa base de comparação, o PIB total vem registrando crescimento desde o segundo trimestre de 2003.

O IBGE reviu as Contas Nacionais Trimestrais, o que, de acordo com a nova sistemática, pode ser efetuado em qualquer trimestre do ano. As revisões alteraram, fundamentalmente, os resultados relativos ao segundo, terceiro e quarto trimestres de 2004, com desdobramentos sobre a taxa anual de crescimento do PIB naquele ano, que passou de 5,2% para 4,9%.

1.5 Investimentos

Gráfico 1.24 – Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)^{1/}

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior



Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.15 – Indicadores de investimento

Discriminação	Variação percentual			
	2005			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Bens de capital				
Produção	-1,0	-3,3	3,9	-2,9
Importação	1,7	-7,1	0,7	3,0
Exportação	-6,6	-9,4	0,7	6,2
Insumos da construção civil	-0,2	-1,5	0,2	-1,1
No ano				
Bens de capital				
Absorção ^{2/}	6,2	2,8	2,5	2,1
Produção	6,8	3,8	2,6	2,8
Importação	34,7	24,4	25,1	21,3
Exportação	68,9	55,5	42,7	43,0
Insumos da construção civil	2,8	1,6	0,8	1,4
Financiamentos do BNDES	69,5	20,0	11,5	-0,6

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

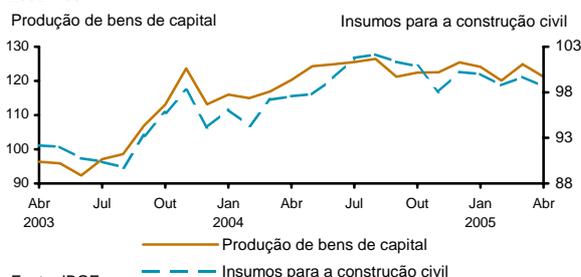
1/ Dados dessazonalizados.

2/ Produção + importação - exportação.

Gráfico 1.25 – Produção de bens de capital e de insumos para a construção civil

Dados dessazonalizados

2002=100



Fonte: IBGE

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, reduziram-se 3% no primeiro trimestre de 2005, ante o trimestre imediatamente anterior, após ajuste sazonal, configurando o segundo período de contração nessa base de comparação. Relativamente ao mesmo trimestre de 2004, a taxa de crescimento atingiu 2,3% e, no acumulado de quatro trimestres, 11%.

O resultado dessazonalizado do primeiro trimestre vinha sendo delineado pelo desempenho de alguns indicadores mensais da formação bruta de capital fixo, que mostraram resultados negativos nos primeiros meses do ano, especialmente em janeiro e em fevereiro.

Indicadores relativos a abril continuam a mostrar declínio da formação bruta de capital fixo. Em relação aos níveis observados em março, após ajuste sazonal, a atividade da construção civil reduziu-se 1,1%, e a produção de bens de capital, 2,9%, enquanto as exportações desses bens cresceram 6,2% e as importações, 3%.

Ressalte-se que o desempenho modesto dos investimentos deve-se, em parte, à perda de renda do setor agropecuário, com desdobramentos sobre a demanda de máquinas e equipamentos pelo setor. Dessa forma, a produção de máquinas e de demais peças e equipamentos agrícolas registraram quedas expressivas de 31,7% e de 68%, respectivamente, no primeiro quadrimestre do ano, relativamente a igual período de 2004, contrapondo-se ao desempenho de outros segmentos da produção de bens de capital, em especial bens destinados aos setores de construção, de produção de energia elétrica e de transportes, que apresentaram taxas de crescimento de 30,3%, 14% e de 11,1%, respectivamente, na mesma base de comparação.

Dados da Anfavea corroboram o comportamento das atividades ligadas ao setor agropecuário. Nesse sentido, a produção de máquinas agrícolas apresentou queda de 12,4% no ano até maio, relativamente ao mesmo período de 2004, influenciada, principalmente, pelas reduções de 62,9% e de 5,9% registradas na produção de colheitadeiras e de tratores de rodas, respectivamente. Na mesma base de comparação, a produção de ônibus elevou-se 31,9% e a de caminhões, 16,4%, influenciadas pelas exportações do setor.

Apesar dos resultados recentes dos investimentos, indicadores como a trajetória descendente do risco-país e

Tabela 1.16 – Produção de bens de capital

Discriminação	Variação acumulada no ano			
	2005			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No ano				
Bens de capital	6,8	3,8	2,6	2,8
Industriais	1,6	5,9	5,1	5,9
Seriados	0,2	5,0	4,5	5,0
Não seriados	10,5	11,0	8,6	12,0
Agrícolas	-19,7	-26,7	-29,9	-31,7
Peças agrícolas	-70,0	-68,3	-68,4	-68,0
Construção	33,8	37,6	33,2	30,3
Energia elétrica	19,0	17,3	13,7	14,0
Transportes	19,3	13,6	11,6	11,1
Misto	4,2	-0,9	-1,5	-0,3

Fonte: IBGE

Tabela 1.17 – Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2005				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês ^{1/}					
Máquinas agrícolas	4,9	-8,2	1,3	-5,8	0,8
Ônibus	-3,7	-8,5	16,0	-1,0	0,2
Caminhões	-6,7	-6,6	9,2	2,1	-2,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}					
Máquinas agrícolas	-5,6	-7,3	-6,0	-8,2	-6,4
Ônibus	19,4	4,4	-1,3	-2,7	7,2
Caminhões	2,8	-0,6	-3,2	-3,1	2,3
No ano					
Máquinas agrícolas	2,9	-7,5	-10,5	-12,1	-12,4
Ônibus	65,0	43,7	37,1	34,4	31,9
Caminhões	33,3	23,2	19,2	18,4	16,4

Fonte: Anfavea

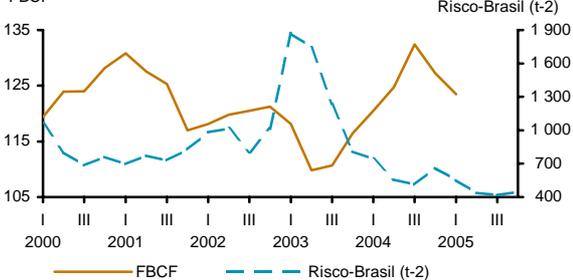
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.26 – Investimento (FBCF) e risco-Brasil

Dados dessazonalizados

1990=100

FBCF



Fonte: IBGE e JP Morgan

as intenções de ampliação de capacidade instalada, segundo levantamentos da FGV, bem como a expectativa de reversão do ciclo atual de política monetária, sugerem a sua retomada nos próximos meses.

Adicionalmente, pesquisa da FGV divulgada em fevereiro avaliou os investimentos em expansão da capacidade de produção programados pelas empresas neste ano e no triênio 2005–2007, registrando perspectivas favoráveis para a ampliação do parque industrial. O acréscimo médio de capacidade previsto para 2005 atinge 8% e, para o triênio 2005–2007, 19%. Esses percentuais são semelhantes aos observados em levantamento realizado em fevereiro de 2004. A pesquisa evidenciou, ainda, que, entre os fatores limitativos à expansão dos investimentos em 2005, os mais citados pelas empresas foram a carga tributária, com 46% de indicações, e as incertezas acerca da demanda, com 33% de indicações, maior frequência registrada nesse quesito desde 2000.

1.6 Conclusão

A acomodação do nível de atividade, evidenciada desde o final de 2004, tem sido acompanhada de uma alteração na composição da demanda, com maior participação do setor externo em detrimento do mercado doméstico. No âmbito externo, o crescimento da economia mundial mantém-se como principal fator de dinamismo das exportações, compensando eventuais efeitos decorrentes da recente apreciação cambial. No cenário interno, a evolução do consumo tem sido influenciada pelos mecanismos de autopropagação da renda – emprego e rendimento real – e tende a sustentar-se em patamar alto, a despeito da discreta queda registrada pelas contas nacionais no primeiro trimestre deste ano, após seis trimestres de crescimento. Por outro lado, os investimentos mostraram contração desde o final de 2004, em parte refletindo a perda da renda agrícola, mas também como reação à evolução recente da demanda diante do ciclo de política monetária. Os níveis de confiança do empresário, o patamar do risco-país, bem como os resultados obtidos por sondagens realizadas junto ao empresariado industrial indicam a retomada dos investimentos assim que se reduzirem as incertezas relativas à evolução da demanda interna.

A inflação situou-se em patamar relativamente elevado nos primeiros cinco meses de 2005, sobretudo se considerados os preços ao consumidor. Embora o comportamento dos índices tenha sido marcadamente influenciado por pressões sazonais e por reajustes concentrados em itens monitorados, a maior disseminação de aumentos de preços e a persistência dos núcleos de inflação em níveis relativamente altos indicaram que pressões de demanda estiveram também presentes no conjunto de fatores que concorreram para a resistência da inflação à queda. Apesar desse comportamento, a desaceleração dos índices em maio e as perspectivas para junho sugerem a superação das pressões observadas ao longo do primeiro semestre de 2005.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal					
	2004	2005				
	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,52	0,33	0,40	0,99	0,51	-0,25
IPA	0,48	0,08	0,39	1,14	0,33	-0,98
IPC	0,63	0,85	0,43	0,70	0,88	0,79
INCC	0,51	0,76	0,44	0,67	0,72	2,09

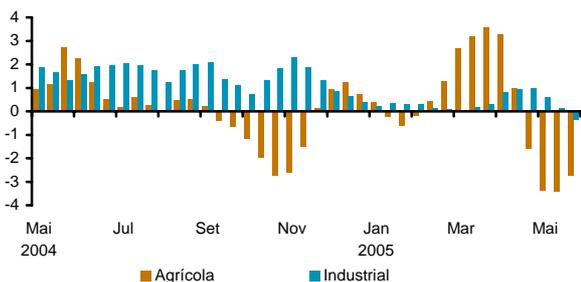
Fonte: FGV

Os índices gerais de preços, após registrarem inflação elevada em março, apresentaram trajetória descendente nos dois meses seguintes. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, alcançou 0,51% em abril e -0,25% em maio, desaceleração que refletiu, principalmente, o comportamento do Índice de Preços no Atacado (IPA). O aumento do IPA atingiu 0,48% no trimestre março–maio, ante 0,95% no trimestre encerrado em fevereiro, comportamento associado à redução de 0,88% nos preços agrícolas, ante alta de 1,41% no trimestre encerrado em fevereiro, que compensou, com folga, o aumento da variação nos preços dos produtos industriais, de 0,79% para 0,93%, na mesma base de comparação.

A trajetória recente dos preços agrícolas deveu-se, principalmente, à menor alta nos preços dos legumes e às quedas nos preços do arroz, cuja safra encontra-se em plena colheita, e de carnes em geral, devido ao período de safra. Observe-se ainda que, excetuado abril, as taxas do IPA industrial mantiveram-se relativamente estáveis. As

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

principais pressões, no trimestre, vieram do aumento dos preços dos combustíveis, principalmente óleos combustíveis e querosene para motores e outros fins; dos produtos de matérias plásticas; dos produtos farmacêuticos e da extrativa mineral. Em sentido contrário, os efeitos da evolução da taxa de câmbio foram notados, sobretudo, nos grupos da indústria química e metalúrgica, tendendo a seguir ocorrendo nos próximos resultados do IPA.

O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) continuou exercendo pressão altista nos índices gerais de preços, expandindo-se em 2,39% no trimestre março–maio, ante 1,92% no trimestre encerrado em fevereiro. Assim como nos demais índices de preços ao consumidor, esse resultado esteve associado às elevações de preços nos grupos alimentação, vestuário, transportes e saúde e cuidados pessoais.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice de Preços ao Consumidor Amplo

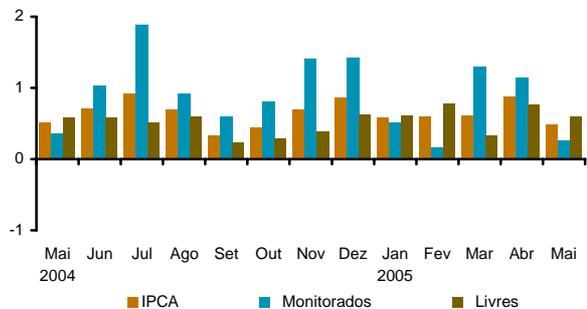
As variações mensais do IPCA, apuradas pelo IBGE, têm se situado em níveis elevados desde outubro de 2004, registrando taxas de 0,61% em março; 0,87% em abril; e 0,49% em maio de 2005. A inflação nesses três meses alcançou 1,98%, ante 2,04% no trimestre encerrado em fevereiro, sustentada, basicamente, pela elevação de 2,7% nos preços monitorados, cuja participação na composição do índice atinge cerca de 30%. O IPCA variou 3,18% nos cinco primeiros meses do ano, ante 2,75% no mesmo período de 2004.

O índice de difusão do IPCA, obtido pela proporção de itens com variação positiva no resultado mensal, manteve-se relativamente elevado de março a maio deste ano, apresentando média de 65,6% no período, ante 68,6% no trimestre anterior. Apesar do patamar alto, o índice mostrou, nos últimos meses, tendência declinante.

Os itens que apresentaram aumentos de preços mais expressivos nos últimos meses, no segmento de preços livres, foram vestuário, remédios e leite e derivados, representando, em conjunto, 0,49 p.p. da contribuição de 1,19 p.p. do segmento para a variação do IPCA no trimestre março–maio.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

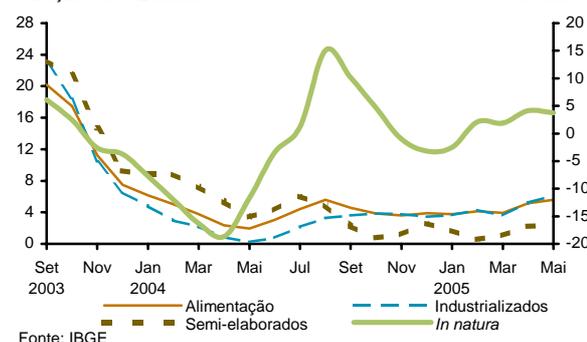
Variação % mensal



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação

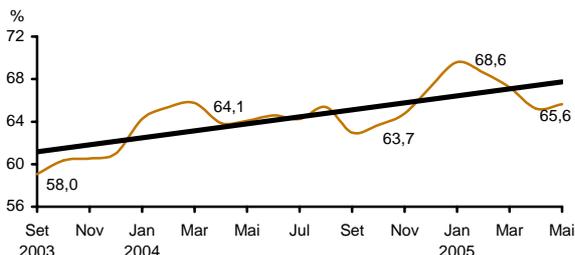
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA

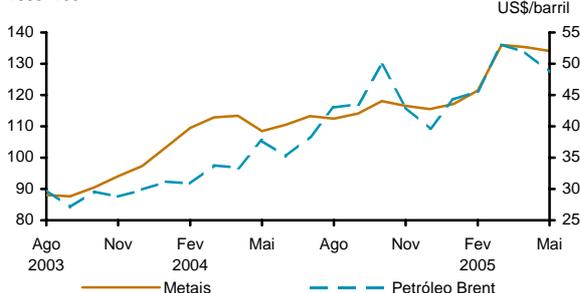
Proporção do número de itens com aumentos^{1/}
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE
1/ O IPCA é composto por 512 itens.

Gráfico 2.5 – Evolução de preços

Commodities metálicas
1995=100



Fonte: Commodities Research Bureau

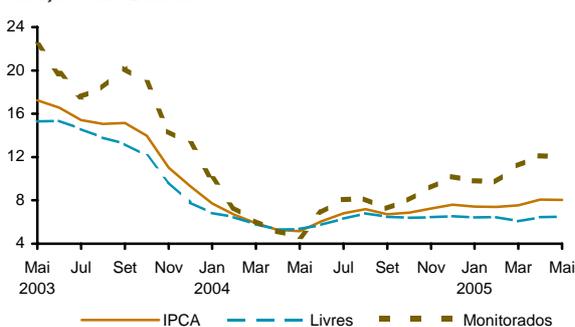
Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal				
		2005			No ano	12 meses
		Mar	Abr	Mai		
IPCA	100,00	0,61	0,87	0,49	3,18	8,05
Monitorados	29,62	1,29	1,14	0,25	3,38	12,01
Agrícola	16,05	0,60	0,98	0,61	3,96	6,71
Serviços	20,44	0,51	0,38	0,28	3,51	6,52
Outros	20,29	0,28	0,90	0,68	2,73	7,46
Câmbio	13,59	-0,20	0,84	0,90	2,01	4,63
Taxa de câmbio	...	4,12	-4,64	-4,90	-9,76	-20,89

Fonte: IBGE

Gráfico 2.6 – IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

A contribuição da apreciação cambial para a evolução recente dos índices de preços, embora venha sendo atenuada pela expressiva elevação dos preços das *commodities*, sobretudo metálicas e derivados de petróleo, vem favorecendo a menor variação de preços do conjunto de produtos com maior sensibilidade ao câmbio *vis-à-vis* os demais segmentos. Considerada a variação acumulada nos primeiros cinco meses do ano, os preços relativos a esse grupo elevaram-se 2,01%, ante variação de 3,18% no IPCA.

A avaliação prospectiva do comportamento dos índices de preços apresenta aspectos favoráveis. Nesse sentido, assinala-se o esgotamento dos acentuados impactos relacionados a pressões sazonais dos preços do vestuário, remédios e alimentos *in natura*, assim como a continuidade do arrefecimento dos preços de produtos de origem primária e a redução potencial dos preços dos remédios, devido à desoneração tributária. Esses efeitos poderão compensar, parcialmente, os impactos das elevações das tarifas de energia elétrica em algumas regiões, sobretudo em São Paulo, e de telefone fixo, em todo o País, que devem constituir-se nos principais determinantes dos aumentos dos índices nos próximos meses, particularmente em julho.

2.3 Preços administrados

Em 2005, até maio, os preços monitorados aumentaram 3,38%, sendo responsáveis por cerca de 31%, ou 1 p.p., da variação de 3,18% do IPCA no ano.

No trimestre março–maio, os conjuntos de preços livres e monitorados do IPCA apresentaram taxas de variação de 1,68% e 2,70%, respectivamente, ante 2,02% e 2,1% no trimestre anterior. A variação dos preços monitorados representou 0,8 p.p. do aumento de 1,98% apresentado pelo IPCA no trimestre.

Registraram-se elevações de preços em vários itens com pesos relativamente altos na composição do índice, em especial nas tarifas de ônibus urbano, 8,6%, e nas taxas de água e esgoto, 4,8%, ambas determinadas no âmbito das administrações municipais. O item taxa de água e esgoto aumentou 28,87% em Belo Horizonte, 5,73% em Goiânia e 11,43% em Porto Alegre. Os preços das passagens de ônibus urbano foram majorados em São Paulo, 17,64%; em Porto Alegre, 12,9%; e no Rio de Janeiro, 12,5%.

Assinala-se, ainda, o aumento de 4,01% na tarifa de energia elétrica residencial, resultante de reajustes em

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2005					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	0,58	0,59	0,61	0,87	0,49	3,18
Livres	70,30	0,61	0,77	0,33	0,76	0,59	3,09
Monitorados	29,70	0,51	0,16	1,29	1,14	0,25	3,38
Principais itens							
Energia elétrica	4,71	1,28	0,27	-0,03	2,22	1,78	5,62
Água e esgoto	1,89	0,41	1,67	4,42	0,12	0,24	6,98
Ônibus urbano	5,18	-0,10	-0,37	5,02	2,57	0,82	8,09
Gasolina	4,22	0,06	-0,79	0,71	0,42	-0,64	-0,25
Álcool	1,10	-1,23	-1,44	0,57	0,51	-5,42	-6,93
Plano de saúde	2,55	0,90	0,92	0,94	0,92	0,92	4,69

Fonte: IBGE

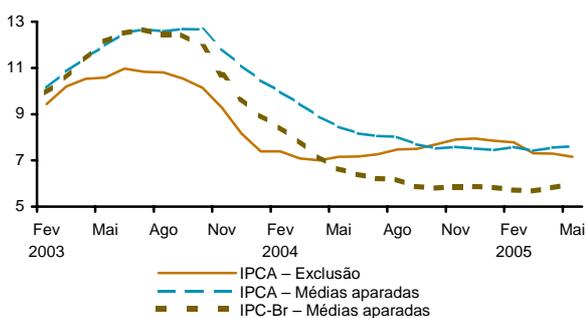
Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2005				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,58	0,59	0,61	0,87	0,49
Exclusão	0,56	0,93	0,41	0,71	0,57
Médias aparadas					
Com suavização	0,66	0,60	0,62	0,70	0,65
Sem suavização	0,59	0,43	0,49	0,70	0,46
IPC-Br (cheio)	0,85	0,43	0,70	0,88	0,79
Médias aparadas	0,61	0,36	0,49	0,65	0,73

Fonte: Bacen e FGV

Gráfico 2.7 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fonte: Bacen e FGV

Fortaleza, 21,21%; em Recife, 20,16%; em Salvador, 20,51%; em Belo Horizonte, 18,48%; e em Porto Alegre, 5,62%. O aumento autorizado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) em Fortaleza foi posteriormente limitado a 11,3% por sentença judicial. Parte do aumento em Porto Alegre deveu-se à majoração da alíquota de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) – majoração também efetivada pelo governo de Goiás e que deverá refletir-se no custo da energia elétrica do estado a partir de junho.

2.4 Núcleos de inflação

A medida de núcleo para o IPCA, calculada com a exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, atingiu 0,41% em março, 0,71% em abril e 0,57% em maio, acumulando alta de 1,7% no trimestre. As maiores contribuições para a inflação do núcleo no período vieram do reajuste do preço dos remédios, 5,02% e dos itens de vestuário, 3%. A variação acumulada nos últimos doze meses alcançou 7,15%, em maio.

O núcleo para o IPCA calculado por médias aparadas com suavização registrou elevações de 0,62% em março, de 0,7% em abril e de 0,65% em maio. Essa medida exclui os itens cuja variação mensal encontra-se acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição. Nesse contexto, os itens que têm apenas uma variação a cada ano são suavizados, ou seja, sua variação é redistribuída em parcelas iguais no mês da mudança e nos onze meses subsequentes. Nos últimos doze meses, a variação desse indicador atingiu 7,61%. No cálculo efetuado sem o processo de suavização, o núcleo por médias aparadas aumentou 0,49% em março, 0,7% em abril e 0,46% em maio, acumulando 6,62% nos últimos doze meses.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, da FGV, calculado por médias aparadas, com suavização, apresentou taxas de variação de 0,49% em março, de 0,65% em abril e de 0,73% em maio. Nos últimos doze meses, o núcleo acumulou alta de 5,98%.

2.5 Expectativas de mercado

Segundo a pesquisa conduzida pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central, a mediana das expectativas de inflação do

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

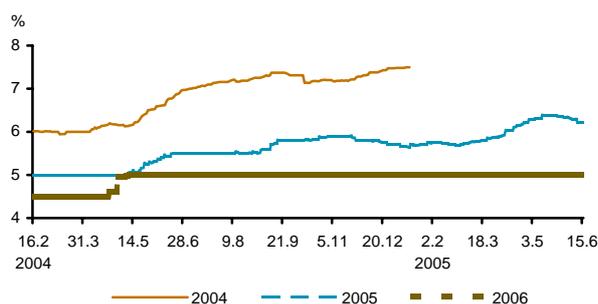
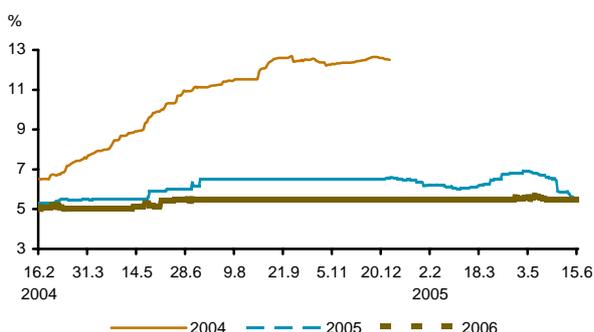


Gráfico 2.9 – Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IGP-M (mediana)



mercado para o IPCA de 2005 subiu de 5,9%, em 31 de março, para 6,2%, em 15 de junho, enquanto as expectativas para 2006 permaneceram estáveis em 5% nas mesmas datas. A evolução recente da mediana das expectativas para o IPCA de 2005 mostra grande influência da revisão das projeções de curtíssimo prazo, especialmente para maio, pressionado pelo aumento de preços agrícolas e pelo reajuste de preços administrados específicos. Note-se que as expectativas para o IPCA para os próximos doze meses recuaram para 5,1% em meados de junho, o patamar mais baixo desde agosto de 2002.

Quanto às expectativas do mercado para os índices gerais de preços, verificou-se, ao longo do trimestre, queda significativa nas previsões para 2005, com a mediana para o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) recuando de 6,5% para 5,6%, taxa mais baixa apurada desde maio de 2004. A queda é consequência, principalmente, do recuo nas previsões para o IPA para níveis inferiores a 5%, revisão estimulada pela variação negativa apurada em maio e pelas prévias do indicador para junho. Para 2006, a mediana das projeções para o IGP-M mantém-se em 5,5%.

O comportamento das expectativas de inflação no segundo trimestre pode ser explicado pela contínua revisão das perspectivas do mercado para a taxa de câmbio e para a condução da política monetária, e ainda pelo comportamento das projeções para os índices de preços ao atacado, por um lado, e para o reajuste dos preços administrados em 2005, por outro. Uma vez mais, a trajetória esperada para a taxa de câmbio foi revista para o horizonte de longo prazo, trazendo a expectativa para a média de 2005 de R\$2,74/US\$ no final de março para R\$2,58/US\$ na primeira quinzena de junho; para a média de 2006, a expectativa para a taxa de câmbio passou de R\$2,90/US\$ para R\$2,77/US\$, no mesmo período.

Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

Discriminação	30.12.2004		31.3.2005		15.6.2005	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
IPCA	5,70	5,00	5,88	5,00	6,21	5,00
IGP-M	6,58	5,50	6,47	5,50	5,55	5,50
IPA-DI	6,89	5,93	6,74	5,93	4,44	5,93
Preços Administrados	7,09	6,00	7,12	5,80	7,60	6,00
Selic (fim de período)	16,00	14,38	17,50	15,00	18,00	15,50
Selic (média do período)	17,10	14,70	18,83	15,92	19,15	16,50
Câmbio (fim de período)	2,95	3,13	2,80	2,95	2,66	2,80
Câmbio (média do período)	2,88	3,06	2,74	2,90	2,58	2,77
PIB	3,50	4,00	3,68	3,70	3,12	3,50

Ao longo do trimestre, o mercado reviu também sua percepção para a política monetária no médio prazo, com consequente aumento de 18,8% a.a. para 19,2% a.a. para a meta da taxa Selic (média de período) esperada em 2005, e de 17,5% a.a. para 18% a.a. para a meta de dezembro. Esse cenário contempla expectativa de estabilidade da taxa Selic entre junho e agosto, seguida de corte de 0,25 p.p. em setembro e três cortes de 0,5 p.p. no último trimestre do ano. Para 2006, a projeção para a taxa Selic média passou de 15,9% a.a. para 16,5% a.a., enquanto a taxa projetada para o fim do ano passou de 15% a.a. para 15,5% a.a.

2.6 Conclusão

O patamar relativamente alto da inflação observado desde outubro último é consequência, em grande parte, de um conjunto de impactos específicos que se sobrepuseram ao longo do período – sazonalidade da alimentação, despesas escolares, reajustes de remédios e reajustes concentrados de monitorados. Paralelamente, a economia registrou níveis de atividade econômica elevados, ainda que com crescimento discreto na margem, evidenciando condições de demanda favoráveis à disseminação de aumentos de preços e à incorporação de ganhos por parte das empresas.

Nesse contexto, deve-se destacar a contribuição do ciclo de política monetária restritiva, impedindo a maior propagação de aumentos de preços. Com efeito, as medidas adotadas vêm se mostrando fundamentais para que, superados os impactos pontuais observados ao longo dos últimos meses, os índices de preços convirjam para as metas para a inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), como apontam as perspectivas e têm, efetivamente, evidenciado as últimas taxas de inflação divulgadas.

3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro, no período de março–maio, mantiveram a trajetória crescente observada em períodos anteriores, evidenciando o desempenho favorável das carteiras com recursos livres. O crescimento das operações bancárias nesse segmento esteve condicionado à demanda das famílias, especialmente na modalidade de crédito pessoal, cuja expansão permaneceu sustentada pelos empréstimos consignados em folha de pagamento. Os financiamentos destinados às empresas, traduzindo a relativa desaceleração do ritmo da atividade econômica e o comportamento das taxas de juros, aumentaram de maneira menos acentuada no período.

Nesse contexto, o volume total de crédito do sistema financeiro, que inclui operações com recursos livres e direcionados, totalizou R\$518,3 bilhões em maio, com crescimentos de 4% no trimestre e de 18,4% em doze meses. Em consequência, a relação desse agregado com o PIB atingiu 27,2%, ante 26,6% em fevereiro último, e 25,5% em maio de 2004.

Os empréstimos concedidos pelos credores privados somaram R\$314,8 bilhões em maio, representando 60,7% do estoque total do crédito. O crescimento de 4,8% registrado no trimestre, em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, esteve associado, em parte, à evolução das operações relativas a pessoas físicas e à indústria. Os empréstimos concedidos pelas instituições financeiras públicas totalizaram R\$203,5 bilhões, expansão de 2,8% no mesmo período, destacando-se, também nessas concessões, o aumento das operações com pessoas físicas.

Com respeito à distribuição setorial dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro, os destinados ao setor privado, considerados os empréstimos realizados com recursos livres e direcionados, alcançaram R\$498,8 bilhões

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2005				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	498,2	506,7	515,9	518,3	4,0	18,4
Recursos livres	284,9	291,1	299,5	302,4	6,1	21,8
Pessoa jurídica	163,6	165,5	169,6	167,9	2,6	12,0
Cambiais	48,5	49,5	49,6	48,1	-0,9	-16,4
Pessoa física	121,3	125,5	129,8	134,4	10,8	36,8
Direcionados	179,3	180,5	180,5	179,7	0,3	11,5
Habitação	24,5	24,7	24,9	25,0	2,0	6,1
Rural	55,2	55,8	56,7	56,7	2,6	21,2
BNDES	95,9	96,4	95,4	94,3	-1,7	7,4
Outros	3,6	3,6	3,6	3,8	3,7	23,8
Leasing	14,9	15,6	16,3	16,7	12,5	57,9
Setor público	19,1	19,6	19,5	19,5	1,6	8,8
Participação %:						
Total/PIB	26,6	26,8	27,2	27,2		
Rec. livres/PIB	15,2	15,4	15,8	15,9		
Rec. direc./PIB	9,6	9,6	9,5	9,4		

em maio, com acréscimo de 4,1% relativamente ao trimestre finalizado em fevereiro. Esse resultado refletiu, além do expressivo crescimento de 10,7% nas operações com pessoas físicas, cujo saldo alcançou R\$147,3 bilhões, a expansão de 1,6% nos financiamentos para a indústria, totalizando R\$128,6 bilhões, com ênfase para os ramos de automóveis e de energia. Adicionalmente, os financiamentos para o segmento de serviços aumentaram 0,5%, totalizando R\$82 bilhões, com ênfase para as operações realizadas por empresas de administração de cartões, comunicações e de energia, e os empréstimos destinados ao comércio elevaram-se 1,9%, atingindo R\$57,8 bilhões, com destaque para o aumento dos negócios relacionados ao segmento varejista.

As operações com o setor público alcançaram R\$19,5 bilhões em maio, com elevação de 1,6% em relação a fevereiro. O resultado esteve condicionado pelos crescimentos de 1,7% na dívida bancária dos estados e municípios, cujo saldo de R\$14,4 bilhões refletiu o aumento dos créditos a empresas estaduais de energia elétrica, e de 1,3% nos financiamentos destinados ao governo federal, que totalizaram R\$5 bilhões.

A carteira de arrendamento mercantil totalizou R\$16,7 bilhões em maio, com expansão de 12,5% em relação a fevereiro. As operações realizadas por pessoas físicas passaram a representar 29,6% do total, ante 28,8% em fevereiro, com ênfase nos contratos vinculados a veículos.

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito envolvendo recursos direcionados atingiram R\$179,7 bilhões em maio, com variação de 0,3% em relação a fevereiro. Esse resultado foi condicionado, em parte, pelo recuo de 1,7% nos financiamentos efetuados pelo sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), cujo saldo totalizou R\$94,3 bilhões e, em sentido inverso, pela elevação de 2,6% nas operações destinadas ao setor rural.

Os desembolsos realizados pelo BNDES totalizaram R\$15,1 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, com expansão de 8,5% em relação a igual período de 2004. Por segmentos da atividade econômica, os financiamentos concedidos à indústria atingiram R\$7,5 bilhões, expansão de 23,4%, evidenciando o aumento das operações com o segmento aeronáutico. As concessões para micro, pequenas e médias empresas, com participação de 31% no total de

Tabela 3.2 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-mai		Variação %
	2004	2005	
Total	13 912	15 101	8,5
Indústria	6 065	7 486	23,4
Outros equip. transporte ^{1/}	1 402	2 718	93,9
Veículo automotor	1 418	920	- 35,1
Prod. alimentício e bebidas	981	656	- 33,1
Celulose e papel	323	473	46,4
Metalurgia básica	372	653	75,5
Máq. e equipamentos	402	607	51,0
Comércio/Serviços	5 340	5 865	9,8
Eletricidade, gás, água quente	2 342	1 623	- 30,7
Transporte terrestre	1 173	2 339	99,4
Construção	509	506	- 0,6
Comércio e rep. de veículos	493	265	- 46,2
Agropecuária	2 508	1 750	- 30,2

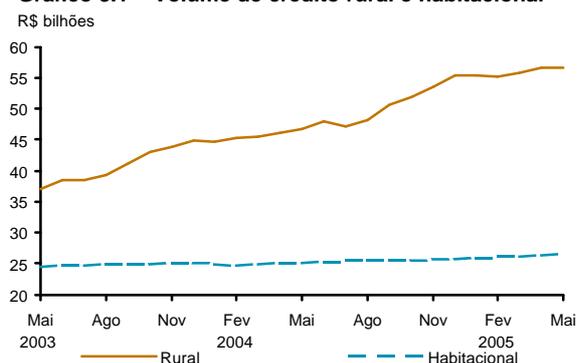
Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

desembolsos, cresceram 7,5% no período, sendo a maior parte desses recursos direcionada às empresas que atuam na atividade de infra-estrutura. As liberações para o setor de comércio e serviços totalizaram R\$5,9 bilhões, e as destinadas ao setor agropecuário, R\$1,7 bilhão, representando aumento de 9,8% e redução de 30,2%, respectivamente, no período.

As consultas apresentadas ao BNDES, indicador de investimentos futuros, somaram R\$35,1 bilhões de janeiro a maio, com acréscimo de 2,1% em relação ao resultado de igual período do ano passado. As solicitações realizadas pelo setor industrial aumentaram 19,3% no período, com ênfase para os segmentos de alimentos e bebidas, papel e celulose. Em sentido inverso, as consultas efetuadas pelo segmento de comércio e serviços decresceram 7,5%, traduzindo, basicamente, a menor demanda do ramo de construção, e as formuladas pela agropecuária recuaram 47,4%, no período.

Gráfico 3.1 – Volume de crédito rural e habitacional



A carteira de crédito do setor rural, recursos direcionados, alcançou R\$56,7 bilhões, com expansão de 2,6% no trimestre, destacando-se as operações de investimentos agrícolas realizadas, principalmente, com recursos originários de programas oficiais. A participação relativa dessa modalidade no total de financiamentos rurais atingiu 52,7% em maio, enquanto as parcelas referentes ao custeio e à comercialização alcançaram 43,2% e 4,1%, respectivamente.

Ainda no âmbito da atividade rural, saliente-se a prorrogação de dívidas agrícolas, em razão da quebra de safra provocada pela estiagem na região Sul. Nesse sentido, as operações enquadradas como Finame Agrícola e os financiamentos para custeio da safra de trigo de 2004 foram prorrogados para o período de junho a agosto deste ano. Adicionalmente, foi concedido prazo entre 1 e 2 anos para o pagamento dos contratos sem cobertura do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro), relativos aos produtos da safra 2004/2005, que apresentaram prejuízo acima de 30% da produção esperada em decorrência da estiagem na região Sul.

O saldo dos financiamentos destinados à habitação, incluindo recursos livres e direcionados, atingiu R\$26,5 bilhões em maio, com acréscimo de 1,9% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro. As aplicações provenientes da caderneta de poupança, que respondem pela parcela majoritária dos desembolsos totais, somaram R\$1,1 bilhão no trimestre encerrado em abril, com crescimento

de 6,2% em relação ao trimestre anterior. Ressaltem-se, ainda, as recentes medidas fixadas pelo CMN que alteraram as regras de cumprimento da exigibilidade de aplicação em financiamentos habitacionais. De acordo com o estabelecido, as instituições financeiras ficarão dispensadas de cumprir a aplicação mínima de 65% de suas captações em caderneta de poupança, desde que os novos financiamentos aumentem 30% e 45%, respectivamente, no primeiro e no segundo trimestres de 2005, comparativamente aos mesmos períodos do ano anterior.

Operações de crédito com recursos livres

As operações de crédito com recursos livres totalizaram R\$302,4 bilhões em maio, registrando crescimentos de 6,1% ante fevereiro e de 21,8% em doze meses. A participação desses empréstimos no total dos créditos do sistema financeiro atingiu 58,3% em maio, ante 57,2%, em fevereiro.

Os financiamentos destinados a pessoas jurídicas aumentaram 2,6% no período, atingindo R\$167,9 bilhões. Esse desempenho foi determinado, principalmente, pela expansão de 4,1% nas modalidades lastreadas em recursos domésticos, com destaque para capital de giro. O saldo dos empréstimos referenciados em moeda estrangeira, influenciado pela apreciação cambial verificada no período, somou R\$48,1 bilhões em maio, recuando 0,9% relativamente a fevereiro.

O volume de crédito para pessoas físicas alcançou R\$134,4 bilhões em maio, 10,8% superior ao assinalado ao final do trimestre encerrado em fevereiro. O desempenho dessas carteiras esteve associado, principalmente, à expansão dos empréstimos em consignação em folha de pagamento, especialmente operações com aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). De acordo com dados de treze instituições financeiras com participação expressiva nessa modalidade, o saldo do crédito consignado totalizou R\$17,8 bilhões em maio, elevando-se 27,2% no período (ver box "Evolução dos Empréstimos com Consignação em Folha de Pagamento", páginas 47 a 49). Adicionalmente, os financiamentos para a aquisição de bens mantiveram a trajetória de crescimento registrada nos primeiros meses do ano, com elevação de 6,8% no trimestre.

A taxa média de juros dos empréstimos com recursos livres alcançou 49,4% a.a. em maio, 1,9 p.p. superior à praticada em fevereiro. Esse resultado refletiu a elevação

Gráfico 3.2 – Evolução do volume de crédito com recursos livres

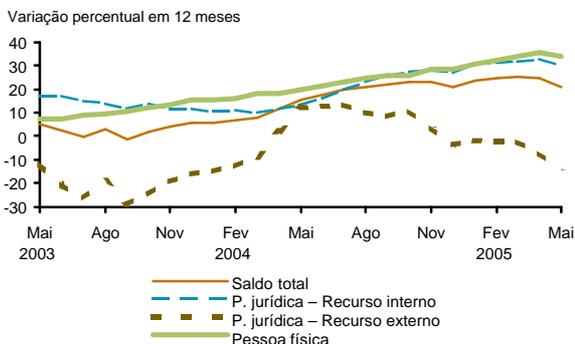
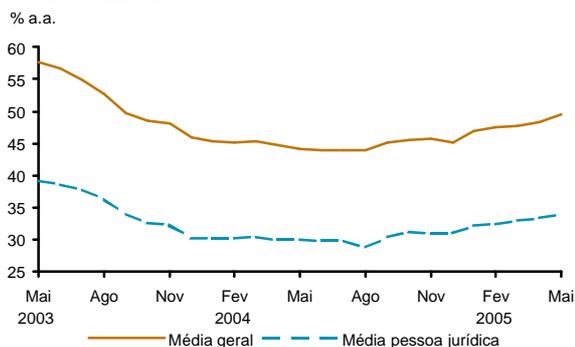


Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres



Evolução dos Empréstimos com Consignação em Folha de Pagamento

Desde 2004, as operações de crédito com recursos livres para pessoas físicas vêm aumentando de forma significativa, evidenciando, fundamentalmente, o crescimento dos créditos com consignação em folha de pagamento. Os empréstimos consignados fazem parte da estratégia de ampliação do acesso da população ao crédito em condições mais favoráveis em termos de taxas de juros e prazos, contribuindo para a redução dos níveis de *spread* bancário, bem como para a melhora do perfil de endividamento das famílias.

O desenvolvimento dessa modalidade de crédito, anteriormente restrita a algumas instituições financeiras e à clientela de funcionários públicos, foi viabilizado pela Lei 10.820, de 17.12.2003. Essa medida estabeleceu arcabouço jurídico para amparar a realização dessas operações, estendendo seu alcance aos trabalhadores regidos pela Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT), assim como aos aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Ao final do primeiro semestre de 2004, o total de créditos consignados concedidos por bancos e financeiras, de acordo com amostra de treze instituições selecionadas pelo Banco Central, com atuação relevante nesse mercado, alcançava R\$8,7 bilhões, com aumento de 34% em relação ao saldo de dezembro de 2003. Assinale-se que 87% do total desses empréstimos eram absorvidos pelo segmento de funcionários públicos, ao final de junho.

A partir da segunda metade de 2004, o crescimento dos empréstimos consignados passou a ser influenciado por novas estratégias de atuação adotadas em função do cenário de maior competição

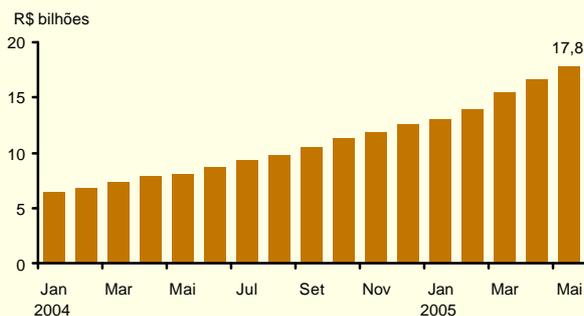
Tabela 1 – Crédito consignado

Discriminação	2005				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Saldo R\$ bilhões^{1/}						
Total	14,0	15,5	16,6	17,8	27,2	120,1
Trabalhadores públicos ^{2/}	12,0	13,3	14,2	15,3	28,2	114,8
Trabalhadores privados	2,1	2,2	2,3	2,5	21,0	158,9
Taxas de juros % a.a.^{3/}						
Crédito consignado ^{1/}	37,4	37,1	36,5	35,6	-1,9	-2,9
Demais operações	92,4	91,5	93,9	96,8	4,4	15,6
Média crédito pessoal	75,3	74,4	75,0	77,2	1,9	4,5

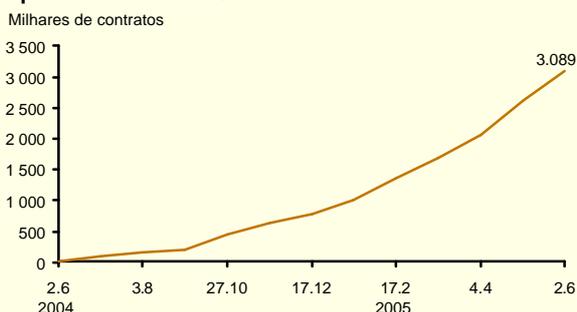
1/ Amostra de treze instituições financeiras que operam com crédito pessoal.

2/ Inclui operações com aposentados e pensionistas do INSS.

3/ Variação: em pontos percentuais (p.p.).

Gráfico 1 – Evolução do crédito consignado

Fonte: Amostra de treze instituições financeiras que operam com crédito pessoal.

Gráfico 2 – Evolução dos empréstimos a aposentados do INSS

Fonte: Dataprev

no mercado de crédito para pessoas físicas. Nesse aspecto, desde o final do ano passado, grandes bancos têm estabelecido parcerias com instituições financeiras de menor porte especializadas nas operações de crédito consignado. Esses negócios provêm *funding* para as instituições de menor porte alavancarem suas operações de crédito, ao mesmo tempo em que permitem às instituições maiores elevar sua participação nas operações consignadas, utilizando a especialização e a estrutura daquelas instituições nesse ramo.

Outro fator relevante para o aumento das operações de crédito consignado tem sido a concessão de empréstimos para aposentados e pensionistas do INSS. A oferta de empréstimos para esses beneficiários iniciou-se em maio de 2004 e foi ampliada nos últimos meses do ano, com a adesão de maior número de instituições financeiras, após os ajustes operacionais necessários para a concretização dessas operações.

Segundo dados da Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social (Dataprev), foram formalizados, até maio de 2005, 3,1 milhões de contratos de crédito consignado com aposentados e pensionistas, que totalizaram R\$6,8 bilhões. As operações destinadas à faixa de renda de até um salário mínimo responderam por 46,1% do total de contratos, atingindo R\$1,8 bilhão. Deve-se ressaltar que o número total de beneficiários do INSS aptos a contratarem esses empréstimos, em torno de 18 milhões, dos quais cerca de 6 milhões referem-se a trabalhadores rurais, sinaliza o potencial de crescimento dessas operações.

Tabela 2 – Crédito consignado para aposentados do INSS

Maio de 2005

Discriminação	Contratos		Volume		Valor médio
	Mil	%	R\$ milhões	%	R\$
Faixa de renda (salários mínimos)					
Até 1 sm	1 420	46,1	1 829	26,9	1 288
>1 até 2 sm	490	15,9	853	12,6	1 741
>2 até 3 sm	357	11,6	901	13,3	2 525
>3 até 4 sm	289	9,4	945	13,9	3 272
>4 até 5 sm	263	8,5	1 033	15,2	3 923
>5 sm	264	8,6	1 237	18,2	4 682
Total	3 084	100,0	6 799	100,0	2 205

Fonte: Dataprev

Assinale-se que a manutenção da predominância das concessões ao segmento dos funcionários públicos (inclusive aposentados e pensionistas do INSS), atingindo 86% do total dos empréstimos ao final de maio de 2005, se constitui em fator adicional para o crescimento potencial das operações de crédito consignado.

As operações consignadas alcançaram R\$17,8 bilhões em maio de 2005, com expansões de 41,4% no ano e de 120% em doze meses. Como conseqüência desse desempenho, os empréstimos consignados passaram a responder por 33% da

carteira de crédito pessoal e por 13% do estoque total de crédito destinado às pessoas físicas, superando, inclusive, a carteira de cheque especial.

Gráfico 3 – Taxa de juros de crédito pessoal



A crescente participação dos empréstimos consignados na modalidade de crédito pessoal vem influenciando o comportamento das taxas de juros e dos prazos dessa modalidade. Nesse sentido, os menores juros cobrados na concessão do crédito consignado, taxa média de 35,6% a.a. em maio de 2005, têm contribuído para reduzir o custo médio das operações de crédito pessoal, que decresceu de 79,1% a.a., em janeiro de 2004, para 77,2% a.a., em maio de 2005. Da mesma forma, o alongamento do prazo médio do crédito pessoal no mesmo período, de 230 para 290 dias, pode ser atribuído à expansão dos créditos consignados.

A evolução dos empréstimos consignados e sua utilização para quitação de dívidas têm incentivado a redução da inadimplência tanto de débitos bancários como daqueles contratados fora do sistema financeiro, melhorando, dessa forma, o perfil de endividamento das famílias. Esse aspecto, aliado ao menor risco de inadimplência das operações com consignação, contribui para que a expansão do crédito ocorra em condições favoráveis ao crescimento sustentado da demanda interna.

Gráfico 3.4 – Taxas das operações de crédito a juros pré-fixados – Pessoa física

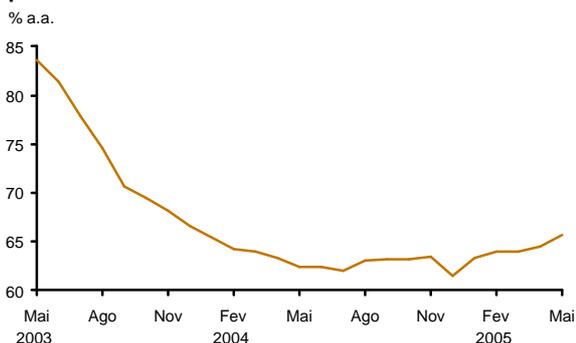


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

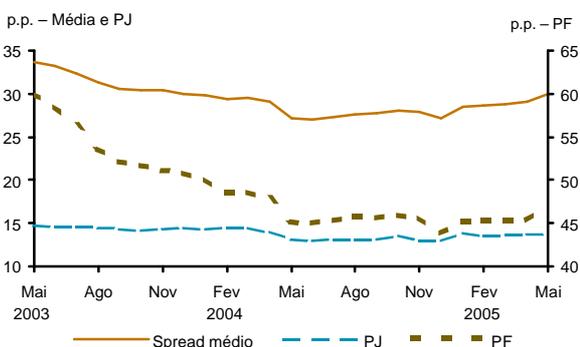
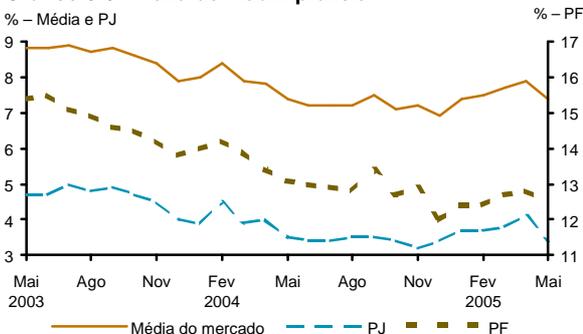
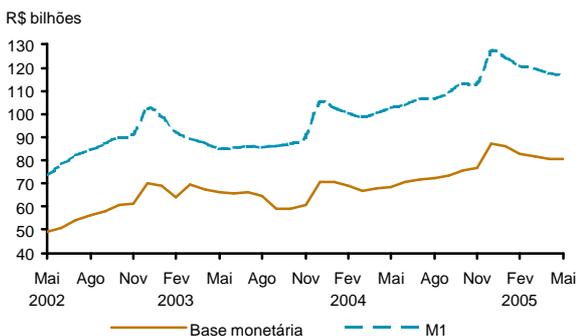


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



no custo das principais modalidades de crédito, assim como o aumento da participação das operações com pessoas físicas na carteira de crédito das instituições financeiras.

No segmento de pessoas físicas, o custo médio dos empréstimos, que são pactuados preponderantemente a juros prefixados, atingiu 65,7% a.a. em maio, com acréscimo de 1,7 p.p. no trimestre. Assinalem-se os aumentos em crédito pessoal, 1,9 p.p., e em aquisição de veículos, 1,2 p.p., assim como o decréscimo de 5,9 p.p. nos encargos cobrados nos financiamentos para aquisição de bens, exceto veículos, reflexo de acordos celebrados entre instituições financeiras e lojas de departamentos.

A taxa média das operações com pessoas jurídicas alcançou 33,7% a.a. em maio, acréscimo de 1,3 p.p. em relação a fevereiro. Registrem-se, no trimestre, os aumentos nas taxas relativas às modalidades conta garantida, 2,9 p.p., e capital de giro, 1,6 p.p.

O *spread* bancário praticado nas operações de crédito com recursos livres aumentou 1,3 p.p. no trimestre encerrado em maio, atingindo 30 p.p. Esse resultado refletiu, sobretudo, a mudança na composição das carteiras de crédito, com o aumento relativo dos empréstimos para pessoas físicas.

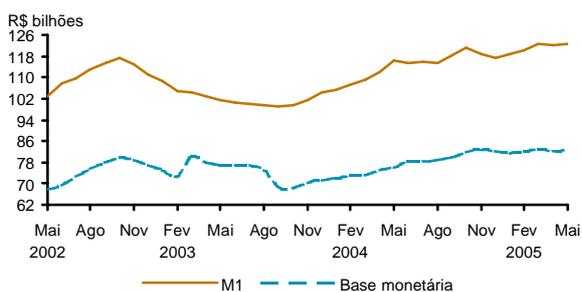
A inadimplência das operações de crédito com recursos livres, considerados os atrasos acima de quinze dias, atingiu 7,4% em maio, diminuindo 0,1 p.p. em relação a fevereiro. O nível de atrasos atingiu 3,4% nos empréstimos para pessoas jurídicas, e 12,5% nos concedidos às pessoas físicas, decréscimo de 0,3 p.p. e aumento de 0,1 p.p., respectivamente, no período.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$116,3 bilhões ao final de maio. A elevação de 13,4% registrada nos últimos doze meses refletiu expansões de 15,9% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 11,9% nos depósitos à vista.

Considerados dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, registrou-se, no trimestre, continuidade da trajetória expansionista do M1. O aumento de 2,1% apresentado pelo agregado no período mostrou-se compatível com o nível da atividade econômica e, em especial, com o crescimento das operações de crédito.

Gráfico 3.8 – M1 e base monetária a preço de maio de 2005, dessazonalizado^{1/}



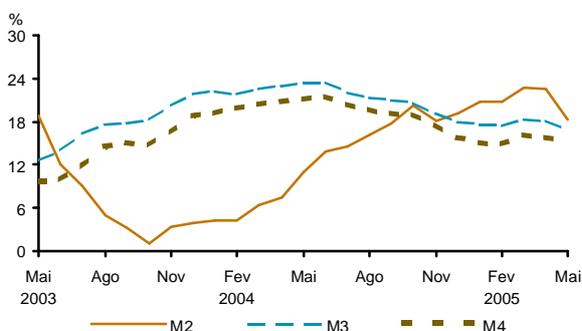
1/ Índice de preços: IPCA.

Em linha com a demanda por depósitos à vista, o saldo médio da base monetária atingiu R\$80,4 bilhões em maio, registrando crescimento de 17,2% em doze meses. Esse comportamento refletiu aumentos de 16,7% nos saldos médios do papel-moeda emitido e de 18,3% em reservas bancárias.

Relativamente às fontes de emissão primária de moeda no trimestre encerrado em maio, o movimento líquido na conta única do Tesouro Nacional foi contracionista em R\$23,2 bilhões, enquanto, em sentido oposto, as operações do setor externo determinaram impacto de R\$10,6 bilhões. Além disso, o conjunto de operações com o sistema financeiro gerou expansão de R\$2,1 bilhões, sobressaindo as liberações do compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e da exigibilidade adicional sobre depósitos, que juntas somaram R\$1,5 bilhão. Considerando-se esses resultados e a expansão de R\$616 milhões na demanda por reservas bancárias, o ajuste da liquidez monetária realizou-se mediante resgates de R\$11,1 bilhões de títulos públicos federais.

A evolução dos meios de pagamento mais amplos evidenciou a influência expansionista das concessões de empréstimos do sistema financeiro. Os meios de pagamento no conceito M2, que inclui o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, cresceram 2,8% no trimestre encerrado em maio e 18,3% em doze meses. O desempenho no trimestre esteve associado aos decréscimos de 1,5% no M1 e de 0,5% no saldo da caderneta de poupança, compensados pelo aumento de 7,6% no saldo dos depósitos a prazo. As cadernetas de poupança registraram saída líquida de R\$3,9 bilhões e os depósitos a prazo, captação positiva de R\$8,2 bilhões.

Gráfico 3.9 – Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses



Os meios de pagamento no conceito M3, que incorpora ao M2 as quotas dos fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, cresceram 3% no trimestre encerrado em maio e 16,9% em doze meses. Ressalte-se, no trimestre, a variação de 2,7% apresentada pelas quotas dos fundos de renda fixa. O conceito M4, que agrega o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,2 trilhão em maio, com elevações de 3,2% relativamente ao trimestre encerrado em fevereiro e de 15,3% em doze meses.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O resultado líquido dos leilões de títulos públicos federais foi contracionista em R\$6 bilhões no trimestre encerrado em maio, registrando-se colocações de R\$95,3 bilhões e resgates de R\$89,3 bilhões, exclusive as operações de troca, que totalizaram R\$12,4 bilhões. No período, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) representaram 60,2% do total emitido e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), 38,1%. Ressalte-se que a participação das LTN nas emissões cresceu de 40%, em março, para 71,3%, em maio.

Gráfico 3.10 – Resgate líquido de títulos e swaps cambiais

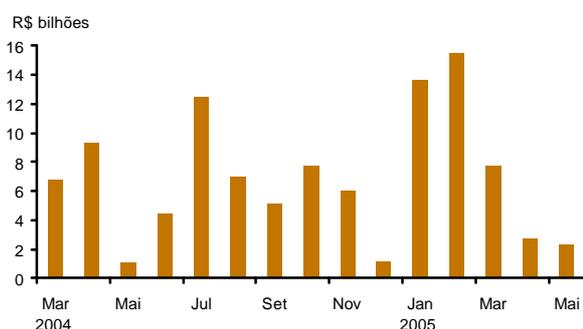


Gráfico 3.11 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

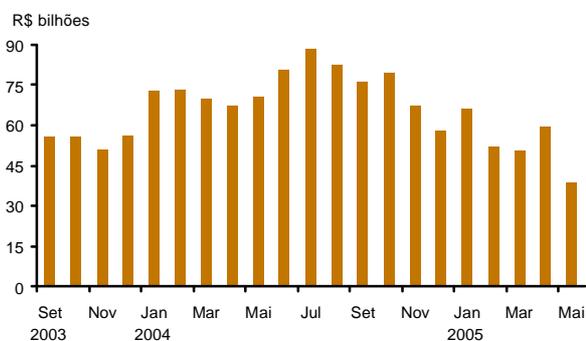
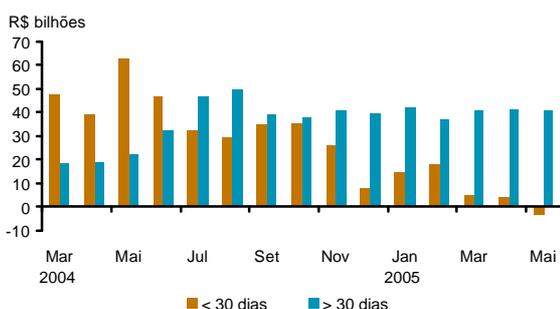


Gráfico 3.12 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período



Adicionalmente, foram colocados US\$3,4 bilhões em *swaps* cambiais reversos, contribuindo para a redução da parcela da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) atrelada à taxa de câmbio. No trimestre, os vencimentos de dívida cambial somaram US\$668 milhões, sendo US\$399 milhões em títulos públicos e US\$269 milhões em *swaps* cambiais.

Em linha com o resultado contracionista dos leilões de títulos públicos, a posição líquida de financiamento reduziu-se de R\$52,1 bilhões, em fevereiro, para R\$38,5 bilhões, em maio. Essa variação esteve associada ao resultado contracionista de R\$23,2 bilhões do Tesouro Nacional, exclusive títulos, e ao impacto expansionista de R\$10,6 bilhões resultante das operações do setor externo.

Nesse contexto, o Banco Central atuou de maneira preventiva no controle de liquidez, mediante operações de compra conjugada à venda de LTN de sua carteira, resgatando títulos com vencimento mais curto e, dessa forma, postergando a transferência de recursos à vista para o mercado, no total de R\$15 bilhões. Paralelamente, a autoridade monetária retirou R\$3,8 bilhões de circulação por meio de operações definitivas envolvendo a venda de LTN.

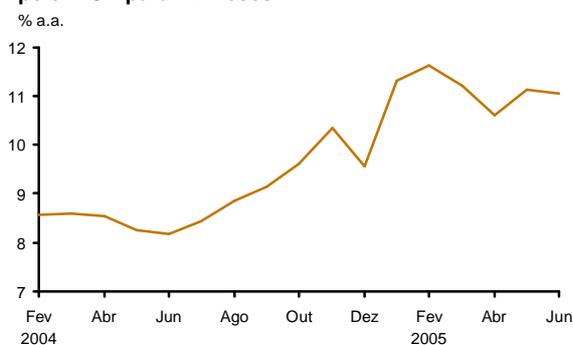
Em maio, o Banco Central interrompeu a realização de operações compromissadas com 28 dias de prazo, em face da redução do excesso de liquidez de curtíssimo prazo no mercado de reservas bancárias, concentrando sua atuação no controle de liquidez nas operações prefixadas com três meses de prazo e naquelas de financiamento e de *go-around*.

Em abril, com a finalidade de aprimorar os mercados primário e secundário de títulos de renda fixa, a Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Andima) iniciou a divulgação do Índice de Mercado Andima (IMA). Esse

índice é composto por quatro outros índices, representando os títulos prefixados (IRF-M), os atrelados à taxa Selic (IMA-S), ao IGP-M (IMA-C) e ao IPCA (IMA-B). A abrangência desses títulos contempla a quase totalidade da carteira de títulos públicos federais em mercado. Essa iniciativa objetiva prover o mercado de um *benchmark* alternativo para a avaliação da performance dos gestores de fundos de investimento, grandes detentores desses papéis, considerando a regra de marcação a mercado dos títulos públicos.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

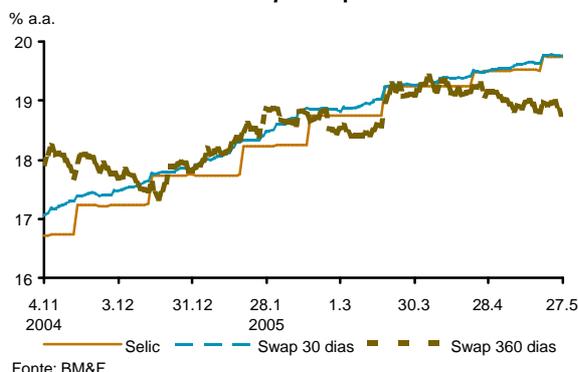
Gráfico 3.13 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses



A taxa de juros Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) real *ex-ante* para o prazo de um ano, com base na pesquisa Focus, de 24 de junho, realizada pelo Banco Central junto ao mercado financeiro, atingiu 11,1% a.a., ante 11,6% a.a. no final de fevereiro. Contribuiu para esse movimento a recente redução dos índices de preços no atacado, arrefecendo as expectativas do mercado quanto à trajetória futura dos índices de preços ao consumidor, com reflexos sobre a trajetória futura das taxas de juros, que passou a registrar queda mais acentuada.

No início do trimestre março–maio, a taxa referencial dos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias registrou elevação, alcançando 19,4% a.a. em meados de abril ante 18,5% a.a. em fevereiro, influenciada pela continuidade do processo de ajuste na taxa de juros básica iniciado pelo Copom em setembro de 2004 e pelas expectativas de mudança na condução da política monetária nos Estados Unidos da América (EUA).

Gráfico 3.14 – Selic x *swap* DI x pré



A manutenção do processo de elevação gradual da taxa de juros nos EUA, aliada à divulgação de índices gerais de preços domésticos declinantes, influenciou o recuo da curva de juros no mercado futuro. Os contratos de *swap* DI x pré de 360 dias fecharam o trimestre encerrado em maio negociados a 18,7% a.a. As taxas mais longas apresentaram forte declínio, situando-se em patamar significativamente abaixo das taxas de trinta dias. Estas, evidenciando a expectativa de manutenção da taxa Selic em torno do atual patamar, mantiveram-se no mesmo patamar das taxas de curtíssimo prazo.

Gráfico 3.15 – Ibovespa

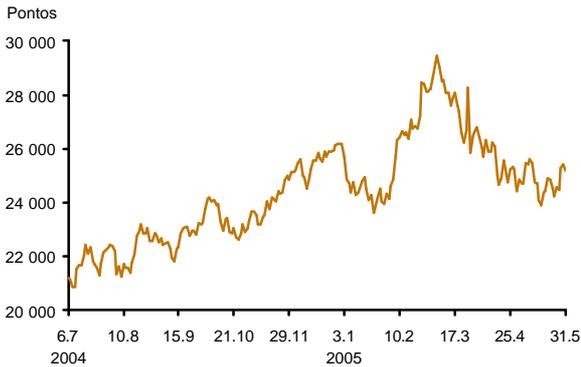


Gráfico 3.16 – Investimento externo líquido na Bovespa

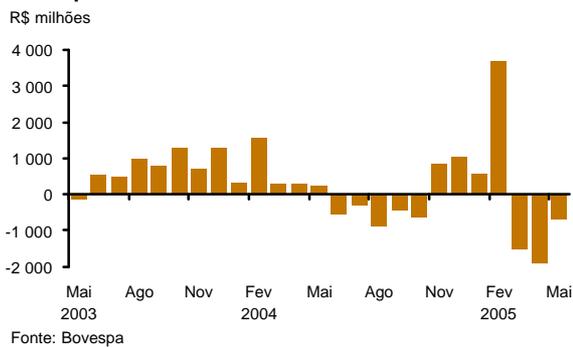


Gráfico 3.17 – Bolsas de valores

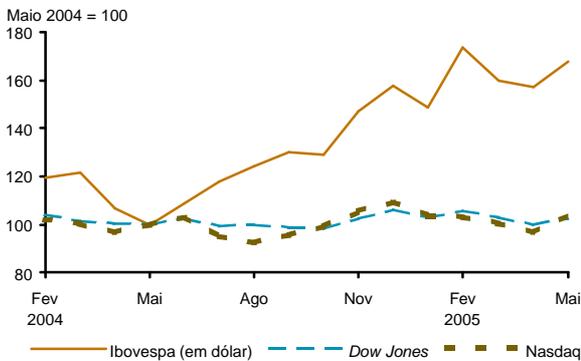
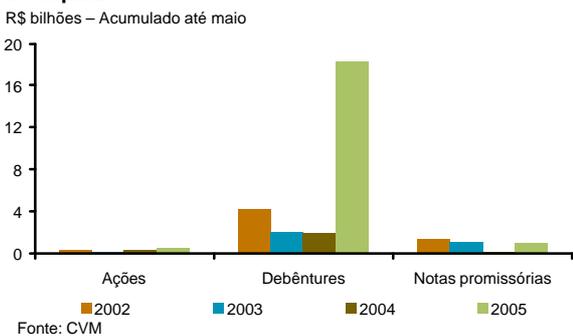


Gráfico 3.18 – Emissão primária no mercado de capitais



Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 25.207 pontos ao final de maio, registrando queda de 10,4% em relação a fevereiro. As elevações da taxa Selic e os sinais de desaceleração da atividade econômica contribuíram para esse movimento.

Adicionalmente, incertezas no cenário externo envolvendo o ritmo de expansão das taxas de juros norte-americanas e as conseqüências dos elevados preços do petróleo sobre o nível de atividade global afetaram as expectativas dos investidores internacionais. Nesse cenário, as operações de investidores externos na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentaram vendas líquidas de R\$4,1 bilhões no trimestre encerrado em maio. Esse movimento contribuiu para que o volume médio diário negociado nesse mercado atingisse R\$1,6 bilhão no trimestre março–maio, representando aumento de 1,9% em relação ao registrado no trimestre encerrado em fevereiro.

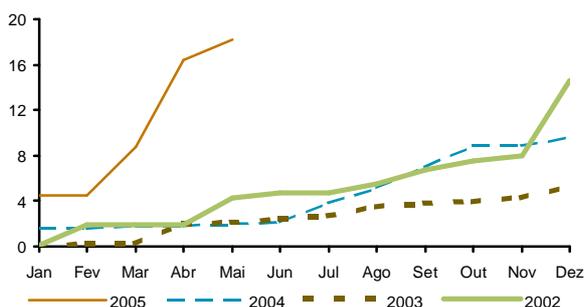
O desempenho do Ibovespa, avaliado em dólares, registrou decréscimo de 3,3% no trimestre, apesar da apreciação cambial ocorrida no período. Esse comportamento foi similar ao apresentado pelo índice *Dow Jones* (DJIA), que recuou 2,8% no mesmo período, enquanto o *Nasdaq* cresceu 0,8%.

O volume de captações das empresas no mercado de capitais, mediante ações, debêntures e notas promissórias, consideradas as ofertas primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atingiu R\$14,7 bilhões de março a maio, ante R\$6,6 bilhões no trimestre anterior. Esse resultado refletiu, fundamentalmente, o desempenho das captações de debêntures, cujo volume de novas emissões alcançou R\$13,7 bilhões no trimestre, totalizando no ano, até maio, R\$18,2 bilhões, em grande parte realizadas por sociedades de arrendamento mercantil. As perspectivas desse mercado, tendo em vista as emissões de debêntures em análise na CVM ao final de maio, da ordem de R\$7 bilhões, mantêm-se bastante positivas.

Em paralelo à expansão das captações de debêntures, destaca-se como fonte de recursos para empresas o mercado de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), cuja carteira deve conter pelo menos 50% de seus recursos, títulos originários de operações de vendas de produtos e/ou serviços, oferecidos em garantia às operações de empréstimo ou financiamento. De acordo com os dados divulgados pela CVM, em 2005,

Gráfico 3.19 – Emissões primárias de debêntures

R\$ bilhões – Acumulado no ano



Fonte: CVM

Gráfico 3.20 – Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança

R\$ bilhões

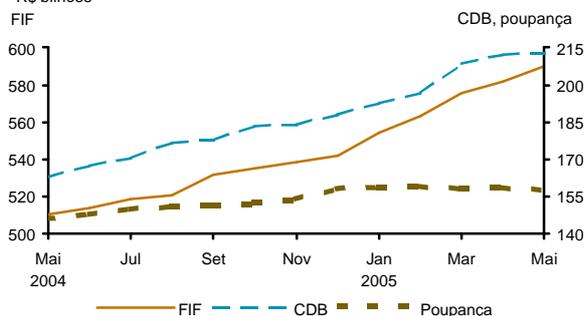


Gráfico 3.21 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador

% – Selic

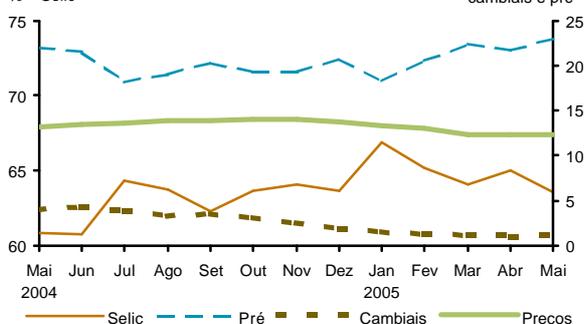
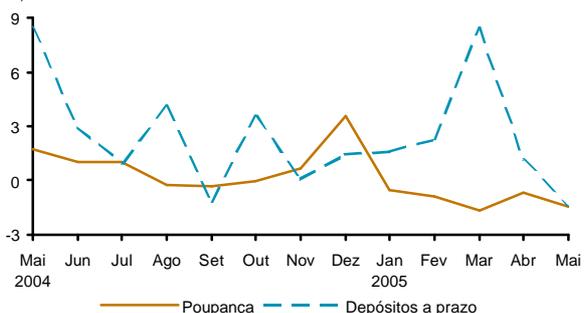


Gráfico 3.22 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo

R\$ bilhões



os registros de emissões de cotas de FIDC totalizaram, até maio, R\$2 bilhões, crescimento de 49% sobre o mesmo período em 2004. Ressalte-se, ainda, a existência de solicitações adicionais de novas emissões de cotas de FIDC em análise junto à CVM, ao final de maio, em montante equivalente a R\$1,3 bilhão.

Aplicações financeiras

As aplicações financeiras, consideradas as cadernetas de poupança, os depósitos a prazo e os fundos de investimento, totalizaram R\$963,3 bilhões em maio, com crescimento de 2,6% em relação a fevereiro.

O patrimônio dos fundos de investimento alcançou R\$648,8 bilhões no final de maio, com aumento de 2,4% em relação a fevereiro. Nesse período, o patrimônio dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) aumentou 3,7%, para R\$584,4 bilhões, registrando captação líquida de R\$6,1 bilhões. De acordo com a CVM, a representatividade dos fundos de renda fixa no total dos FIF atinge 53,3%, seguindo-se os fundos referenciados, 22,5%; os multimercados, 20%; os de curto prazo, 3,7%; e os cambiais, 0,4%.

A inclinação negativa da curva de juros no mercado futuro refletiu-se na posição consolidada da carteira dos fundos de investimento, no trimestre. Nesse sentido, registrou-se crescimento da parcela dos títulos prefixados de 20,5%, em fevereiro, para 23%, em maio, e recuo na relativa a títulos pós-fixados, de 65,2% para 63,5%. Adicionalmente, as participações relativas dos títulos indexados ao câmbio e aos índices de preços contraíram-se em 0,2 p.p. e 0,7 p.p., respectivamente, no mesmo período. Destaque-se, ainda, o aumento no volume de títulos privados na carteira dos fundos, ao atingir R\$67,6 bilhões, em maio, ante R\$60,6 bilhões, em fevereiro.

O saldo da caderneta de poupança atingiu R\$158,1 bilhões em maio. O decréscimo de 0,5% registrado no trimestre refletiu a captação líquida negativa de R\$3,9 bilhões observada no período. O volume de depósitos a prazo aumentou 8,7% no trimestre encerrado em maio, atingindo R\$214 bilhões. Essa modalidade apresentou ingressos líquidos de R\$8,2 bilhões no trimestre e de R\$12,1 bilhões no ano, movimento associado, em parte, ao aumento das concessões de crédito, dado que parcela representativa dessas operações é lastreada em recursos captados por meio de emissão de títulos privados.

As aplicações em fundos de ações e em Fundos Mútuos de Privatização (FMP), com recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), registraram patrimônio de R\$47,8 bilhões em maio, dos quais R\$41,2 bilhões relativos aos fundos de ações e R\$6,6 bilhões aos FMP. A rentabilidade acumulada negativa de 11,3% observada no trimestre refletiu o desempenho do mercado acionário no período, registrando-se perdas de 10,7% nos fundos de ações e de 15,7% nos FMP.

3.3 Política fiscal

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público não financeiro somou R\$16,3 bilhões em abril, o melhor resultado mensal desde o início da divulgação da série, em 1991. O superávit do Governo Central atingiu R\$14,3 bilhões, o dos governos regionais, R\$1,8 bilhão, e o das empresas estatais, R\$219 milhões.

O compromisso do governo com a sustentabilidade da dívida pública e com o cumprimento do objetivo fiscal expresso no Anexo de Metas da Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO-2005 (Lei 10.934/2004) foi evidenciado pela criação de metas quadrimestrais para o resultado primário, definidas com o objetivo de condicionar o cumprimento da meta anual para 2005 de superávit fiscal para o setor público não financeiro, equivalente a 4,25% do PIB.

No primeiro quadrimestre de 2005, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$44 bilhões, 7,3% do PIB, ante R\$32,4 bilhões, 6,1% do PIB, no mesmo período do ano anterior. O aumento registrado no período, de 1,2 p.p. do PIB, refletiu crescimentos nos superávits do Governo Central, 0,5 p.p. do PIB; dos governos regionais, 0,3 p.p. do PIB; e das empresas estatais, 0,3 p.p. do PIB. Assinale-se que o superávit primário observado no primeiro quadrimestre de 2005 ultrapassou em 23% a meta definida para o período.

O resultado do governo federal foi influenciado favoravelmente pelo crescimento de R\$23 bilhões nas receitas tributária e da Previdência Social, que passaram de 25,32% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2004, para 25,99% do PIB, no período correspondente em 2005, e pela elevação moderada, de 0,29% do PIB, observada nos gastos, nesse período.

Tabela 3.3 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado no ano			R\$ milhões
Período	Ocorrido	Meta	Margem
	(I)	(II)	(I - II)/(II) (%)
2004/IT	-20 528	-14 500	41,6
2004/IIT	-46 182	-32 600	41,7
2004/IIIT	-69 771	-56 900	22,6
2004/IVT	-81 112	-71 500	13,4
2005/IQ	-44 012	-35 780	23,0

Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Segmento	Acumulado no ano					
	Abril		2004		2005	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo central	-25,1	-5,2	-25,5	-4,8	-32,1	-5,3
Governos regionais	-6,1	-1,3	-6,6	-1,2	-9,3	-1,5
Empresas estatais	-1,5	-0,3	-0,3	-0,1	-2,6	-0,4
Total	-32,7	-6,8	-32,4	-6,1	-44,0	-7,3

Parcela significativa do ganho de receitas tributárias esteve vinculada aos resultados favoráveis das empresas, traduzidos nos desempenhos da arrecadação do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). De fato, esses tributos apresentaram crescimentos reais, utilizado o IPCA como deflator, de 17,6% e 18,6%, respectivamente, entre os quadrimestres considerados. Adicionalmente, registrou-se crescimento real de 11,7% na arrecadação da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins), em decorrência da incidência do tributo sobre produtos importados, e significativo acréscimo nos recolhimentos oriundos da exploração de petróleo e gás natural, e dos serviços de telecomunicações. Ressalte-se, ainda, a elevação dos dividendos pagos pelas empresas em que a União detém participação acionária.

Quanto às receitas da Previdência Social (RGPS), o recolhimento passou de R\$27,3 bilhões, 5,13% do PIB, em 2004, para R\$32,3 bilhões, 5,32% do PIB em 2005, refletindo, em parte, o comportamento do emprego no setor formal.

Relativamente às despesas, observaram-se elevações nas transferências constitucionais, de 4,15% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2004, para 4,42% do PIB, no período correspondente de 2005; nos gastos com benefícios da Previdência Social, de 6,74% para 7,06% do PIB; e nos gastos com custeio e capital, de 4,65% para 4,69% do PIB. Essas elevações foram neutralizadas, em parte, pela redução nas despesas com pessoal e encargos sociais, que passaram de 5,02% do PIB no primeiro quadrimestre de 2004 para 4,66% do PIB, em 2005.

Ressalte-se, ainda, no âmbito do Governo Central, a manutenção da meta de superávit primário em 4,25% do PIB para 2006, conforme disposto na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) encaminhada ao Congresso Nacional. Outra mudança proposta no projeto encaminhado diz respeito à estimativa de receita para 2006. A proposta orçamentária do Poder Executivo não poderá conter estimativa de arrecadação que ultrapasse o limite de 16% do PIB, parâmetro que também servirá de referência para revisão de estimativas no âmbito do Congresso Nacional. A utilização de eventual excesso de arrecadação em 2006, além do referido limite, dependerá de créditos suplementares abertos por iniciativa do Poder Executivo, sendo obrigatória, para o exercício seguinte, a adoção de iniciativas para o retorno da carga tributária ao nível estabelecido. Além disso, foi estabelecido o limite de 17% do PIB para as despesas

primárias do governo, excluídas as transferências obrigatórias e os investimentos.

O resultado dos governos regionais foi favorecido pelo desempenho da arrecadação do ICMS e pelas transferências constitucionais efetuadas pela União. Considerado o IGP-DI como deflator, os recursos relativos às transferências cresceram 8,8% no primeiro trimestre de 2005, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e os associados à arrecadação do ICMS, 3,5%, salientando-se as expansões assinaladas em São Paulo, 5,6%; em Minas Gerais, 10,7%; e no Espírito Santo, 15,4%.

Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, somaram R\$13,3 bilhões em abril. No ano, o total apropriado alcançou R\$51,2 bilhões, 8,4% do PIB, comparativamente a R\$41,3 bilhões, 7,8% do PIB, em 2004. No acumulado em doze meses, os juros apropriados totalizaram R\$138,2 bilhões, 7,5% do PIB, ante R\$134,8 bilhões, 7,4% do PIB, em março.

A taxa de capitalização da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), excluindo-se os impactos da variação cambial e incluindo-se os das operações de *swap*, manteve-se fortemente correlacionada com a taxa Selic. Em observações mensais das taxas acumuladas nos últimos doze meses, de janeiro de 2003 a abril de 2005, o coeficiente de correlação entre as séries alcançou 0,94. Ressalte-se que, apesar do discreto crescimento da taxa de capitalização da DLSP ao longo do primeiro quadrimestre, seus níveis em doze meses mantêm-se inferiores à taxa Selic e aos próprios valores ocorridos em 2003 e no primeiro semestre de 2004.

As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, que abrangem o resultado primário mais os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$7,2 bilhões, 1,2% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2005, ante R\$8,8 bilhões, 1,7% do PIB, em igual período de 2004. Ressalte-se que, nessa base de comparação, a elevação dos juros apropriados foi superada pela expansão do superávit primário.

Com relação às fontes de financiamento do déficit nominal no quadrimestre, registrem-se a continuidade da queda da dívida externa líquida, reduzida em R\$31,3 bilhões, e a expansão de R\$63,3 bilhões da dívida mobiliária. Adicionalmente, ocorreram reduções de R\$15,7 bilhões na dívida bancária e de R\$10,9 bilhões na base monetária.

Gráfico 3.23 – Taxa Selic x taxa capitalização DLSP

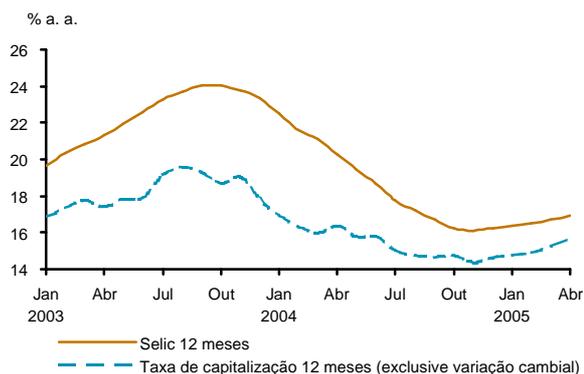


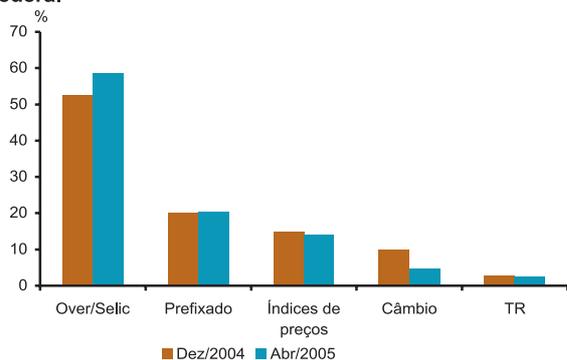
Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	Acumulado no ano			
	Abril 2004		Abril 2005	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	8,8	1,7	7,2	1,2
Primário	- 32,4	- 6,1	- 44,0	- 7,3
Juros	41,3	7,8	51,2	8,4
Fontes	8,8	1,7	7,2	1,2
Financiamento interno	31,9	6,0	38,5	6,3
Dívida mobiliária	38,0	7,1	63,3	10,4
Dívida bancária	3,8	0,7	- 15,7	- 2,6
Outros	- 9,8	- 1,9	- 9,2	- 1,5
Financiamento externo	- 23,1	- 4,3	- 31,3	- 5,2

Dívida Mobiliária Federal

A Dívida Mobiliária Federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$810 bilhões, 43,7% do PIB, em dezembro de 2004, para R\$874 bilhões, 45,8% do PIB, em abril de 2005. Contribuíram para essa variação, do lado expansionista, emissões líquidas de R\$20,1 bilhões no mercado primário e incorporação de juros de R\$45,2 bilhões e do lado contracionista, a apreciação de 4,6% do real frente ao dólar, proporcionando redução de R\$1,7 bilhão da dívida.

Gráfico 3.24 – Composição da dívida mobiliária federal



A parcela da DPMFi indexada ao dólar, primariamente, e por *swap*, recuou de R\$80,1 bilhões para R\$40,6 bilhões no período. Esse resultado decorreu da redução de R\$32,3 bilhões na exposição decorrente das operações de *swap*, assim como de resgates cambiais líquidos de R\$7 bilhões e da apreciação do real frente ao dólar. A participação dos títulos vinculados ao câmbio no total da dívida mobiliária federal, incluídas as operações de *swap*, reduziu-se de 9,9%, em dezembro de 2004, para 4,6%, em abril de 2005, enquanto a representatividade da dívida prefixada passou de 20,1% para 20,3%, mantendo-se em patamar que não era observado desde meados de 1998.

Em abril, o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentou a seguinte configuração: R\$248,9 bilhões, 28,5% do total, vencendo de maio a dezembro de 2005; R\$300,7 bilhões, 34,4% do total, em 2006; e, R\$324,2 bilhões, 37,1% do total, a partir de janeiro de 2007.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$6,1 bilhões em abril, comparativamente a R\$38,3 bilhões, em dezembro de 2004. O resultado dessas operações no quadrimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$1,2 bilhão, no critério de competência. No critério caixa, esse resultado foi favorável em R\$1,3 bilhão.

Dívida Líquida do Setor Público

A DLSP alcançou R\$956,7 bilhões, 50,1% do PIB, em abril, ante R\$965,9 bilhões, 50,8% do PIB, em março, e R\$957 bilhões, 51,6% do PIB, em dezembro de 2004. A redução da DLSP, em abril, refletiu o superávit nominal de R\$3,1 bilhões registrado no mês, assim como o impacto de

Tabela 3.6 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2003		2004		2005 (abril)	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	913 145	57,2	956 994	51,6	956 677	50,1
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	32 037	1,7	43 851	- 5,6	- 317	- 1,5
Fatores	32 037	2,0	43 851	2,4	- 317	0,0
NFSP	79 030	4,9	47 144	2,5	7 173	0,4
Primário	-66 173	- 4,1	-81 112	- 4,4	-44 012	- 2,3
Juros	145 203	9,1	128 256	6,9	51 185	2,7
Ajuste cambial	-64 309	- 4,0	-16 193	- 0,9	-6 608	- 0,3
Dív. interna ^{1/}	-22 715	- 1,4	-3 335	- 0,2	-1 664	- 0,1
Dív. externa	-41 594	- 2,6	-12 858	- 0,7	-4 944	- 0,3
Outros ^{2/}	16 712	1,0	7 137	0,4	- 652	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	604	0,0	5 841	0,3	- 230	0,0
Privatizações			- 78	0,0		
Efeito crescimento						
PIB		- 0,3		- 7,9		- 1,5

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

R\$7,4 bilhões, decorrente da apreciação cambial de 5,1% assinalada no período.

A relação DLSP/PIB manteve-se em trajetória declinante no primeiro quadrimestre de 2005. Em abril, o indicador apresentou queda de 1,5 p.p. em relação a dezembro de 2004 e de 7,1 p.p. em relação a dezembro de 2003. Destacaram-se como fatores determinantes desse comportamento o desempenho fiscal, o crescimento econômico e a evolução da taxa de câmbio. A análise desses fatores em 2005 evidencia que o déficit nominal foi neutralizado pelo impacto da apreciação cambial, com o crescimento do PIB valorizado sendo responsável pela redução de 1,5 p.p. do PIB, apresentada pelo indicador no quadrimestre.

A dívida bruta do governo geral, que inclui o governo federal, o INSS e os governos estaduais e municipais, atingiu R\$1.374,1 bilhões, 71,9% do PIB, em abril, ante R\$1.387,2 bilhões, 73% do PIB, em março, e R\$1.331,8 bilhões, 71,8% do PIB, em dezembro de 2004. Os principais determinantes da queda observada em abril foram os resgates líquidos de dívida mobiliária e a apreciação cambial registrados no mês.

3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre terminado em maio, mantiveram-se em trajetória expansionista. Essa evolução esteve associada à demanda por crédito bancário por parte das famílias, destacando-se os empréstimos consignados em folha de pagamento, contratados a taxas de juros mais atrativas para o tomador e de reduzido risco para as instituições financeiras. Ao mesmo tempo, observou-se moderado crescimento dos empréstimos contratados pelas empresas, tanto no segmento de crédito livre quanto no de crédito direcionado, movimento consistente com a evolução da atividade econômica no período.

Assinale-se, ainda, a continuidade do significativo crescimento das formas de financiamento alternativas ao crédito bancário, com ênfase para as captações por emissões de debêntures, em especial as emitidas pelas sociedades de arrendamento mercantil, refletindo a expressiva recuperação das operações de *leasing* no decorrer dos últimos dois anos.

O resultado fiscal primário alcançado no quadrimestre superou a meta estabelecida para o período e reforça a tendência de cumprimento das metas estabelecidas para o

ano. Além disso, observa-se continuidade das ações visando à manutenção da sustentabilidade do endividamento, refletidas, inclusive, na proposta de diretrizes orçamentárias para o período seguinte.

Os principais fatores determinantes da evolução da relação DLSP/PIB continuam registrando comportamento favorável, com destaque para o desempenho fiscal em todos os segmentos do setor público.

O crescimento da economia mundial no primeiro trimestre de 2005, embora tenha apresentado desaceleração em relação ao ritmo registrado em 2004, permaneceu significativo e consistente com as expectativas para o ano. Observou-se discreto arrefecimento da expansão econômica nos EUA, manutenção de taxas de crescimento acentuadas na China e moderadas nas demais economias emergentes e recuperações no Japão e, em menor grau, na Área do Euro, embora diversos indicadores sugiram o retorno, já no segundo trimestre, a uma tendência menos positiva nessas duas regiões.

As taxas de inflação mantiveram-se em patamar reduzido, a despeito das pressões advindas da elevação dos preços das *commodities*, em especial as metálicas e o petróleo, favorecendo a previsibilidade das políticas monetárias das principais economias.

Nos mercados financeiros internacionais, as fontes de volatilidade estiveram associadas, principalmente, a problemas relacionados à qualidade do crédito de grandes corporações norte-americanas, com impactos negativos e pontuais sobre os títulos de economias emergentes, sem, contudo, prejudicar suas perspectivas de financiamento externo para o restante do ano, reforçadas pelo dinamismo do comércio mundial.

4.1 Atividade econômica

A economia norte-americana cresceu 3,5% no primeiro trimestre de 2005, considerada a variação trimestral anualizada. Esse resultado foi sustentado pelo desempenho da demanda doméstica, registrando-se que embora os investimentos privados e as despesas de consumo tenham se desacelerado no período, deverão apresentar, no ano, evolução semelhante à forte expansão alcançada em 2004. A contribuição líquida do comércio exterior, por outro lado,

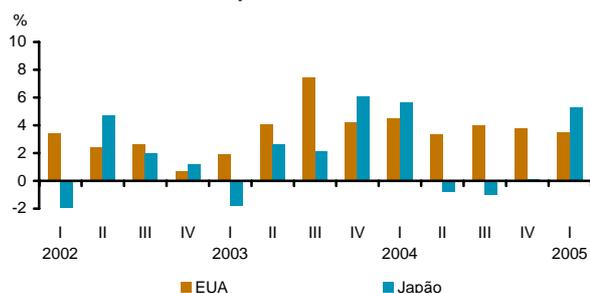
permaneceu negativa no início de 2005. Os ganhos de produtividade, após arrefecerem na segunda metade do ano passado, suscitando questionamentos quanto à sustentabilidade da expansão econômica em médio prazo, avançaram de forma mais significativa no trimestre encerrado em março e tendem a recuperar trajetória de elevação acelerada, favorecendo o crescimento não inflacionário.

Relativamente aos ramos de atividade da economia norte-americana, o setor imobiliário vem apresentando tendência de recuperação no início do segundo trimestre, enquanto a produção industrial segue evoluindo de forma mais discreta que o restante da economia, registrando, em abril, crescimento acumulado de 0,4% em relação a dezembro de 2004, ante 1,3% em abril de 2004, relativamente a dezembro de 2003. Esse comportamento coincide com a sinalização fornecida pelos indicadores de confiança empresarial, que vêm apontando significativa moderação da atividade no setor manufatureiro. Os principais índices de confiança dos consumidores, após declinarem no quadrimestre janeiro–abril, apresentaram sinais de recuperação em maio, sugerindo tanto a existência de expectativas positivas relativas ao mercado de trabalho quanto a assimilação dos impactos negativos decorrentes da alta do preço do petróleo.

A economia japonesa registrou expansão trimestral anualizada de 5,3% no primeiro trimestre de 2005, impulsionada pelos investimentos fixos e, em menor grau, pelos gastos de consumo. Ainda que contribua para justificar certo otimismo quanto à sustentabilidade do crescimento, sobretudo em razão da recuperação da demanda interna, o ganho trimestral é atribuído, em parte, à superação de fatores climáticos que impactaram negativamente o nível de atividade ao final de 2004. A produção industrial registrou desempenho negativo no primeiro quadrimestre de 2005, acumulando retração de 0,4% relativamente a dezembro de 2004, apesar de apresentar modesta recuperação em abril. As expectativas para os próximos trimestres são de que a evolução do nível de atividade seja menos favorável. A persistência do ambiente deflacionário e a possibilidade de contração da demanda externa, em caso de depreciação expressiva do dólar norte-americano, constituem-se nos principais fatores de risco ao crescimento japonês no médio prazo.

A taxa de crescimento anualizada do PIB dos doze países que compõem a Área do Euro elevou-se 2% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior,

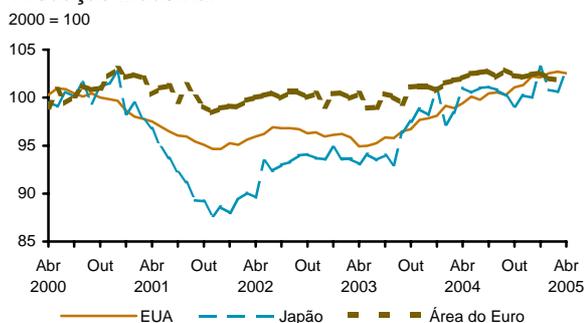
Gráfico 4.1 – EUA e Japão – PIB^{1/}



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

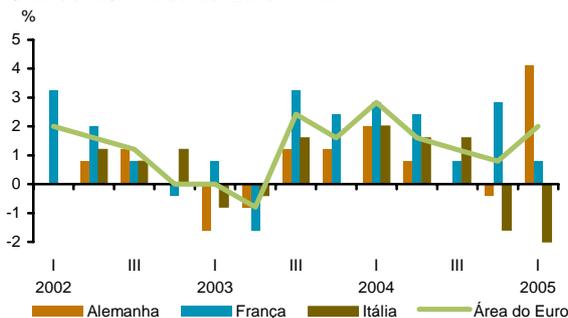
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.2 – EUA, Japão e Área do Euro – Produção industrial



Fontes: Federal Reserve, Economic and Social Research Institute, Eurostat

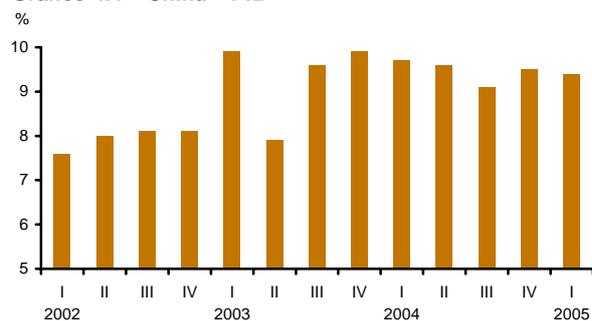
Gráfico 4.3 – Área do Euro – PIB^{1/}



Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

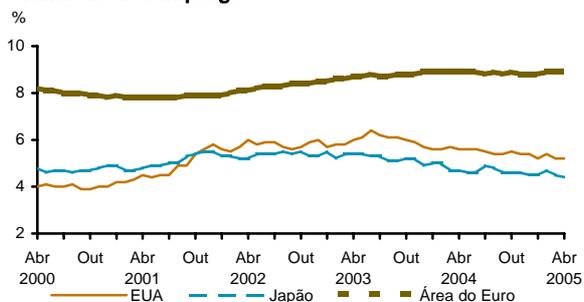
Gráfico 4.4 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

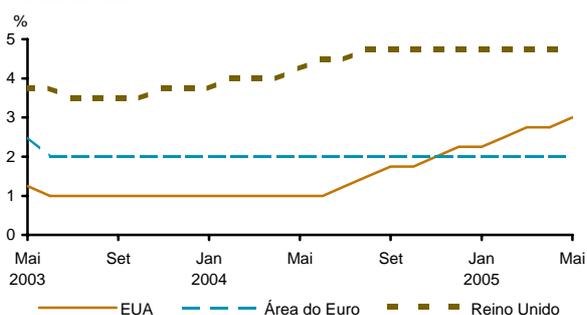
Gráfico 4.5 – EUA, Japão e Área do Euro – Taxas de desemprego



Fontes: Bureau of Labor Statistics, Statistics Bureau, Eurostat

Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



Fonte: Federal Reserve, BCE e Banco da Inglaterra

desempenho impulsionado pela expansão de 4,1% registrada na Alemanha. As perspectivas são de que, em cenário de preços elevados do petróleo e de apreciação do euro, o nível de atividade apresente taxas de crescimento mais modestas nos próximos trimestres, atingindo, ao final do ano, expansão inferior à observada em 2004.

A expansão da economia chinesa continua expressiva, tendo sido registradas taxas de crescimento superiores a 9% desde o terceiro trimestre de 2003, relativamente aos mesmos trimestres do ano anterior. No primeiro trimestre de 2005, o PIB aumentou 9,4%, relativamente a igual período do ano anterior. O investimento, mesmo em desaceleração, deverá continuar a liderar o crescimento no decorrer de 2005, não obstante as expansões aceleradas das exportações e do consumo doméstico, que tendem a ganhar progressiva relevância entre os propulsores da economia.

As expectativas quanto ao crescimento das economias da América Latina em 2005 seguem positivas, sendo esperadas taxas de crescimento ainda expressivas, embora inferiores às observadas em 2004. A persistência de preços elevados de diversas *commodities* segue beneficiando os termos de troca das principais economias da região.

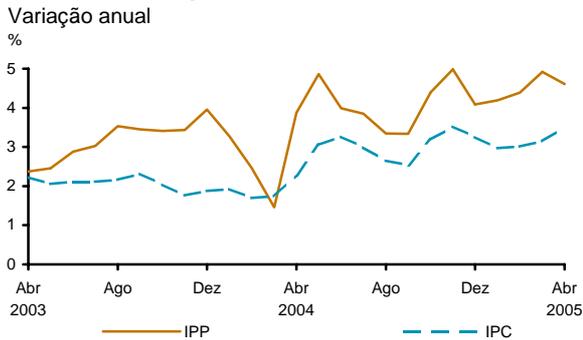
A evolução das taxas de desemprego nas principais economias do mundo, com exceção da Área do Euro, sugere gradual e prolongada recuperação do mercado de trabalho. Nos EUA, a taxa de desemprego tem apresentado relativa estabilidade, mantendo-se no patamar de 5,2% em março e abril deste ano. Outros indicadores do mercado de trabalho, no entanto, mostram dinâmica mais favorável. O número de trabalhadores contratados continua em trajetória ascendente, alcançando em abril o recorde histórico de 133,3 milhões de trabalhadores. No Japão, a taxa de desemprego apresenta trajetória declinante, recuando para 4,4% em abril, ante 4,7% em fevereiro. Na Área do Euro, a taxa de desemprego permanece estável e em níveis elevados, situando-se em 8,8% em março, patamar idêntico ao de doze meses atrás.

4.2 Política monetária e inflação

Apesar da alta dos preços do petróleo, a evolução da inflação não sugere cenário de aceleração descontrolada, mesmo onde o seu núcleo deslocou-se de patamar, como nos EUA. Nesse sentido, mantém-se a perspectiva de

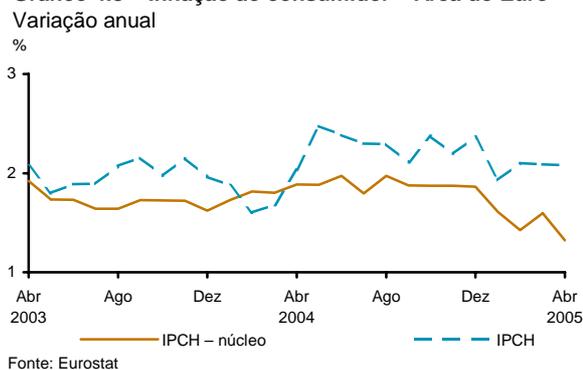
manutenção da postura da política monetária nas principais áreas econômicas.

Gráfico 4.7 – Inflação – EUA



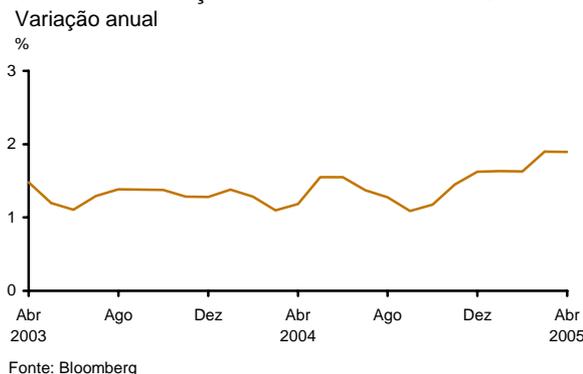
A evolução dos preços do petróleo, embora tenha influenciado negativamente a inflação nos EUA, tanto no atacado quanto no varejo, não afetou expressivamente as expectativas de médio e longo prazos. Nesse sentido, o *Federal Reserve* (Fed) tem mantido inalterada sua política de progressiva eliminação do caráter expansionista da política monetária. Dessa forma, busca frear a inflação sem tolher o crescimento econômico. Ao referendar essa postura gradualista, que promoveu a elevação dos juros de 1% a.a., em junho de 2004, para 3% a.a., em maio de 2005, o Fed destaca o atual potencial de crescimento, haja vista a capacidade ociosa na indústria, os ganhos de produtividade no setor não agrícola e o mais recente declínio nos preços do óleo cru, após sua forte elevação no início do ano.

Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor – Área do Euro



Na Área do Euro, a inflação permanece estável, com pequenas oscilações em torno do patamar de referência de 2% a.a., ressaltando-se que o potencial de transmissão ao consumidor final associado à alta mais pronunciada dos preços ao produtor deverá ser atenuado pelo nível contido da demanda interna. As expectativas quanto à condução da política monetária pelo Banco Central Europeu (BCE), remetem à manutenção da meta da taxa oficial de juros em 2% a.a. Ressalte-se que os ritmos heterogêneos de atividade econômica e de inflação dentro da região dificultam a sintonia fina por parte do BCE, fazendo com que a mesma taxa de juros seja percebida em certos países como expansionista e, em outros, como contracionista.

Gráfico 4.9 – Inflação ao consumidor – Reino Unido



O Banco da Inglaterra manteve, em maio, a taxa *repo* em 4,75% a.a., a despeito do aumento da inflação, que atingiu 1,9% a.a. em março e abril, a mais alta dos últimos sete anos. A aceleração recente não compromete, necessariamente, a estratégia oficial de estabilização da inflação no patamar de 2% a.a., no horizonte de dois anos. Nesse sentido, ressalte-se que, embora o crescimento econômico se mantenha por sete trimestres acima da média de longo prazo, vem desacelerando-se desde meados de 2004, como resultado do declínio no ritmo do consumo familiar e da produção industrial, respondendo, assim, ao processo intermitente de contração da política monetária, iniciado em novembro de 2003.

No Japão, o banco central manteve a meta de reservas bancárias no intervalo de ¥30 trilhões a ¥35 trilhões. Todavia, no comunicado referente à reunião de 20 de maio, a autoridade monetária alertou para a possibilidade de que

Gráfico 4.10 – Inflação ao consumidor – Japão

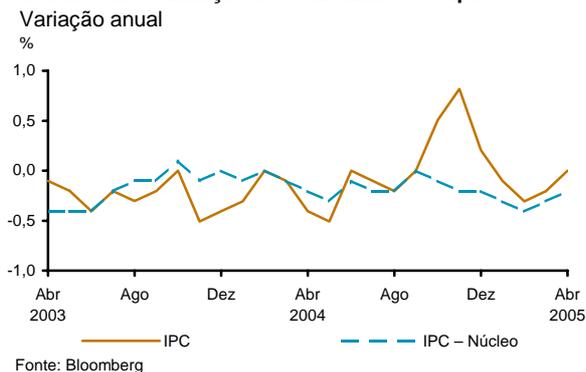
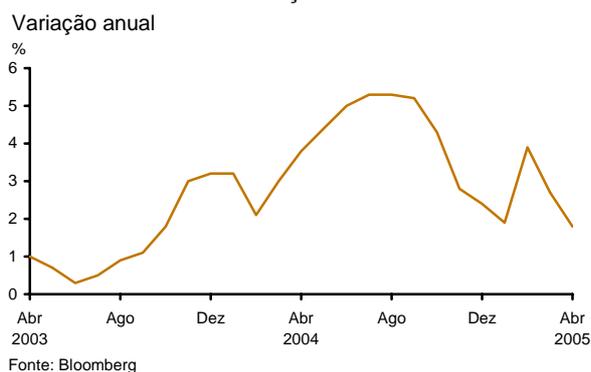


Gráfico 4.11 – China – Inflação ao consumidor



o saldo das reservas bancárias se situe aquém da meta oficial devido à demanda por liquidez excepcionalmente fraca. Esse fato foi interpretado como o primeiro ensaio no sentido da redução do intervalo da meta oficial, seguido pela sua eliminação, e, eventualmente, pelo término da política de juro zero. A deflação, no entanto, continua reduzindo a eficácia da política monetária. Além disso, as expectativas inflacionárias ainda se situam em patamar muito baixo, não sugerindo alteração significativa da política monetária no curto prazo.

A inflação na China, após o repique dos preços ao consumidor em fevereiro, reflexo, em parte, das festividades pela passagem do Ano Novo Lunar, reduziu-se significativamente, retornando, em abril, ao patamar de outubro de 2003. Ressalte-se que esse movimento ocorreu a despeito da crescente importância do consumo interno para a sustentação do crescimento da economia chinesa.

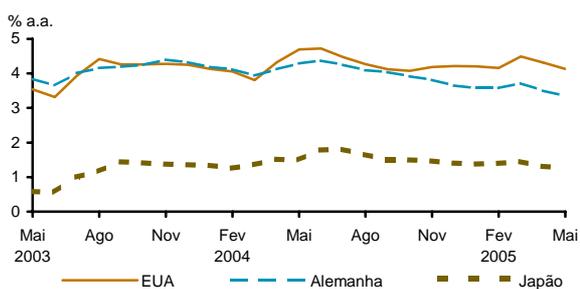
4.3 Mercados financeiros internacionais

A demanda acentuada por títulos governamentais de longo prazo mantém os rendimentos desses ativos em patamares historicamente reduzidos nas economias industriais. Muitos fatores explicam esse comportamento, com destaque para a demanda de bancos centrais asiáticos e a aquisição de papéis por fundos de pensão. Entre meados de março e de abril, entretanto, observou-se a elevação dos rendimentos dos papéis longos, em especial nos EUA.

Esse movimento refletiu não apenas a reversão de posicionamentos especulativos e a evolução ascendente dos preços do petróleo, mas expectativas pontuais mais pessimistas sobre a trajetória inflacionária e a condução da política monetária do Fed. A prevalência de prognósticos mais benignos para a inflação subjacente e de evidências de acomodação da atividade econômica contribuiu, entretanto, para que os rendimentos de longo prazo convergissem novamente para patamares mais reduzidos, tanto nos EUA, como nas principais economias maduras.

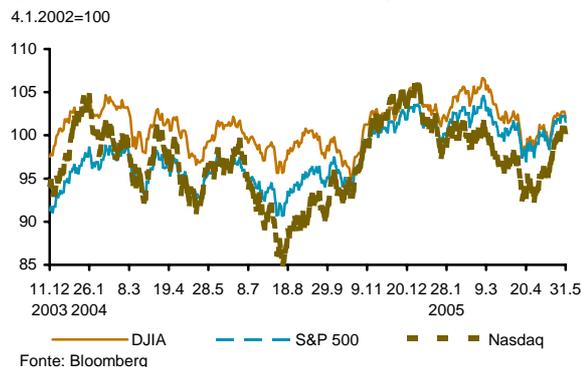
No período mais recente, a trajetória descendente dos rendimentos também refletiu o movimento de “fuga para qualidade” (*flight to quality*) associado à reclassificação, para níveis de risco mais elevados, da dívida de grandes empresas automobilísticas norte-americanas. Os rendimentos

Gráfico 4.12 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



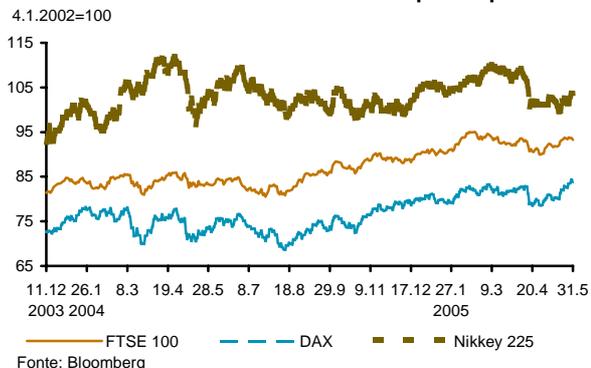
Fonte: Bloomberg
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos.

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores – EUA



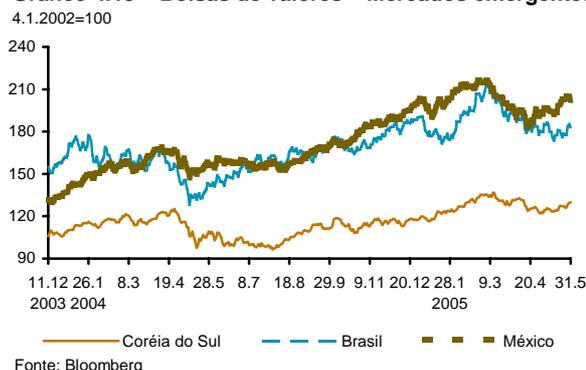
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Bolsas de valores – Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

anuais dos títulos de dez anos nos EUA registraram taxa média de 4,16% em fevereiro, elevando-se para 4,49% em março. Em abril e em maio, as taxas médias recuaram para 4,32% e 4,16%, respectivamente.

A maior parte dos mercados acionários globais registrou perdas no trimestre encerrado em maio, relativamente ao patamar observado ao fim de fevereiro. Nos Estados Unidos, os índices *Dow Jones* e *Standard & Poor's 500* declinaram 3,3% e 1,6%, respectivamente, e o Nasdaq apresentou estabilidade. O índice japonês Nikkei recuou 4,3%. Na Europa, os índices da Alemanha (DAX) e da França (CAC) elevaram-se 1,8% e 1,6%, na seqüência, enquanto na Inglaterra o indicador FTSE 100 registrou retração de 0,7%. Nos mercados emergentes, assinalem-se as reduções nos índices relativos às bolsas de valores da Coréia (Kospi), 4,1%; do México (IPC), 6,1%; da Rússia (RTS), 3,7%; do Brasil (Ibovespa), 9,1%; e da Argentina (Merval), 7,1%.

Ressalte-se que as bolsas de valores registraram, de forma generalizada, recuperação moderada a partir de meados de abril. Esse movimento refletiu a recuperação do otimismo associada à redução nas cotações do petróleo, em parte do período, e ao arrefecimento dos temores de aperto monetário mais acentuado nos EUA.

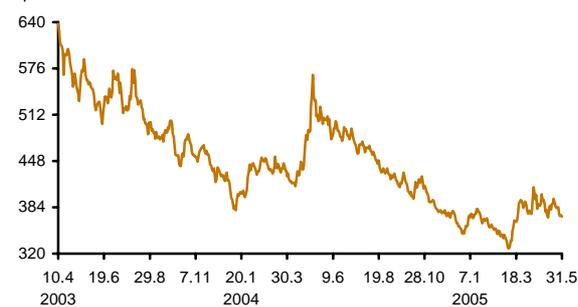
A partir da segunda quinzena de março, os mercados de crédito registraram a ampliação dos *spreads* praticados para os papéis da maioria dos tomadores. Desde então, o *Emerging Market Bond Index* (Embi+), indicador do risco associado a mercados emergentes, tem flutuado em torno do patamar de 384 pontos, comparativamente à média de 338 pontos registrada na primeira quinzena de março, interrompendo, assim, a trajetória declinante observada desde meados de maio de 2004.

A elevação temporária dos rendimentos dos papéis governamentais nas economias industriais contribuiu para o aumento do nervosismo nos mercados de crédito. A disseminação de temores de reversões expressivas de posições mantidas em fundos *hedge*, em virtude do rebaixamento do perfil creditício de grandes empresas montadoras de veículos também concorreu para a elevação da aversão a risco e para o aumento da volatilidade. Assinale-se que a busca de retornos mais atrativos, em ambiente de liquidez internacional abundante, a prevalência de políticas macroeconômicas prudentes na maioria das economias emergentes e a sustentação da atividade econômica global em patamar ainda elevado tendem a contribuir para a reversão dessa relativa deterioração.

Gráfico 4.16 – Emerging Markets Bond Index Plus

(Embi+)

p. b.



Fonte: Bloomberg

No que diz respeito à evolução dos fluxos de capitais privados estrangeiros para as economias emergentes em 2005, as perspectivas se mantêm em linha com as expectativas favoráveis prevaletentes no início do ano. Essas perspectivas são sustentadas pela continuidade do crescimento das principais economias emergentes e pela permanência dos preços das *commodities* em patamares ainda elevados, a despeito da elevação da percepção de risco medida pelos *spreads*.

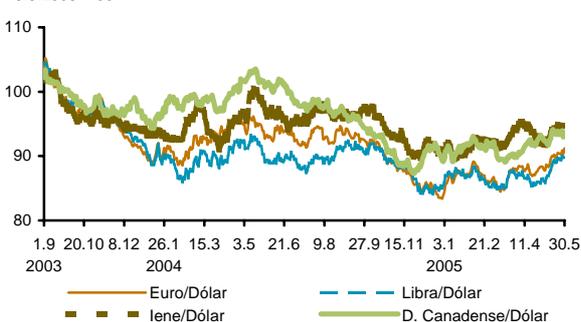
Em março, o *Institute of International Finance* (IIF)² aumentou sua projeção para os fluxos de capitais estrangeiros para economias emergentes, prevendo crescimento de 7,2% nos investimentos estrangeiros diretos (IED) e de 2,4% nos fluxos totais de capitais estrangeiros, em relação aos fluxos observados em 2004. O Fundo Monetário Internacional (FMI) também prevê aumento de 19,3%, em 2005, nos fluxos líquidos de investimentos diretos para as economias em desenvolvimento.

A desaceleração dos fluxos de IED para a China, nos primeiros quatro meses do ano, deveu-se, aparentemente, à antecipação do ingresso de recursos no país no último trimestre de 2004, movimento impulsionado pelo fortalecimento das expectativas quanto à flexibilização da política cambial do país. Embora o regime cambial permaneça inalterado, o governo chinês continua implementando medidas entendidas como preparatórias para a sua alteração. Tendo completado, em 18 de maio³, a estrutura operacional que viabiliza o aperfeiçoamento do mecanismo de formação das taxas de câmbio do renminbi frente às principais moedas internacionais, as medidas mais recentes procuram reforçar a demanda doméstica por moeda estrangeira e, com isso, reduzir as pressões da apreciação da moeda do país.

O crescente diferencial das taxas de juros entre EUA e demais centros financeiros internacionais, associado ao rebaixamento das expectativas de crescimento econômico na Europa em 2005 e ao crescimento econômico robusto nos Estados Unidos, sustentaram, no trimestre encerrado em maio, o fluxo de capitais privados para esse país, o que, aliado ao arrefecimento no ritmo de crescimento das importações, deu sustentação à tendência de apreciação

Gráfico 4.17 – Cotações do dólar

19.9.2003=100



Fonte: Bloomberg

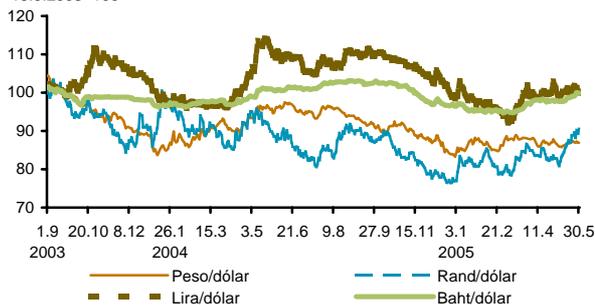
2/ *Update on Capital Flows to Emerging Market Economies, March 2005.*

3/ Nessa data, teve início a negociação, no mercado interbancário, de oito pares de moedas estrangeiras. Esses pares foram adicionados aos quatro preexistentes, que representam as paridades do renminbi frente ao dólar norte-americano, ao euro, ao iene e ao dólar de Hong Kong.

Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes

Chile, África do Sul, Turquia e Tailândia

19.9.2003=100

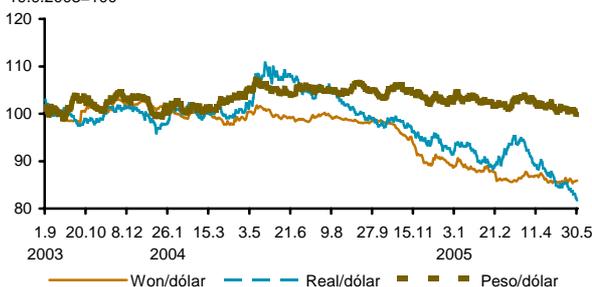


Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.19 – Moedas de países emergentes

Brasil, México e Coréia

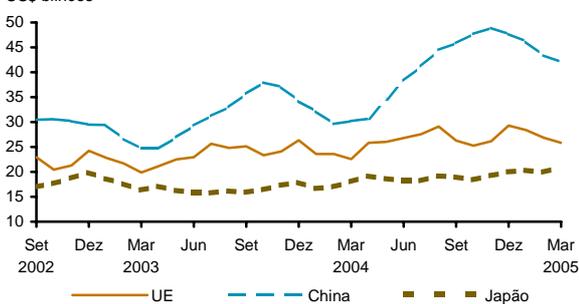
19.9.2003=100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.20 – EUA – Déficit comercial bilateral^{1/}

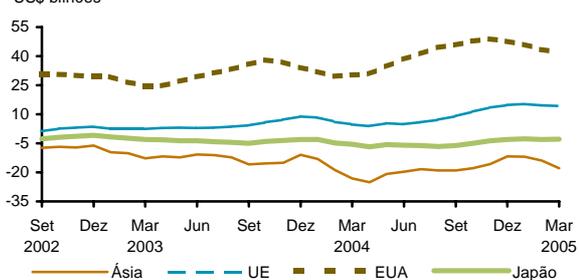
US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg
1/ Média móvel trimestral.

Gráfico 4.21 – China – Saldo comercial bilateral^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg
1/ Média móvel trimestral.

do dólar frente às principais moedas, iniciada ao final de dezembro passado.

As cotações médias do dólar norte-americano em maio último, quando comparadas com as vigentes em fevereiro, mostram apreciação frente ao dólar canadense, 1,3%; euro, 2,5%; libra esterlina, 1,7%; e iene, 1,6%, retornando aos níveis vigentes em outubro de 2004.

No mesmo período, a cotação do dólar norte-americano tendeu a se depreciar ante as moedas dos países emergentes, exceto Chile e África do Sul. Os países cujas moedas apresentaram apreciação mais expressiva ante o dólar foram Brasil, 5,8%; Coréia, 2%; e México, 1,5%.

4.4 Comércio mundial

O nível de atividade econômica nos EUA e na China sustentou o dinamismo do comércio mundial no primeiro trimestre de 2005, em uma conjuntura de elevação dos preços do petróleo e de *commodities*.

Os fluxos de comércio internacional dos Estados Unidos elevaram-se moderadamente de janeiro a março de 2005, em relação ao último trimestre de 2004, com as exportações crescendo 2,7% e as importações, 2,2%, no período. O aumento da demanda externa por bens de consumo e bens de capital, principalmente, explicou a elevação nas exportações do período. Simultaneamente, a demanda doméstica por importações se desacelerou, não obstante o aumento dos preços do petróleo. Vale registrar que o déficit em fevereiro representou novo recorde, ao alcançar US\$64,6 bilhões no comércio de bens e US\$60,6 bilhões, se incluídos os serviços.

Na China, o aumento do superávit comercial foi sustentado pelas exportações, que repetiram o vigoroso desempenho do último trimestre de 2004, ante o arrefecimento da demanda por importações. O comportamento das exportações chinesas no primeiro trimestre de 2005 foi influenciado pelas vendas de produtos eletrônicos, de têxteis e de aço. O fim das cotas sobre as exportações de têxteis em janeiro renovou as pressões internacionais para a apreciação do renminbi.

A forte integração da cadeia industrial produtiva asiática possibilitou que países da região se beneficiassem do dinamismo econômico chinês. Essa externalidade mostrou-se mais evidente no caso do Japão, cujas exportações foram

impulsionadas, principalmente, pela demanda dos países do leste asiático, dentre os quais se destaca a China, em uma conjuntura de recuperação dos setores relacionados à tecnologia da informação.

Na Área do Euro, o comportamento do comércio exterior foi oposto ao da Ásia. Os fluxos de comércio da região reduziram-se no primeiro trimestre de 2005, ante o último trimestre de 2004. As importações contraíram-se em 1,2% e as exportações, em 0,2%, registrando-se aumento de 23,9% no saldo comercial, no período.

Entretanto, entre as principais economias, houve comportamento diversificado. As exportações alemãs elevaram-se, beneficiadas pela vigorosa demanda dos países emergentes da Ásia e da Europa. Na França, a baixa competitividade das exportações, aliada à forte demanda doméstica por bens de consumo e à alta nos custos da energia, provocou o aumento de 7,5% no déficit do primeiro trimestre de 2005. Na Itália, os fluxos de comércio se deterioraram, registrando-se reduções de 1,3% nas exportações e de 1,4% nas importações, com o déficit comercial do período aumentando 2,3%.

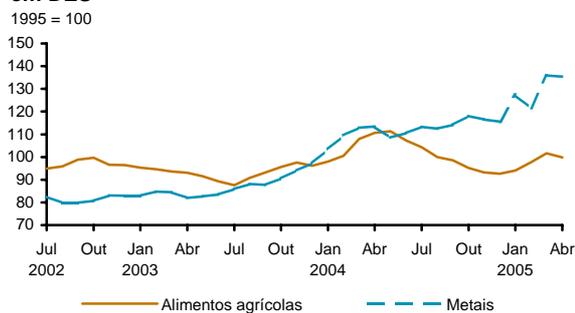
A continuidade da alta nos preços das *commodities*, especialmente petróleo e metais, beneficiou a maioria dos países da América Latina. Os preços no primeiro trimestre se situaram acima das expectativas, o que gerou termos de troca mais favoráveis, a despeito de preços menores da soja, principalmente. Adicionalmente, a abolição de cotas de exportação de têxteis beneficiou alguns países da região.

Os prognósticos para a economia mundial nos próximos meses apontam para fluxos de comércio menos vigorosos até o fim de 2005, em sincronia com a desaceleração do ritmo da atividade econômica global. Ainda assim, de acordo com a Organização Mundial do Comércio (OMC), os fluxos de comércio mundial de bens deverão crescer 6,5% em 2005. A estimativa do FMI para o mesmo período é de 7,9%, e do Banco Mundial, 7,7%.

4.4.1 *Commodities*

Apesar da desaceleração da economia mundial no primeiro quadrimestre de 2005, a demanda global por *commodities* prosseguiu aquecida, sustentando o comportamento ascendente dos preços no período, a despeito do recuo em abril.

Gráfico 4.22 – Índice de preço de *commodities* em DES



Fonte: FMI

As cotações das *commodities* metálicas mantiveram, no primeiro quadrimestre do ano, a tendência crescente que já vem se verificando nos dois últimos anos, atingindo, em março, o ponto mais alto da série, desde 1980, de acordo com o FMI. A boa performance dos preços dos metais, com destaque para os preços do cobre, decorre do desempenho econômico mundial favorável nos últimos dois anos, em especial da pressão de demanda advinda da China.

Os preços médios das *commodities* agrícolas, após forte recuo no segundo semestre de 2004 em relação ao ponto máximo alcançado em abril daquele ano, apresentaram desempenho positivo nos quatro primeiros meses de 2005, quando cresceram 3,6% frente ao quadrimestre anterior, embora tenham apresentado um pequeno recuo em abril. Esse movimento não pode ser considerado, ainda, indicativo de tendência, uma vez que os produtos que compõem o índice têm tido comportamentos diversos, em função de condições climáticas que afetam as respectivas safras.

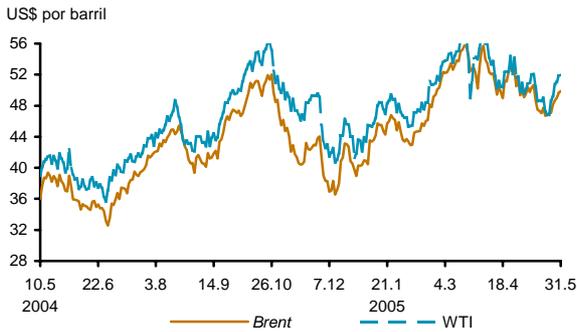
As cotações do café no mercado internacional continuam refletindo os desdobramentos decorrentes da quebra da safra brasileira e de outros produtores importantes, como o Vietnã e a Colômbia. Com relação ao trigo, embora se configure a possibilidade de elevação na oferta global do produto frente à safra anterior, os preços internacionais têm mostrado pequena recuperação. No caso da soja, o ritmo das exportações dos países do hemisfério sul e dos Estados Unidos está abaixo das expectativas, o que pode contribuir para pressionar os preços internacionais.

4.4.1.1 Petróleo

A trajetória dos preços do petróleo continua a ser uma fonte de incerteza sobre o cenário internacional, dada sua influência sobre a inflação e o dinamismo da economia mundial. Os preços internacionais do petróleo continuaram pressionados no trimestre encerrado em maio deste ano, permanecendo próximos a níveis recordes. O comportamento das cotações reflete um mercado no qual, de um lado, a expansão da oferta parece limitada pela falta de capacidade de refino e por problemas nos países produtores e, de outro, por uma demanda maior devido ao crescimento global, com destaque para o aumento do consumo na China e na Índia.

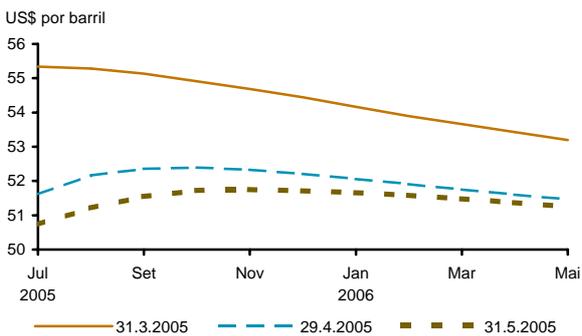
O preço médio do barril de petróleo tipo U.K. *Brent*, observado no trimestre encerrado em maio, atingiu U\$51,19, representando aumento de 46,8% sobre o verificado em igual período de 2004.

Gráfico 4.23 – Petróleo – Mercado à vista



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.24 – Petróleo tipo Brent – Mercado futuro



Fonte: Bloomberg

Embora a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) tenha elevado a produção de petróleo em 2 milhões de barris/dia, a partir de março, e os estoques norte-americanos tenham crescido no bimestre seguinte, atingindo 332,4 milhões de barris em maio, ainda assim não foram suficientes para reduzir fortemente os preços da *commodity*, que atingiram o máximo do ano, US\$55,76 (U.K. Brent), em 18 de abril, e reduziram-se para níveis próximos a US\$50,00, no final de maio.

As cotações no mercado futuro apontam para a permanência de preços elevados, próximos a US\$50,00 o barril, nos próximos meses. Embora a evolução dos preços futuros sugira tendência de ligeira queda, as cotações do petróleo continuarão a ser fortemente influenciadas por fatores geopolíticos e problemas pontuais em países produtores, o que facilitaria a atuação de especuladores nos mercados futuros do produto.

4.5 Conclusão

Os indicadores relativos ao nível de atividade da economia mundial em 2005 sugerem crescimento menos acentuado do que o observado em 2004, quando se registrou a maior taxa agregada de expansão econômica dos últimos quinze anos. O crescimento em 2005, embora menor, deverá ocorrer de maneira sustentada, sendo impulsionado pelo desempenho das economias dos EUA e da China, enquanto o Japão e a Área do Euro deverão apresentar menores taxas de expansão econômica.

Do lado dos preços, as perspectivas são de uma trajetória inflacionária bem comportada, não havendo indicações de surgimento de surtos inflacionários no curto prazo, sinalizando que não deverão ocorrer alterações no rumo das políticas monetárias.

As políticas monetárias acomodatócias têm favorecido a manutenção de condições pouco restritivas nos mercados financeiros de maior risco. Esse ambiente benigno, que tem sustentado níveis elevados de investimento e de consumo em parte relevante da economia global, tem apresentado relativa instabilidade desde meados de fevereiro. Esse comportamento não reflete a deterioração efetiva de fundamentos, uma vez que muitos países emergentes mantêm déficits fiscais reduzidos e posições saudáveis em seus balanços de pagamentos, o que aumenta a sustentabilidade de suas economias. Assinale-se que somente a retração acentuada

da atividade econômica global poderia comprometer de forma mais significativa as avaliações de crédito dos mercados emergentes, basicamente por meio da redução dos preços das *commodities* e dos fluxos de comércio, cenário considerado remoto, apesar da sustentação dos elevados níveis dos preços do petróleo.

O setor externo continuou a registrar resultados favoráveis no primeiro semestre de 2005. O desempenho das exportações tem proporcionado superávits comerciais crescentes, mesmo diante da tendência de elevação das importações. Essa performance vem contribuindo para a redução das necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, reforçando a sustentabilidade das contas externas brasileiras.

No mesmo sentido, registraram-se ingressos líquidos de divisas no País nos primeiros cinco meses do ano, reflexo dos resultados positivos apresentados pela balança comercial cambial, que compensaram, com folga, as remessas líquidas relativas a operações financeiras.

As transações correntes registraram superávit de US\$13,4 bilhões nos doze meses encerrados em maio de 2005, comparativamente a US\$6,4 bilhões no período equivalente encerrado em maio de 2004. Considerada a expectativa consensual de manutenção desse desempenho expressivo nos meses restantes de 2005, projeta-se resultado positivo em transações correntes, pelo terceiro ano consecutivo.

Nesse contexto, as projeções para o setor externo constantes deste Relatório incorporam elevações, em relação ao previsto no "Relatório de Inflação" anterior, no superávit comercial e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e as taxas de rolagem do passivo externo privado de médio e longo prazos seguem nos níveis previstos anteriormente. Assim, as perspectivas continuam amplamente favoráveis para o financiamento do balanço de pagamentos em 2005.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	
Operações com clientes no país	1,7	8,8	11,9	-0,8	8,5	
Comercial	5,2	18,0	36,7	4,3	17,8	
Exportação	9,2	38,7	93,5	10,3	44,8	
Importação	4,0	20,6	56,8	6,0	26,9	
Financeiro ^{1/}	-3,4	-9,2	-24,7	-5,1	-9,3	
Compras	5,4	30,3	84,6	6,9	40,5	
Vendas	8,8	39,5	109,4	12,0	49,9	
Operações com instituições no exterior (líquido) ^{2/}	-0,2	-0,6	-5,6	0,0	-0,5	
Saldo	1,6	8,3	6,4	-0,8	8,0	

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

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-Mai 2005	43 471	27 826	15 645	71	297
Jan-Mai 2004	33 979	22 774	11 205	56	753
Var. %	27,9	22,2	39,6	25,6	

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-mai/2004, 103 dias úteis e jan-mai/2005, 102 dias úteis.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio registrou superávit de US\$8 bilhões no ano, até maio, 3% inferior ao observado no mesmo período de 2004. No segmento comercial, as contratações líquidas atingiram US\$17,8 bilhões, com redução de 1% ante o período correspondente de 2004. As contratações para exportações somaram US\$44,8 bilhões e as relativas a importações, US\$26,9 bilhões, apresentando aumentos de 15,8% e de 30,5%, respectivamente, no período.

No segmento financeiro, ocorreram saídas líquidas de US\$9,3 bilhões, 1,5% superiores às assinaladas de janeiro a maio de 2004, registrando-se acréscimos de 33,7% no volume de compras e de 26,2% no relativo a vendas.

As compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$10,2 bilhões, transcorrendo, em sua totalidade, até março.

Em decorrência desses resultados, a posição vendida dos bancos no mercado à vista passou de US\$1,4 bilhão, ao final de 2004, para US\$3,3 bilhões, em maio.

5.2 Comércio de bens

As exportações totalizaram US\$9,8 bilhões em maio, recorde histórico e terceiro mês consecutivo em que atingiram patamar superior a US\$9 bilhões. A média diária exportada, também recorde, situou-se em US\$467,6 milhões, 23,6% superior à registrada em igual mês do ano anterior. No acumulado do ano, até maio, as exportações alcançaram US\$43,5 bilhões, novo recorde nessa base de comparação, superando em 27,9% o valor do mesmo período de 2004.

As importações, também recordes em valores absolutos e médios, somaram US\$6,4 bilhões em maio. A média diária atingiu US\$303,2 milhões, superando a assinalada no mês correspondente de 2004 em 31,8%. No acumulado do ano, as importações totalizaram US\$27,8 bilhões, recorde igualmente histórico, correspondendo a aumento de 22,2% em relação ao período equivalente de 2004.

O superávit da balança comercial somou US\$3,5 bilhões em maio. A redução de 15,2%, pela média diária observada em relação ao resultado do mês anterior, esteve associada, fundamentalmente, ao crescimento das importações. No

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2004	2005	Var. %
Total	329,9	426,2	29,2
Básicos	99,8	115,2	15,4
Industrializados	224,9	302,9	34,7
Semimanufaturados	46,0	62,4	35,7
Manufaturados	178,9	240,5	34,4
Operações especiais	5,2	8,2	58,2

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-mai/2004, 103 dias úteis e jan-mai/2005, 102 dias úteis.

ano, até maio, o superávit alcançou US\$15,6 bilhões, recorde para o período, 39,6% superior ao recorde anterior, alcançado em 2004. A corrente de comércio totalizou US\$16,2 bilhões em maio e US\$71,3 bilhões no ano. Esses totais, igualmente recordes, representaram aumentos de 26,7% e 25,6%, respectivamente, em relação aos mesmos períodos de 2004.

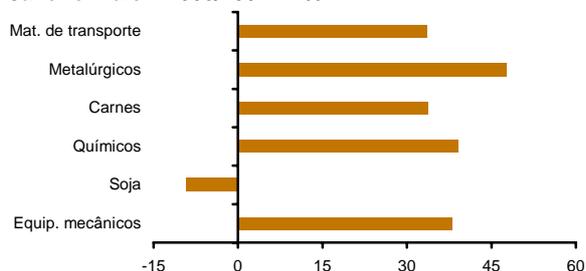
Nos doze meses encerrados em maio, as exportações atingiram US\$106 bilhões; as importações, US\$67,9 bilhões; o superávit comercial, US\$38,1 bilhões; e a corrente de comércio, US\$173,8 bilhões. Todos esses resultados constituíram-se em recordes para períodos acumulados em doze meses.

Consideradas por fator agregado, a média diária das exportações relativas a maio e aos primeiros cinco meses do ano também constituíram-se em recordes, em todas as categorias, para esses períodos. Em maio, as exportações de bens manufaturados aumentaram 24,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior, seguindo-se as relativas a produtos semimanufaturados, 31%, e a produtos básicos, 16,7%.

O crescimento acumulado das exportações no ano, até maio, em relação ao mesmo período de 2004, atingiu 35,7% na categoria de semimanufaturados, 34,4% na de manufaturados e 15,4% na de básicos. Assinale-se que as vendas de produtos manufaturados têm contribuído de forma mais significativa para o desempenho das exportações, conforme evidenciado pelo aumento de sua importância relativa na pauta de exportações, de 54,2% para 56,4%, na mesma base de comparação. As vendas externas de manufaturados foram impulsionadas, principalmente, pelos setores de automóveis de passageiros, aviões, autopeças, produtos laminados planos de ferro ou aço e motores para veículos automóveis.

O crescimento menos acentuado registrado na categoria de produtos básicos, cuja participação relativa na pauta de exportações recuou de 30,3% para 27%, no período, esteve condicionado, em parte, pela diminuição de 13,1% observada nas vendas externas de soja.

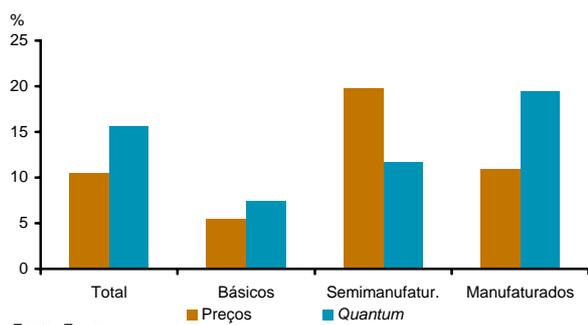
Ressalte-se que, de janeiro a maio de 2005, as vendas externas relativas aos segmentos material de transporte, metalúrgicos, carnes, químicos, soja e equipamentos mecânicos responderam por 55,3% das exportações brasileiras registradas nesse período.

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores Janeiro-maio – 2005/2004^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação sobre igual período do ano anterior com base na média diária. Em jan-mai/2004, 103 dias úteis e jan-mai/2005, 102 dias úteis.

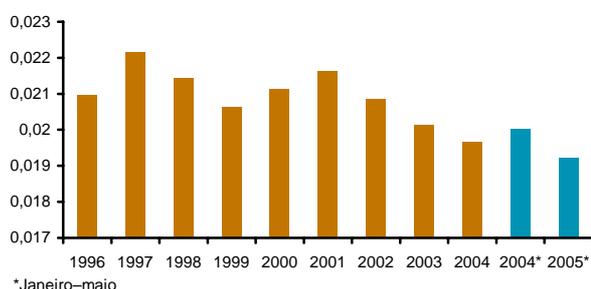
Gráfico 5.2 – Exportações – Índices de preços e quantum – Janeiro-maio – 2005/2004



Fonte: Funcex

Gráfico 5.3 – Concentração das exportações, por produtos

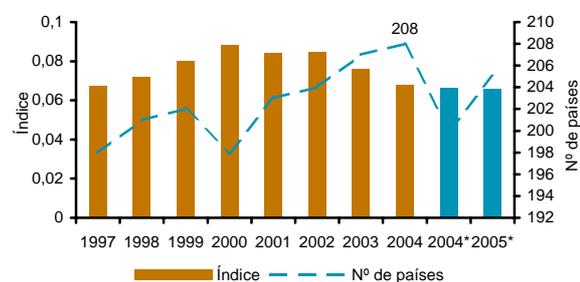
Índice de Herfindahl-Hirschman



* Janeiro-maio

Gráfico 5.4 – Concentração das exportações, por destinos

Índice de Herfindahl-Hirschman



* Janeiro-maio

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2004	2005	Var. %
Total	221,1	272,8	23,4
Bens de capital	44,0	55,9	27,2
Matérias-primas	118,5	142,8	20,5
Naftas	3,4	4,3	24,8
Bens de consumo	25,1	30,2	20,2
Duráveis	11,8	13,6	15,5
Automóveis de passageiros	2,2	2,7	22,2
Não duráveis	13,4	16,6	24,3
Combustíveis e lubrificantes	33,6	43,9	30,9
Petróleo	24,5	29,3	19,4

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-mai/2004, 103 dias úteis e jan-mai/2005, 102 dias úteis.

De acordo com os índices de preços e *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o crescimento de 27,9% registrado nas exportações no período de janeiro a maio de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, decorreu de aumentos de 15,6% no volume e de 10,5% nos preços dos produtos exportados. Ocorreram aumentos nos dois índices em todas as categorias de produto, com destaque para os crescimentos de 19,7% no índice de preços dos produtos semimanufaturados e de 19,5% no *quantum* exportado de manufaturados. Ressalte-se que a expansão do volume exportado nessa categoria tem apresentado tendência declinante no decorrer de 2005, reduzindo-se do patamar de 30%, no primeiro bimestre do ano, para 16,1%, em abril, e 13,7% em maio, na comparação com os mesmos períodos do ano anterior.

A concentração das exportações por produtos, calculada mediante a aplicação do índice de Herfindahl-Hirschman ao valor das vendas externas do país, segundo a Classificação Uniforme para o Comércio Internacional (Cuci), decresceu no período janeiro a maio de 2005, ante igual período de 2004. Essa trajetória declinante e favorável à estabilidade das exportações vem sendo observada desde 2001.

A concentração das exportações brasileiras por países de destino manteve-se estável nos primeiros cinco meses de 2005, ante o período correspondente no ano anterior, após experimentar trajetória descendente em 2003 e 2004. Essa estabilização refletiu o aumento da concentração nas exportações de produtos semimanufaturados e, em menor intensidade, nas relativas a produtos básicos, e, em sentido inverso, a redução da concentração nas exportações de bens manufaturados. Assinale-se que essa categoria, que agrega produtos mais dinâmicos e menos sensíveis a variações de preços, representa mais da metade da pauta exportadora brasileira.

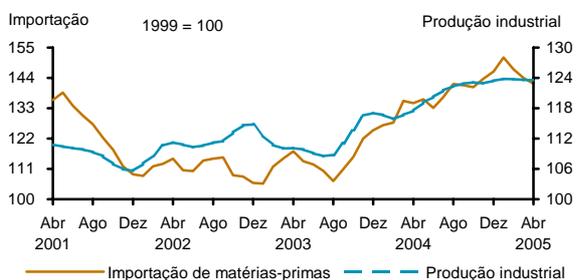
A média diária das importações atingiu US\$272,8 milhões de janeiro a maio de 2005, elevando-se 23,4% em relação ao mesmo período de 2004. Registraram-se aumentos superiores a 20% em todas as categorias de uso final, com as taxas mais expressivas ocorrendo nas compras de combustíveis e lubrificantes, 30,9%, e de bens de capital, 27,2%. Ressalte-se, ainda, o crescimento de 20,5% nas importações de matérias-primas e produtos intermediários, categoria que respondeu por pouco mais da metade do valor da pauta de importação brasileira. As compras de bens de consumo, evidenciando o aumento da renda e a apreciação da taxa de câmbio, cresceram

**Gráfico 5.5 – Importações por principais setores
Janeiro-maio – 2005/2004^{1/} – %**



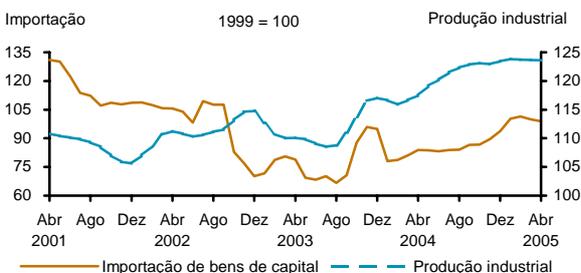
Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação sobre igual período do ano anterior com base na média diária.
Em jan-mai/2004 103 dias úteis e jan-mai/2005, 102 dias úteis.

**Gráfico 5.6 – Importação de matérias-primas x
produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados**



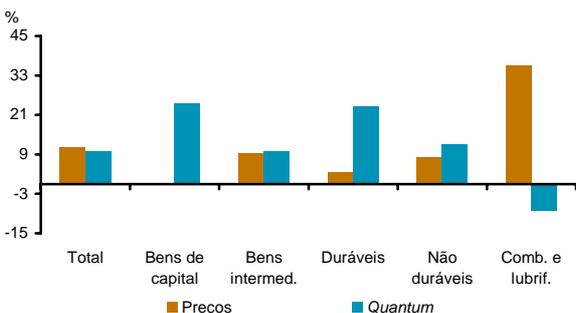
Fonte: IBGE e Funcex

**Gráfico 5.7 – Importação de bens de capital x
produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados**



Fonte: IBGE e Funcex

**Gráfico 5.8 – Importações – Índices de preços e
quantum – Janeiro-maio – 2005/2004**



Fonte: Funcex

20,2% no período, com destaque para a elevação de 24,3% nas relativas a bens não duráveis.

As importações de combustíveis e lubrificantes, equipamentos mecânicos, eletroeletrônicos, produtos químicos, veículos e plásticos apresentaram forte expansão de janeiro a maio de 2005, ante o período correspondente de 2004, e responderam, em conjunto, por 65,2% das importações no acumulado do ano.

De acordo com a Funcex, a elevação observada nas importações nos primeiros cinco meses de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, refletiram aumentos de 9,7% no volume e de 11,2% nos preços dos produtos importados. Todas as categorias de uso registraram aumento do volume importado, excetuando-se combustíveis e lubrificantes, com redução de 8,2%. A expansão mais significativa foi registrada nas compras de bens de capital, 24,3%, reflexo das aquisições de maquinaria industrial, máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, partes e peças para bens de capital para indústria; seguindo-se as registradas nas importações de bens de consumo duráveis, 23,5%, com destaque para as aquisições de objetos de adorno de uso pessoal, automóveis de passageiros, máquinas e aparelhos de uso doméstico; e de bens de consumo não duráveis, 11,9%.

Os preços dos produtos importados elevaram-se em todas as categorias de uso. Registraram-se crescimentos de 35,9% nos preços de combustíveis e lubrificantes, seguindo-se os relativos a matérias-primas e a produtos intermediários, 9,2%; bens de consumo não duráveis, 8,1%; bens de consumo duráveis, 3,6%; e bens de capital, 0,3%.

Relativamente ao mercado de destino das exportações brasileiras, registraram-se, nos cinco primeiros meses do ano em relação ao mesmo período de 2004, aumentos nas vendas externas às principais regiões e parceiros comerciais. Nesse sentido, a média diária das exportações direcionadas à Europa Oriental cresceu 61,8%; seguindo-se as relativas à Argentina, 41,8%; Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) (exceto Mercosul e México), 51,4%; Japão, 35,2%; e EUA, 30,1%. As vendas de produtos manufaturados foram impulsionadas não apenas pelo desempenho dos produtos tradicionais, mas também pela forte ampliação nas vendas de itens com pequena participação, como embarcações, motores e turbinas para aviação, e construções de ferro fundido. As exportações dessa categoria foram absorvidas, principalmente, pelos países integrantes da Aladi e pelos EUA.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2004	2005	Var. %	2004	2005	Var. %	2004	2005
Total	330	419	27,1	221	270	22,1	109	149
Aladi	67	93	39,3	36	44	21,7	31	49
Mercosul	31	43	37,6	23	27	17,3	8	15
Argentina	25	36	41,8	20	24	19,5	5	12
Demais	6	7	18,2	3	3	3,8	2	3
México	13	16	22,6	2	3	29,9	11	13
Demais	23	34	51,4	10	13	29,9	13	21
EUA ^{1/}	68	88	30,1	43	49	13,3	25	39
UE ^{2/}	86	102	18,6	57	72	24,7	29	30
Europa Or. ^{3/}	8	13	61,8	4	4	-7,5	4	10
Ásia	51	61	19,9	40	59	48,0	11	1
Japão	10	13	35,2	10	13	32,2	0	0
Coréia (Sul)	5	6	21,4	6	8	33,6	-1	-2
China	21	20	-3,0	11	18	59,0	9	2
Outros	15	22	40,5	13	20	57,1	2	1
Demais	50	62	22,9	41	43	5,2	10	19

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

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

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

Em relação aos mercados de origem das importações brasileiras, assinalem-se os crescimentos, na mesma base de comparação, das compras originárias da Ásia, 48%; da União Européia, 24,7%; e da Aladi, 21,7%, registrando-se aumentos de 19,5% naquelas provenientes da Argentina, que representaram cerca de 55% das importações brasileiras desse bloco, e de 29,9% nas advindas do México, estas impulsionadas por dois acordos de preferência comercial, um para produtos em geral e o outro para o setor automotivo.

O comércio com a China tem assumido importância crescente, em especial após a entrada desse país na OMC. Enquanto as vendas brasileiras são sustentadas por produtos básicos, como minério de ferro, soja e petróleo, as importações originárias daquele país constituem-se, basicamente, de produtos que agregam maior valor na cadeia produtiva, como bens de capital, circuitos eletrônicos e partes de aparelhos transmissores ou receptores, motores e geradores e têxteis. Nos primeiros cinco meses de 2005, foi registrada perda de dinamismo das exportações brasileiras destinadas ao mercado chinês, que recuaram 3% em relação ao patamar do período correspondente em 2004, enquanto, em sentido inverso, as importações provenientes da China elevaram-se 59%, na mesma base de comparação.

5.3 Serviços e renda

Os saldos positivos obtidos em transações correntes, desde meados de 2003, persistiram de modo mais acentuado, nos cinco primeiros meses de 2005, mesmo com a piora no resultado das contas de serviços e rendas. O superávit atingiu US\$4,1 bilhões nos cinco meses, ante US\$2,3 bilhões no mesmo período do ano anterior, desempenho associado, fundamentalmente, à trajetória crescente do superávit comercial, influenciada pelo dinamismo das exportações, e, em menor grau, ao resultado em transferências unilaterais. Em doze meses, o superávit em transações correntes atingiu US\$13,4 bilhões, equivalente a 2,06% do PIB, constituindo-se tanto em valor como em percentual do produto, no segundo melhor resultado da série histórica, inferior apenas ao registrado em abril de 2005, US\$14,2 bilhões e 2,22% do PIB, respectivamente.

As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$2,5 bilhões no período janeiro–maio de 2005, apresentando crescimento de 86,4%, relativamente aos cinco primeiros meses de 2004, enquanto as remessas líquidas de rendas elevaram-se 18,7%, atingindo US\$10,5 bilhões.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,5	2,3	11,6	0,6	4,1	4,6
Balança comercial	3,1	11,2	33,7	3,5	15,6	30,0
Exportações	7,9	34,0	96,5	9,8	43,5	108,0
Importações	4,8	22,8	62,8	6,4	27,8	78,0
Serviços	-0,2	-1,4	-4,8	-0,8	-2,5	-6,1
Transportes	-0,1	-0,7	-2,1	-0,2	-0,6	-1,7
Viagens internacionais	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,0	-0,2
Computação e inform.	-0,1	-0,5	-1,2	-0,2	-0,7	-1,5
Aluguel de equipamentos	-0,1	-0,7	-2,2	-0,4	-1,6	-3,2
Demais	0,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,4
Rendas	-1,7	-8,8	-20,5	-2,3	-10,5	-22,5
Juros	-0,9	-5,7	-13,4	-0,9	-5,5	-13,7
Lucros e dividendos	-0,8	-3,2	-7,3	-1,4	-5,1	-9,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
Transferências correntes	0,3	1,3	3,3	0,3	1,4	3,3

1/ Projeção.

O resultado líquido da conta serviços refletiu o déficit de US\$25,9 milhões registrado no item viagens internacionais, evidenciando o aumento de 60,8% observado nas despesas, nos primeiros cinco meses de 2005. Assinale-se que, embora as receitas acumuladas em doze meses tenham atingido US\$3,4 bilhões em maio, patamar mais elevado desde o início da série, as despesas têm apresentado comportamento ascendente, explicado por sua alta sensibilidade à renda e à taxa de câmbio. Nesse sentido, desde fevereiro de 2005, os gastos acumulados em doze meses na conta viagens internacionais encontram-se acima de US\$3 bilhões, registrando US\$3,5 bilhões até maio, patamar mais elevado desde setembro de 2001.

As despesas líquidas com aluguel de equipamentos mais que duplicaram, em comparação ao período janeiro–maio de 2004, totalizando US\$1,6 bilhão, enquanto as despesas líquidas da conta transportes recuaram 23,1%, no mesmo período.

A conta de rendas, tradicionalmente deficitária, apresentou resultado negativo de US\$10,5 bilhões de janeiro a maio de 2005, ante US\$8,8 bilhões no período correspondente do ano anterior. Esse aumento refletiu a elevação de 56% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, enquanto os pagamentos líquidos de juros, em linha com a redução do estoque da dívida externa, contraíram-se em 2,9% no período.

O crescimento das remessas líquidas totais de lucros e dividendos, que atingiram US\$5,1 bilhões nos cinco meses de 2005, evidenciou a elevação de 67,3% das remessas líquidas relativas a investimento direto, resultado consistente com o estoque de investimentos diretos externos e sua maturação. As remessas líquidas de lucros e dividendos relacionadas a investimento em carteira aumentaram 43%.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	-1,5	0,5	-7,7	-0,3	5,2	1,9
Investimentos diretos	0,2	2,9	8,7	0,0	5,7	14,0
Brasileiros no exterior	0,0	-0,4	-9,5	-0,7	-1,6	-2,0
Estrangeiros no país	0,2	3,3	18,2	0,7	7,2	16,0
Participação	0,4	3,9	18,6	0,5	4,9	12,0
Intercompanhias	-0,2	-0,5	-0,4	0,2	2,3	4,0
Investimentos em carteira	-0,9	-3,1	-4,8	-0,4	2,3	-1,0
Ativos	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	-1,0	-0,8
Passivos	-0,7	-2,7	-4,0	-0,3	3,2	-0,2
Derivativos	-0,3	-0,2	-0,7	0,0	0,2	0,0
Outros investimentos	-0,6	0,8	-11,0	0,0	-3,0	-11,1
Ativos	-2,7	0,3	-2,2	-0,4	-1,9	-1,0
Passivos	2,1	0,5	-8,8	0,4	-1,1	-10,1

1/ Projeção.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$5,2 bilhões, de janeiro a maio de 2005, ante US\$512 milhões no período correspondente de 2004. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram aumento superior a 100% no período, somando US\$7,2 bilhões, dos quais US\$4,9 bilhões referentes a ingressos na forma de participação e US\$2,3 bilhões referentes a empréstimos intercompanhias.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	0,7	5,8	14,8	0,7	5,6	13,8
Bônus públicos	0,0	1,5	5,7	0,5	3,4	4,5
Títulos privados	0,3	2,7	5,3	0,1	1,3	7,4
Empréstimos diretos	0,4	1,6	3,8	0,1	0,9	1,9
Emp. de curto prazo (líq.) ^{2/}	1,2	-0,1	-1,2	0,2	2,1	0,0
Tít. de curto prazo (líq.)	-0,1	-0,4	0,4	0,1	0,2	0,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/}						
Total:	74%	98%	65%	24%	60%	70%
Títulos privados	36%	80%	49%	12%	48%	70%
Empréstimos dir.	287%	156%	127%	77%	92%	70%

1/ Projeção.

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

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

Os investimentos estrangeiros em carteira proporcionaram captações líquidas de US\$3,2 bilhões no acumulado até maio, ante remessas líquidas de US\$2,7 bilhões no período equivalente de 2004. Os investimentos líquidos em ações somaram US\$1,8 bilhão, com ingressos de US\$1,4 bilhão referentes a ações negociadas no país e de US\$382 milhões em *American Depositary Receipts* (ADR). Os investimentos em títulos de renda fixa somaram desembolsos líquidos de US\$1,4 bilhão, sendo que os bônus da República registraram captações líquidas de US\$2,5 bilhões, resultado de novas emissões no valor de US\$3,4 bilhões e de pagamento de parcelas de pré-*Bradies*, em março, US\$15 milhões, e de *Bradies*, em abril, US\$930 milhões. Os bônus emitidos pelo setor privado e as *notes* e *commercial papers* apresentaram saídas líquidas de US\$599 milhões e de US\$953 milhões, respectivamente. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$358 milhões.

As captações registradas nos cinco primeiros meses de 2005 propiciaram taxas de rolagem de 60% para o endividamento privado de médio e longo prazos, sendo de 48% para os papéis (bônus, *notes* e *commercial papers*) e de 92% para os empréstimos diretos. Para o ano, projetam-se níveis de rolagem com taxas próximas a 70%, tanto para papéis como para empréstimos diretos.

Quanto às saídas líquidas via investimento brasileiro direto, que se traduzem em aumento de ativos brasileiros no exterior, atingiram US\$1,6 bilhão nos cinco meses encerrados em maio, ante US\$361 milhões no mesmo período de 2004. Do total remetido, o aumento de participação atingiu US\$1,6 bilhão, enquanto os empréstimos de empresas brasileiras a coligadas no exterior registraram retornos líquidos de US\$38 milhões. Os investimentos brasileiros em carteira somaram saídas líquidas de US\$964 milhões, no mesmo período de 2005, sendo US\$825 milhões referentes às saídas de investimentos em ações.

As reservas internacionais brutas aumentaram US\$7,8 bilhões nos primeiros cinco meses de 2005, totalizando US\$60,7 bilhões ao final de maio. As reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito do Banco Central, cresceram US\$11,7 bilhões, somando US\$39,2 bilhões. Devido à maior oferta de divisas no mercado interno, especialmente ao longo do primeiro trimestre, o Banco Central adquiriu US\$10,2 bilhões no mercado à vista de câmbio. Com relação às operações externas, destacaram-se os desembolsos de US\$3,4 bilhões de bônus da República e a

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2004		2005	
	Jan- mai	Ano	Jan- mai	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	49,3	49,3	52,9	52,9
Compras líquidas do Bacen	2,6	5,3	10,2	10,2
Serviço da dívida (líquido)	-6,8	-12,6	-3,9	-11,9
Juros	-2,7	-5,5	-2,7	-5,6
Receita	0,5	1,1	0,5	1,2
Despesa	-3,1	-6,6	-3,2	-6,8
Amortização	-4,2	-7,1	-1,2	-6,2
Desembolsos	1,5	6,7	3,4	6,0
Organismos multilaterais	0,0	1,0	-	1,5
Bônus da República	1,5	5,7	3,4	4,5
Fundo Monetário Internacional	-1,4	-4,4	-1,2	-6,8
Desembolso	-	-	-	-
Amortização	-1,4	-4,4	-1,2	-6,8
Demais ^{2/}	-1,2	1,2	-2,3	-2,3
Compras do Tesouro Nacional	6,5	7,3	1,5	9,5
Variação de haveres	1,2	3,6	7,8	4,7
Posição de reservas brutas	50,5	52,9	60,7	57,7
Posição de reservas líquidas:				
Conceito Banco Central	24,5	27,5	39,2	41,8

1/ Projeção.

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

despesa líquida de US\$3,9 bilhões com o serviço da dívida externa, notadamente em juros de bônus, US\$2,6 bilhões; amortizações de bônus, US\$945 milhões; juros ao FMI, US\$626 milhões; e amortizações ao Clube de Paris, US\$177 milhões, além da receita de US\$520 milhões com a remuneração das reservas. As amortizações ao FMI somaram US\$1,2 bilhão e as liquidações de compras do Tesouro Nacional, US\$1,5 bilhão, enquanto as demais operações geraram despesa de US\$2,3 bilhões.

Relativamente às projeções para 2005, estima-se que as reservas brutas atinjam US\$57,7 bilhões em dezembro. Prevê-se para o ano, incluído o ocorrido de janeiro a maio, pagamentos de US\$11,9 bilhões em serviço da dívida externa, além de amortizações de US\$6,8 bilhões ao FMI, desembolsos de organismos de US\$1,5 bilhão e lançamentos de bônus de US\$4,5 bilhões. Estimam-se, ainda, liquidações de compras no mercado doméstico de câmbio de US\$10,2 bilhões do Banco Central, já integralmente realizadas no primeiro trimestre, e de US\$9,5 bilhões do Tesouro Nacional, relacionadas ao pagamento do serviço da dívida externa de sua responsabilidade. As reservas líquidas no conceito Banco Central, que não são afetadas pelas amortizações realizadas junto ao FMI, deverão crescer US\$14,2 bilhões, totalizando US\$41,8 bilhões (ver boxe "Projeções do Balanço de Pagamentos", páginas 87 a 89).

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de sustentabilidade externa, apurados para o primeiro trimestre deste ano, evidenciaram que o aumento no valor em dólares das exportações e do PIB, assim como a redução da dívida externa e a política de recuperação das reservas internacionais exerceram influência significativa para a melhora nos indicadores de endividamento externo.

Nos doze meses acumulados até março, o valor do serviço da dívida reduziu-se 8%, na comparação com o período equivalente terminado em março do ano anterior, enquanto, na mesma base de comparação, o valor das exportações aumentou 31%, diminuindo a participação do serviço da dívida nas exportações de 70,9% para 49,8%. Devido ao aumento de 19,1% do PIB em dólares e à redução de 5,4% da dívida externa total de março de 2004 a março deste ano, a dívida externa total em relação ao PIB reduziu-se de 40,4% para 32,1%.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa

Discriminação	US\$ bilhões					
	2003	2004			2005	
	Dez	Mar	Jun	Set	Dez	Mar
Exportações	73,1	77,5	83,4	90,6	96,5	101,5
Serviço da dívida	53,0	54,9	55,8	56,5	51,9	50,5
Dívida externa total	214,9	213,5	205,6	202,2	201,4	201,9
Dívida externa total líquida	151,0	147,5	145,4	141,1	135,7	127,8
Reservas internacionais	49,3	51,6	49,8	49,5	52,9	62,0
PIB	507	529	553	580	604	630
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	42,4	40,4	37,2	34,9	33,3	32,1
Dívida total líquida/PIB (%)	29,8	27,9	26,3	24,3	22,5	20,3
Dívida total/exportações	2,9	2,8	2,5	2,2	2,1	2,0
Dívida total líquida/export.	2,1	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3
Serviço dívida/export. (%)	72,5	70,9	66,9	62,4	53,8	49,8
Reservas/dívida total (%)	22,9	24,2	24,2	24,5	26,3	30,7

A relação entre o serviço da dívida e o PIB reduziu-se de 10,4% para 8%. O indicador da dívida externa total em relação às exportações apresentou melhora, recuando de 2,8 para 2. A dívida total líquida de ativos, que em março de 2004 representava 1,9 vez o valor da receita de exportações dos últimos doze meses, recuou para 1,3 em março deste ano. Expressa em percentagem do PIB, a dívida total líquida de ativos passou de 27,9% para 20,3%, na mesma base de comparação.

Com o aumento de 20% nas reservas internacionais, de março de 2004 a março de 2005, o indicador de reservas/dívida total cresceu de 24,2% para 30,7%, indicando maior solidez externa da economia brasileira.

5.6 Conclusão

A evolução recente da balança comercial, mesmo incorporando o impacto sobre as importações decorrente da retomada da atividade econômica, corrobora a projeção de expressivo superávit em 2005. Esse resultado favorecerá a obtenção de superávit em transações correntes, embora em patamar inferior ao assinalado em 2004.

Nos primeiros cinco meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$15,6 bilhões, e as transferências unilaterais correntes apresentaram melhora em relação ao resultado de janeiro a maio de 2004. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes relativo aos cinco primeiros meses de 2005 foi quase duas vezes maior que o obtido no mesmo período de 2004. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$13,4 bilhões, equivalente a 2,06% do PIB, o segundo melhor resultado da série.

De fato, a melhora significativa nas contas externas observada no passado recente deverá permitir que o nível de reservas internacionais aumente em 2005. A reversão registrada nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, a partir de 2003, esteve associada ao desempenho em transações correntes, fundamentalmente pela excepcional performance da balança comercial. Os sucessivos superávits em transações correntes, somados aos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, passaram de 3,04% do PIB, em doze meses até maio de 2004, para 5,45% do PIB, na mesma base de comparação de 2005.

A manutenção de elevados superávits comerciais, a redução do estoque do endividamento externo, os fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a manutenção dos níveis atuais de reservas internacionais constituem variáveis favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo esse cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos cinco primeiros meses do ano, e as recentes emissões soberanas permitem sustentar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2005.

Projeções do Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Usos	-0,3	-11,1	-21,6	-0,8	-4,6	-24,0
Transações correntes	1,5	2,3	11,7	0,7	4,1	4,6
Amortizações de MLP ^{2/}	-1,8	-13,5	-33,3	-1,5	-8,8	-28,7
Papéis	-0,8	-7,6	-17,6	-0,6	-3,8	-16,2
Pagas	-0,8	-7,3	-16,4	-0,6	-3,8	-16,0
Conversões em IED	0,0	-0,3	-1,2	0,0	-0,2	-0,2
Créd. de fornecedores	-0,2	-1,0	-2,4	-0,1	-0,9	-1,9
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,9	-4,9	-13,3	-0,8	-4,1	-10,6
Fontes	0,3	11,1	21,6	0,8	4,6	24,0
Conta capital	0,1	0,3	0,7	0,1	0,3	0,5
Inv. estrangeiros diretos	0,2	3,3	18,2	0,7	7,2	16,0
Papéis domésticos ^{4/}	-0,1	1,1	2,1	-0,4	1,9	4,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	1,1	7,9	20,4	0,9	7,2	21,1
Papéis	0,3	4,2	11,0	0,6	4,7	11,9
Créd. de fornecedores	0,1	0,4	1,0	0,1	0,3	0,8
Empréstimos ^{6/}	0,7	3,2	8,4	0,3	2,2	8,4
Ativ. brasil. no exterior	-3,1	-0,3	-11,2	-1,0	-4,1	-3,3
Empréstimo ao Bacen (FMI)	0,0	-1,4	-4,4	0,0	-1,2	-6,8
Demais ^{7/}	1,8	2,4	-2,0	0,7	3,4	-0,5
Ativos de reservas	0,3	-2,2	-2,2	-0,2	-10,1	-7,0

1/ Projeção.

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

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

A projeção para os resultados do balanço de pagamentos do ano foi atualizada em relação à constante no "Relatório de Inflação" anterior, com a incorporação de alterações consistentes com a posição da dívida externa referente a março último, com os resultados recentes das exportações e com a evolução das remessas de lucros e dividendos. Além disso, foram computados os efeitos da política de recomposição das reservas internacionais, bem como a revisão ocorrida na previsão de liquidações de compromissos do Tesouro Nacional com recursos contratados em mercado.

O superávit em transações correntes para 2005 foi estimado em US\$4,6 bilhões, 0,6% do Produto Interno Bruto (PIB), superior à projeção anterior de US\$2,1 bilhões, equivalentes a 0,3% do PIB. A elevação da previsão decorreu, fundamentalmente, dos expressivos saldos comerciais já verificados em 2005 e da perspectiva de sua manutenção ao longo do ano.

As exportações acumuladas nos cinco primeiros meses do ano atingiram US\$43,5 bilhões, com média diária de US\$426 milhões, 29,2% acima do registrado no mesmo período de 2004. De forma semelhante, a contratação de câmbio para exportação apresentou média diária de US\$439 milhões, com crescimento de 17,1% na mesma base de comparação. Além dos aumentos de preços externos para produtos de peso significativo na pauta de exportações brasileiras, tem havido crescimento constante das quantidades embarcadas, bem como diversificação de produtos e de mercados. Considerando, ainda, a manutenção dessas tendências nos resultados parciais de junho, e o padrão de sazonalidade da série, o valor projetado para as exportações de 2005 foi revisto de US\$105 bilhões para US\$108 bilhões.

Ressalte-se que, em maio de 2005, o valor das exportações acumuladas em doze meses atingiu US\$106 bilhões.

A projeção para as importações em 2005 foi mantida em US\$78 bilhões, representando variação de 24,2% sobre o resultado de 2004. Até maio, as importações acumularam US\$27,8 bilhões, com média diária de US\$272,8 milhões, superior em 23,4% à registrada no mesmo período de 2004. A média diária do câmbio contratado para importação também registra tendência de expansão, com crescimento de 32% na mesma base de comparação. Feitas essas hipóteses para exportações e importações, o saldo comercial deverá situar-se em US\$30 bilhões, US\$3 bilhões acima do previsto no Relatório de Inflação de março de 2005.

Na conta de rendas, os dois principais componentes tiveram projeções revisadas. A despesa líquida com juros aumentou ligeiramente, passando de US\$13,6 bilhões para US\$13,7 bilhões, referenciada na nova posição de endividamento externo, relativa a março de 2005, que registrou ligeira elevação de estoque relativamente a dezembro de 2004. Para a rubrica lucros e dividendos, as remessas líquidas projetadas aumentaram de US\$7,8 bilhões para US\$9 bilhões, evidenciando o comportamento recente das remessas relativas a rendas de investimento direto, de peso preponderante nas despesas.

A revisão da projeção para a conta financeira do balanço de pagamentos reverteu o déficit anteriormente estimado de US\$6 bilhões para um superávit de US\$1,9 bilhão, devido à redução da constituição de ativos de bancos no exterior, explicada pelas compras líquidas do Banco Central e pelas aquisições do Tesouro Nacional no mercado de câmbio. A reversão na conta financeira reflete também, em menor dimensão, a nova estimativa para as amortizações, cujo cálculo considerou a posição de endividamento em março.

Os ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) apresentaram aceleração desde o último trimestre de 2004 e atingiram US\$7,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2005, mantendo a média mensal superior a US\$1 bilhão. Apesar desse resultado, foi mantida em

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004			2005		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,7	2,5	14,4	1,0	6,3	6,8
Capitais (líquido)	0,7	-1,3	-10,6	-1,0	4,0	1,8
Investimento estrangeiro						
Direto	0,2	3,3	18,2	0,7	7,2	16,0
Em carteira	-0,1	1,1	2,2	-0,4	2,0	4,0
Empréstimos de médio e longo prazos	-0,4	-5,3	-13,5	-0,9	-3,8	-12,4
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	2,3	2,5	-2,3	0,7	1,2	-1,0
Bancos	0,9	-1,3	-3,4	0,0	1,6	0,0
Demais	1,3	3,8	1,2	0,7	-0,4	-1,0
Investimentos brasileiros						
no exterior	-0,7	-1,7	-13,4	-1,0	-4,0	-4,8
Demais	-0,6	-1,2	-1,8	-0,1	1,3	0,0
Hiato financeiro	2,4	1,2	3,9	0,0	10,3	8,7
Compras líquidas do Banco Central	0,0	-2,6	-5,3	0,0	-10,2	-10,2
Depósitos de bancos	-2,4	1,4	1,4	0,0	-0,1	1,5

1/ Projeção.

Tabela 3 – Tesouro Nacional – Serviço da dívida externa^{1/}

Discriminação	Perfil de vencimentos	US\$ milhões					
		Liquidação de vencimentos			Liquidação de vencimentos		
		Principal	Juros	Total	Mercado	Reservas	Total
2 003	Ano	4 743	5 221	9 965	5 507	4 458	9 965
2 004	Ano	6 951	5 403	12 354	7 335	5 020	12 354
2005 ^{2/ 3/}		6 094	5 697	11 791	9 497	2 294	11 791
	Jan	177	660	836	194	642	836
	Fev	0	508	508	0	508	508
	Mar	16	212	228	29	199	228
	Abr	930	1 025	1 954	1 318	636	1 954
	Mai	0	177	177	0	177	177
	Jun	823	213	1 036	...	...	...
	Jul	2 526	705	3 230	...	...	...
	Ago	0	401	401	...	...	...
	Set	16	352	368	...	...	...
	Out	930	1 035	1 965	...	...	...
	Nov	0	279	279	...	...	...
	Dez	678	131	809	...	...	...

1/ Inclui vencimentos de principal e juros relativos a bônus e Clube de Paris.

2/ Dados ocorridos até maio e previstos para os demais meses do ano.

3/ O Tesouro Nacional poderá contratar divisas no mercado de câmbio para liquidar o serviço da dívida (principal e juros) relativo a Clube de Paris e dívida velha (bônus *bradies* e pré-*bradies*), com vencimentos entre maio e junho de 2005, cujo valor estimado é de US\$905 milhões, e vencimentos entre julho e dezembro de 2005, no valor de US\$2.088 milhões.

O Tesouro Nacional poderá, ainda, contratar divisas para liquidar o serviço da dívida (principal e juros) relativo a bônus com vencimentos entre julho e dezembro de 2005, no valor de US\$4.963 milhões.

US\$16 bilhões a projeção para ingressos líquidos em investimentos estrangeiros diretos.

As amortizações de médio e longo prazos foram revistas de US\$29,9 bilhões, no último "Relatório de Inflação", para US\$28,7 bilhões, em decorrência do perfil de amortizações derivado da posição de endividamento externo referente a março de 2005. Foram mantidas as hipóteses de taxas de rolagem de 70% para o endividamento externo privado de médio e longo prazos.

Os haveres do setor bancário mantidos no exterior devem apresentar decréscimo de US\$1,5 bilhão, ante aumento de US\$7,3 bilhões projetado no "Relatório de Inflação" anterior. Projeta-se superávit de US\$7 bilhões no resultado do balanço de pagamentos para o ano, ante déficit de US\$3,7 bilhões no "Relatório de Inflação" de março de 2005. Esses resultados se devem tanto às compras líquidas do Banco Central, realizadas até março, de US\$10,2 bilhões, quanto à liquidação de vencimentos do Tesouro Nacional referentes a 2005 com a contratação de recursos em mercado no valor de US\$9,5 bilhões, comparativamente a US\$2,5 bilhões no "Relatório de Inflação" anterior, operações que reduzem os ativos externos de propriedade do setor privado.

Além dos US\$4,5 bilhões relativos ao serviço, em 2005, da dívida reestruturada (*Bradies*, Pré-*Bradies* e Clube de Paris), que constam da projeção divulgada na Nota para a Imprensa do Setor Externo de abril, prevê-se a liquidação com recursos contratados em mercado de vencimentos referentes ao segundo semestre, de principal e juros de bônus, nos montantes de até US\$2,5 bilhões e de até US\$2,4 bilhões, respectivamente.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em março de 2005, assim como as perspectivas para a inflação até o final de 2006 e para o crescimento do PIB em 2005. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa básica de juros será mantida inalterada, durante o horizonte de previsão, em 19,75% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 14 e 15 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,47 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias de juros e câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil junto a analistas do mercado nas vésperas da reunião do Copom de junho. É importante ressaltar que esses cenários compõem um procedimento padrão para o balizamento da política monetária, e suas hipóteses não devem ser 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 das hipóteses sobre as taxa de juros e câmbio, 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

Desde a divulgação do “Relatório de Inflação” de março, o nível de atividade da economia manteve-se em expansão, embora com redução no ritmo de crescimento. Tendo em vista o crescimento acelerado da economia ao longo de 2004 e os níveis de atividade historicamente elevados, essa acomodação era esperada e é consistente com um cenário de manutenção, em bases sustentadas, da trajetória de expansão iniciada no segundo trimestre de 2003. O PIB cresceu 0,3% no primeiro trimestre de 2005, quando comparado com o último trimestre de 2004, e 2,9%, quando comparado com o primeiro trimestre de 2004. Previsivelmente, tornam-se claros os sinais de que se fazem sentir sobre o nível de atividade os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004. Segundo o IBGE, a produção industrial cresceu 1,5% em março e manteve-se estável em abril, em termos dessazonalizados. Esse resultado confirmou, em linhas gerais, o comportamento sugerido pelos indicadores antecedentes e coincidentes da série e manteve a atividade industrial em nível próximo ao seu máximo histórico atingido em dezembro do ano passado.

A inflação, por outro lado, manteve-se em níveis relativamente elevados nos primeiros meses de 2005. A variação mensal do IPCA permaneceu em patamares próximos a 0,60% no primeiro trimestre, alcançou 0,87% em abril e terminou recuando para 0,49% em maio. Esse padrão de elevada inflação foi visível não apenas na variação dos índices de preços plenos, mas também nas respectivas medidas de inflação subjacente. No entanto, os dados mais recentes sinalizam uma acomodação dos preços ao consumidor e sugerem uma probabilidade maior de convergência da inflação para a trajetória de metas perseguida pela autoridade monetária.

Conforme ressaltado nas edições recentes do “Relatório de Inflação” e nas Notas das últimas reuniões do Copom, em um ambiente em que persiste uma elevada utilização da capacidade instalada, a trajetória da inflação dependerá marcadamente dos desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento da demanda em expansão. O ritmo mais lento de crescimento registrado na margem reflete a acentuada queda nos investimentos em maquinário agrícola e bases de comparação consideravelmente mais elevadas, após a forte expansão observada ao longo de 2004, quando foi registrado o maior crescimento anual dos investimentos desde 1994. A produção de bens de capital acumulou

crescimento de 13% nos doze meses terminados em abril. Embora pareça pouco plausível que a acomodação recente no ritmo de acumulação de capital persista no médio prazo, um foco importante de preocupação em relação à dinâmica prospectiva da inflação continuará sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres.

No âmbito externo, embora os mercados financeiros internacionais tenham permanecido voláteis, houve melhora em relação ao cenário considerado por ocasião da divulgação do último “Relatório de Inflação”. A partir de março, manifestações de dirigentes do Fed sobre a evolução da inflação nos Estados Unidos, bem como sobre a possível inadequação do apreçamento dos títulos norte-americanos de longo prazo, determinaram uma elevação da curva de juros implícita nos preços desses títulos. Esse desenvolvimento, aliado à reavaliação da qualidade de crédito de algumas empresas de grande porte nos Estados Unidos, teve impactos desfavoráveis sobre os ativos das economias emergentes. A elevação dos juros, porém, acabou sendo mais do que revertida e os títulos de dez anos atingiram no final de maio seu maior valor desde abril de 2004, antes do início do processo de ajuste na política monetária norte-americana. Da mesma forma, parece ter havido recentemente uma absorção, ainda que parcial, dos choques associados à reavaliação da qualidade do crédito nos Estados Unidos.

No caso do Brasil, esses desenvolvimentos foram acompanhados, em um primeiro momento, por uma elevação no risco soberano e por uma depreciação da moeda doméstica em relação ao dólar norte-americano, seguindo um padrão observado em outras economias emergentes. Recentemente, porém, o ambiente nos mercados financeiros internacionais voltou a se tornar relativamente favorável e os movimentos no prêmio de risco-Brasil e na taxa de câmbio foram revertidos. No entanto, as condições de liquidez e a estabilidade dos mercados continuam sujeitas ao quadro macroeconômico nos países industrializados, especialmente nos Estados Unidos, e à possível resposta da política monetária do Fed à sua evolução. Um fator de preocupação adicional diz respeito aos desequilíbrios nas contas externas de algumas das principais economias mundiais e à possibilidade de que eventuais ajustes em suas trajetórias determinem grandes flutuações cambiais. Apesar desse quadro, no qual permanecem ainda incertezas relevantes, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais.

Os preços do petróleo, por sua vez, após terem recuado ao final de 2004, vêm se situando em patamares mais elevados e continuam apresentando alta volatilidade. Após terem atingido níveis sem precedentes no fim de março e no início de abril, os preços entraram em trajetória de queda até meados de maio, mas nas últimas semanas esse movimento foi revertido. Esse aspecto mais desfavorável do quadro externo passou a representar um risco maior para a trajetória futura da inflação do que havia sido avaliado no “Relatório de Inflação” de março.

Nesse cenário, o Copom prosseguiu no período abril–junho o processo de ajuste da política monetária iniciado em setembro de 2004. Em abril e em maio, a taxa Selic foi ajustada em 0,25 p.p. a cada mês, e em junho foi mantida constante em 19,75% ao ano.

No acumulado dos cinco primeiros meses do ano, a variação do IPCA alcançou 3,18%. Os preços dos itens monitorados e dos itens livres se elevaram, respectivamente, em 0,25% e 0,59% em maio, valores inferiores aos verificados em abril. Ressalte-se que a variação dos itens comercializáveis, 0,72%, manteve-se superior à média mensal do primeiro quadrimestre, enquanto a dos bens não comercializáveis 0,43%, registrou a menor variação desde novembro de 2004.

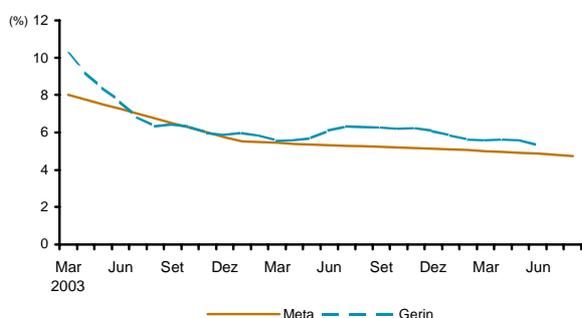
Nos doze meses terminados em maio de 2004, a inflação medida pelo IPCA totalizara 5,15%, com os preços livres e os preços monitorados aumentando, respectivamente, 5,34% e 4,69%. Já nos doze meses até maio de 2005, o IPCA registrou inflação de 8,05%, com os preços livres e os preços monitorados aumentando 6,47% e 12,01%, respectivamente. Somente o agrupamento “combustível para veículos” contribuiu com 1,12 p.p. para a inflação acumulada até maio de 2005.

Os núcleos do IPCA, segundo os três critérios acompanhados pelo Copom – por exclusão de preços monitorados e de alimentos no domicílio; e por médias aparadas, com e sem suavização de itens preestabelecidos –, que haviam se acelerado ao longo do segundo semestre de 2004, apresentaram estabilização no início de 2005 e se desaceleraram em maio. No entanto, quando analisamos os resultados acumulados nos últimos doze meses, os núcleos ainda se encontram elevados e acima de valores compatíveis com a trajetória de metas.

A inflação medida pela variação do IGP-DI subiu em março, após ter apresentado desaceleração no início do ano. Comparativamente a fevereiro, a inflação de março mais

do que dobrou, situando-se em 0,99%. A partir de abril, entretanto, voltou a haver desaceleração, com variação de 0,51% no mês e deflação de 0,25% em maio. Essa volatilidade refletiu principalmente o comportamento do IPA, que variou 1,14% em março, afetado desfavoravelmente pela aceleração dos preços de produtos agrícolas, em função de condições climáticas adversas. Em maio, porém, o IPA apresentou deflação de 0,98%. Contribuiu para esse resultado o desempenho do IPA industrial, que registrou deflação de 0,38% em maio, após ter acelerado em março e em abril. Dados recentes indicam arrefecimento do recuo nos preços dos produtos agrícolas, mas intensificação da queda nos preços dos produtos industriais. Em todo caso, acumulam-se evidências de uma acomodação consistente de preços no atacado. Conforme destacado nas Notas de reuniões passadas do Copom, a menor variação do IPA industrial nos últimos meses reflete, em parte, a apreciação cambial observada no período e a própria ação da política monetária, podendo ter efeitos benéficos sobre a variação futura dos preços ao consumidor, desde que se mantenha a tendência observada recentemente. A intensidade desses repasses dependerá, naturalmente, das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

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



As expectativas de inflação coletadas pela Gerin junto a analistas profissionais vinham sendo pouco sensibilizadas, ao longo dos últimos meses, por desenvolvimentos favoráveis que poderiam contribuir para arrefecer pressões inflacionárias, tais como sinais de acomodação no ritmo de crescimento da economia, queda nos preços industriais no atacado, reavaliação das expectativas de mercado para a trajetória da taxa de câmbio e, por fim, a postura mais restritiva de política monetária adotada a partir de setembro de 2004. Em meados de março, as expectativas para a inflação de 2005 haviam subido ligeiramente, para 5,77%, em resposta, principalmente, a reajustes acima do esperado em alguns preços administrados e à evolução menos favorável do cenário internacional. Por ocasião das reuniões do Copom de abril e de maio, as expectativas de inflação para 2005 se deterioraram ainda mais, atingindo 6,10% e 6,39%, respectivamente. Contudo, recentemente as expectativas passaram a apresentar tendência de queda. As expectativas para 2005 caíram de 6,39% em maio para 6,20% em junho. As expectativas para a inflação doze meses à frente também diminuíram nas últimas semanas, e o fizeram em medida maior do que a variação nas taxas esperadas para 2005. Já as expectativas para 2006 permaneceram estáveis desde a divulgação do “Relatório de Inflação” de março. Esses desenvolvimentos sugerem que a postura monetária adotada a partir de setembro de 2004, além

de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, está contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos.

No acumulado de 2004, após a revisão feita pelo IBGE, o PIB apresentou crescimento de 4,9% em relação ao ano anterior. A indústria, com expansão de 6,2%, e a agropecuária, com 5,3%, foram os setores de melhor desempenho, enquanto o setor de serviços cresceu 3,3%, contra 3,7% antes da revisão. Por outro lado, em relação ao último trimestre de 2004, o PIB apresentou crescimento dessazonalizado de 0,3% no primeiro trimestre de 2005. O resultado divulgado pelo IBGE confirma a tendência de acomodação no ritmo de crescimento da economia, que completou oito trimestres consecutivos de expansão desde 2003. A acomodação observada a partir do último trimestre de 2004 se verifica após um período de crescimento acelerado da economia, no qual foi atingido um nível de atividade historicamente elevado. O crescimento foi sustentado pelo setor agropecuário, que registrou expansão de 2,6%, enquanto a indústria e os serviços apresentaram quedas de 1% e de 0,2%, respectivamente. Tendo em vista o comportamento dos indicadores antecedentes da atividade econômica e a consolidação progressiva dos resultados do processo de ajuste implementado desde setembro de 2004, o ritmo de crescimento da economia deverá voltar a acelerar-se ao longo dos próximos trimestres.

Quando da divulgação do último “Relatório de Inflação”, a série de indicadores da produção industrial mostrava sinais conflitantes no que diz respeito à sua tendência de longo prazo, haja vista que houvera crescimento em dezembro e quedas em novembro e em janeiro. Esse comportamento irregular tem sido corroborado pelas informações mais recentes, que mostraram queda da produção industrial em fevereiro, alta expressiva em março e estabilidade em abril. Considerando-se uma série mais estável, de médias móveis trimestrais, o nível de produção também registrou estabilidade em abril, permanecendo no elevado patamar observado desde o final de 2004. A produção industrial em abril foi 6,3% superior à do mesmo período de 2004, com 22 dos 26 setores pesquisados apresentando performances positivas, destacando-se a produção de bens de consumo. No acumulado de 2005, a produção industrial cresceu 4,5%, atingindo 20 dos 26 setores pesquisados, 55 dos 76 subsectores e todas as categorias de uso, uma vez mais se sobressaindo à produção de bens de consumo. Nos doze meses terminados em abril, a taxa de crescimento acumulada atingiu 7,5%, uma pequena queda em relação aos 7,6% registrados em março, com destaque para bens de consumo duráveis e bens de

capital, os quais cresceram 19,2% e 13%, respectivamente. Indicadores antecedentes e coincidentes da série sinalizam estabilidade da produção industrial em maio.

A acomodação no ritmo de crescimento no primeiro trimestre de 2005 foi mais visível nos componentes da demanda doméstica segundo as Contas Nacionais do IBGE. Houve reduções de 3% na formação bruta de capital fixo e de 0,6% no consumo das famílias, comparativamente ao quarto trimestre de 2004, após ajuste sazonal. Do ponto de vista do investimento, a queda se deu pelo segundo trimestre consecutivo, após cinco trimestres ininterruptos de taxas de crescimento elevadas a partir de meados de 2003. O consumo das famílias, por sua vez, apresentou retração após ter registrado variação positiva por seis trimestres consecutivos. As exportações de bens e serviços cresceram 3,5%, em volume, ao passo que as importações cresceram 2,3% em relação ao quarto trimestre de 2004. O crescimento das exportações líquidas confirmou o aumento, no período, da importância relativa da demanda externa como fator de sustentação do crescimento da economia neste ano. As vendas no comércio varejista recuaram 0,2% em abril, após terem apresentado crescimento em março e queda em fevereiro, segundo dados dessazonalizados do IBGE. Segundo o critério de médias móveis trimestrais, a trajetória de crescimento do volume de vendas, tal como a produção industrial, parece ter alcançado um patamar de acomodação nos últimos meses, após um período de forte crescimento desde meados de 2003.

Os níveis historicamente elevados de atividade têm se refletido no bom desempenho do mercado de trabalho nos últimos trimestres. De acordo com a PME do IBGE, a taxa de desemprego aberto esteve em 10,8% em março e em abril, a despeito do padrão sazonal sugerir crescimento do desemprego, recuando finalmente para 10,2% em maio. Esse número é 2 p.p. inferior ao registrado no mesmo mês de 2004. Em maio, o pessoal ocupado registrava expansão de 3,8% nas principais regiões metropolitanas do país, em comparação com o mesmo mês do ano passado. Segundo a PME, em maio de 2005 o rendimento habitual médio real das pessoas ocupadas foi igual ao estimado para o mesmo período do ano passado. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, a massa salarial real na indústria de transformação manteve-se estável em abril em relação a março, crescendo 8,7% relativamente a abril de 2004. O emprego formal, computado pelo MTE, também continua em trajetória de expansão. A geração de 266 mil novos postos de trabalho representou o maior crescimento da ocupação

para abril desde a criação da série. Em maio, o ritmo de contratações manteve-se alto, tendo sido criados 212 mil empregos. Com isso, a criação de empregos totalizou mais de 1,5 milhão de novas vagas em doze meses. Conforme destacado nos “Relatórios de Inflação” de março e de dezembro últimos, bem como nas Notas das últimas reuniões do Copom, esses desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho vêm representando uma fonte realimentadora para sustentar a expansão da produção e das vendas da indústria e do comércio varejista no agregado.

Os desenvolvimentos nas vendas e produção, que se encontram em níveis elevados, mas com acomodação no ritmo de expansão, estão refletidos no nível de utilização da capacidade instalada na indústria. Segundo dados da FGV, dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de utilização atingiu 84,47% em abril, representando uma ligeira redução em relação à taxa de 84,62% observada em janeiro passado. Segundo a CNI, em comparação a março, após ajuste sazonal efetuado pelo Banco Central, o nível de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação caiu 1,1p.p., alcançando 81,8% em abril.

Dados os elevados níveis da produção industrial e da utilização da capacidade instalada, torna-se fundamental acompanhar o desempenho dos investimentos para que se evite a emergência de pressões inflacionárias. Segundo o IBGE, em relação ao último trimestre de 2004, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) teve queda de 3% no primeiro trimestre de 2005 em relação ao último trimestre de 2004, e crescimento de 2,3% em relação ao primeiro trimestre de 2004. Estima-se que a absorção de bens de capital tenha registrado, em abril, expansão acumulada de 1,8% no ano em relação ao mesmo período no ano passado. Como mencionado anteriormente, o ritmo mais lento de crescimento registrado na margem reflete principalmente a acentuada queda nos investimentos em maquinário agrícola, além de bases de comparação consideravelmente mais elevadas, após a forte expansão dos investimentos observada ao longo de 2004, quando a taxa de crescimento dos investimentos alcançou o maior valor anual desde 1994. A produção de bens de capital, por sua vez, acumulou crescimento de 13% nos doze meses terminados em abril.

Como os investimentos apresentam correlação elevada com a capacidade instalada e, também, com uma defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil, o comportamento desses indicadores antecedentes sugere reversão da acomodação dos investimentos nos próximos meses. Até que essa reversão se concretize, permanecem

as incertezas mencionadas em Notas de reuniões recentes do Copom e em “Relatórios de Inflação” anteriores a respeito da velocidade de ampliação mais imediata da capacidade produtiva e da tendência de crescimento de longo prazo do produto potencial da economia. Mesmo com a acomodação do ritmo de crescimento, a política monetária deve seguir vigilante para assegurar que a expansão da demanda encontre, no lado da oferta, condições para expansão de produção sem pressão significativa sobre os preços.

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.

Os riscos para a dinâmica inflacionária identificados no “Relatório de Inflação” de março continuam presentes, com melhora tanto no quadro interno quanto no cenário externo. No cenário interno, os principais riscos residem na incerteza sobre a ampliação da capacidade produtiva da economia para atender ao aumento da demanda por bens e serviços e no comportamento das expectativas de inflação dos agentes privados. As incertezas mais relevantes no cenário externo dizem respeito ao recrudescimento da escalada do preço internacional do petróleo e aos desequilíbrios nas contas externas de algumas das principais economias mundiais.

Desde a divulgação do Relatório anterior, a economia continua mostrando sinais de expansão, mas, previsivelmente, em ritmo menos intenso se comparado ao de 2004. A acomodação registrada desde o último trimestre de 2004 marca a transição para um crescimento com taxas mais condizentes com o ritmo de expansão da capacidade produtiva, após a vigorosa expansão da atividade econômica iniciada no segundo trimestre de 2003. Com isso, eleva-se a probabilidade de que a expansão da demanda não venha a pressionar fortemente a inflação e prejudicar a recuperação da renda real do trabalho. À medida que se consolidam os efeitos sobre a inflação do processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004, é possível antever um cenário com aceleração progressiva do ritmo de expansão da economia, com o segundo trimestre de

2005 já apresentando um crescimento ligeiramente maior que o registrado no primeiro trimestre.

Conforme mencionado em Relatórios anteriores, a dinâmica de formação dos preços é afetada, entre outros fatores, por eventuais descompassos entre oferta e demanda agregadas. A análise dos dados trimestrais da FGV mostra uma pequena queda na utilização da capacidade média instalada da indústria entre janeiro e abril. Em termos setoriais, uma informação relevante para a avaliação do crescimento potencial da oferta agregada é o nível de utilização da capacidade no setor de bens de capital, segmento que vem operando recentemente em patamar elevado, comparativamente à média histórica. Como realçado anteriormente, a absorção de bens de capital indica que, apesar de permanecerem elevados os níveis agregados de utilização da capacidade, há margem para expansão da capacidade produtiva da economia em ritmo compatível com a minimização de riscos adicionais para a condução da política monetária.

As expectativas de inflação dos agentes privados, por sua vez, mesmo permanecendo em patamares ainda elevados em relação à trajetória de metas, começam a ser mais fortemente sensibilizadas por desenvolvimentos favoráveis, podendo contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias nos próximos meses. Após aumentarem significativamente a partir de março e alcançarem seu nível máximo em maio, as expectativas de inflação para 2005 têm se reduzido nas últimas semanas. As expectativas para 2006 continuam mostrando estabilidade. As expectativas para a inflação acumulada doze meses à frente, para as quais as projeções de inflação são sujeitas a menos incerteza do que as disponíveis para o ano calendário de 2006, dão sinais inequívocos de queda (ver boxe “Expectativas de Inflação para os Próximos Doze Meses”, páginas 107 e 108). Esses desenvolvimentos sugerem que a postura monetária adotada desde setembro de 2004, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, está contribuindo de forma importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Para que se obtenha a convergência da inflação para a trajetória de metas mediante o menor sacrifício possível do nível de atividade, é importante que as expectativas continuem convergindo para os níveis almejados de inflação.

A relevância dos preços industriais como risco latente para a inflação ao consumidor diminuiu desde o Relatório de março. Após forte alta em abril, o IPA industrial registrou deflação em maio, acumulando aumento de 1,34% em 2005. Essa menor variação reflete, em parte, a recente

apreciação cambial e a própria ação da política monetária, podendo ter efeitos benéficos sobre a variação futura dos preços ao consumidor. Da mesma forma, o IPA agrícola registrou em maio a terceira deflação no ano, com variação negativa acumulada de 0,23% em 2005. A intensidade com que as variações de preços no atacado serão transmitidas ao varejo irá depender, naturalmente, das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

Ao longo dos últimos meses, o Copom mencionou fatores específicos, entre as incertezas que normalmente cercam exercícios de projeção macroeconômica, que poderiam vir a prejudicar o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. No entanto, comparativamente ao cenário considerado no Relatório de março, o Copom identificou diminuição dos riscos internos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Tanto a inflação na margem como as projeções doze meses à frente corroboram essa análise. Os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação dos primeiros meses do ano, como nas projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. A atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta.

No âmbito externo, conforme mencionado anteriormente, embora os mercados financeiros internacionais tenham permanecido voláteis, houve melhora em relação ao cenário considerado no “Relatório de Inflação” de março. Parece ter havido uma absorção, ainda que parcial, dos choques associados à elevação da curva de juros dos títulos do Tesouro norte-americano e à reavaliação da qualidade do crédito de algumas grandes empresas nos Estados Unidos. Esses desenvolvimentos determinaram a reversão nos movimentos de alta no prêmio de risco-Brasil e de depreciação na taxa de câmbio. No entanto, as condições de liquidez e a estabilidade dos mercados continuam sujeitas ao quadro macroeconômico nos países industrializados, especialmente nos Estados Unidos, e à possível resposta da política monetária do Fed à sua evolução. Um fator de preocupação adicional está associado aos desequilíbrios nas contas externas de algumas das principais economias mundiais e à possibilidade de que eventuais ajustes em suas trajetórias determinem grandes flutuações cambiais. Apesar desse quadro, no qual há incertezas relevantes, o Copom continua atribuindo baixa

probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais.

Como mencionado acima, os preços internacionais do petróleo reverteram, nas últimas semanas, a trajetória de queda observada até meados de maio. As previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência das mudanças recentes de tendência, o que levou o Copom a manter em seu cenário básico a hipótese de não haver reajuste nos preços domésticos dos combustíveis em 2005. No entanto, no que diz respeito ao impacto dos preços internacionais sobre os preços domésticos, ainda que as elevações recentes não se traduzam em aumento no preço da gasolina, elas continuam representando um fator de risco para a trajetória futura da inflação por intermédio dos seus efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo, bem como sobre as expectativas dos agentes econômicos. Conforme ressaltado anteriormente, esse aspecto mais desfavorável do quadro externo passou a representar, na margem, um risco maior para a trajetória futura da inflação.

O cenário de referência considera uma variação de 7,3% para os preços administrados em 2005, valor 0,4 p.p. mais alto que os 6,9% previstos no Relatório de março. Com relação às projeções para gasolina e gás de botijão, estima-se, como anteriormente, reajuste de 0% para o acumulado em 2005. As projeções para os demais itens do grupo de preços administrados para 2005 contemplam reajustes de 8,6% para as tarifas de telefonia fixa e de 10,8% para as tarifas de energia elétrica residencial. A projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2006 foi revista para cima em 0,6 p.p., passando de 5,1% para 5,7%. A revisão deve-se ao fato de que alguns dos itens administrados, para os quais já se dispõe de maiores informações em função dos reajustes para 2005 já terem ocorrido, foram projetados individualmente. Para os demais itens, as projeções para 2006 continuam baseadas no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).

Ainda no cenário de referência, supõe-se a manutenção da taxa Selic em 19,75%, meta estabelecida pelo Copom na reunião de junho, além da taxa de câmbio constante em R\$2,47 por dólar norte-americano até o final de 2006. Esse procedimento de manutenção de juros e câmbio constantes é padrão nas simulações consideradas pelo

Copom, conforme mencionado em Relatórios de Inflação anteriores. O cenário de referência traçado é compatível com um *spread* para a taxa de *swap* pré-DI de seis meses de 19 p.b. para o último trimestre de 2005 e de 40 p.b. para o mesmo período de 2006.

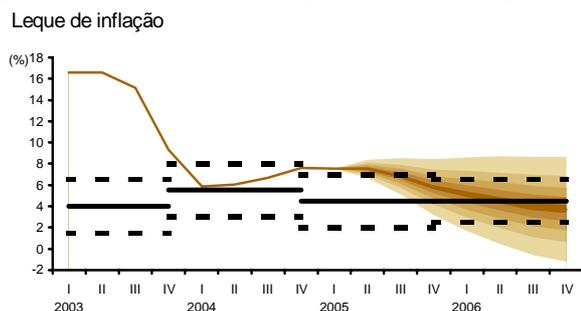
As boas condições do balanço de pagamentos refletem-se nas trajetórias das taxas de câmbio que caracterizam o cenário de mercado. Os valores estimados pelos analistas para a taxa de câmbio situaram-se em R\$2,64 por dólar norte-americano para o último trimestre de 2005 e em R\$2,84 por dólar norte-americano para o último trimestre de 2006, menores, em ambos os casos, que os constantes do último Relatório (R\$2,78/US\$ e R\$2,97/US\$, respectivamente). Ao mesmo tempo, os agentes privados reavaliaram a trajetória prevista para a política monetária, elevando suas projeções para a taxa Selic de 17,42% para 18,50% para o último trimestre de 2005, e de 15,13% para 15,60% para o último trimestre de 2006. Esses novos valores resultam em *spreads* projetados para o *swap* de 180 dias de 2 p.b. e -277 p.b. nos últimos trimestres de 2005 e 2006, respectivamente. No cenário de mercado, os aumentos esperados dos preços administrados situam-se em 8,3% para 2005 e em 6,4% para 2006.

Para a política fiscal, os resultados obtidos até maio de 2005 oferecem segurança adicional acerca do cumprimento das metas de superávit primário do setor público consolidado em 2005 e nos próximos dois anos.

6.3 Previsão de inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, utilizando as trajetórias de juros e câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado. No cenário de referência, supõe-se que a taxa de juros será mantida em 19,75% a.a., valor definido pelo Copom na reunião de 14 e 15 de junho último, e que a taxa de câmbio permanecerá constante em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,47 por dólar norte-americano). No cenário de mercado, que considera as expectativas dos agentes coletadas pela Gerin, a taxa básica de juros parte de uma média de 19,67% a.a. no terceiro trimestre de 2005 e reduz-se a partir de então, alcançando 18,50% a.a. no quarto trimestre de 2005 e 15,60% a.a. no final de 2006. A trajetória para a cotação do dólar norte-

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 19,75% a.a. (Cenário de referência)



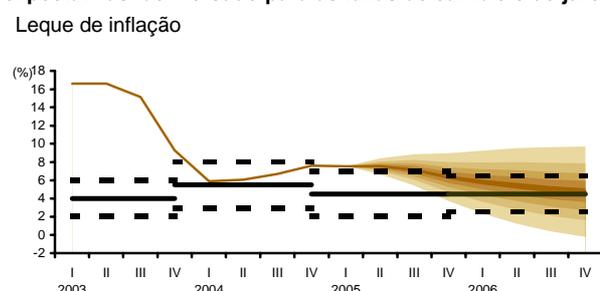
Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 19,75% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%	10%	30%	50%	
2005 2	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,5
2005 3	6,1	6,4	6,7	7,0	7,2	7,5	6,8
2005 4	4,7	5,2	5,6	6,0	6,4	6,9	5,8
2006 1	3,7	4,3	4,9	5,4	6,0	6,6	5,2
2006 2	2,9	3,6	4,3	4,9	5,5	6,3	4,6
2006 3	2,1	2,9	3,7	4,4	5,1	5,9	4,0
2006 4	1,7	2,6	3,4	4,1	4,9	5,8	3,7

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

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



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

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

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%	10%	30%	50%	
2005 2	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,5
2005 3	6,4	6,7	7,0	7,3	7,5	7,9	7,1
2005 4	5,3	5,7	6,1	6,5	7,0	7,4	6,3
2006 1	4,4	5,0	5,5	6,1	6,6	7,2	5,8
2006 2	3,7	4,4	5,1	5,7	6,4	7,1	5,4
2006 3	3,1	3,9	4,7	5,4	6,1	6,9	5,0
2006 4	2,7	3,6	4,4	5,1	5,9	6,8	4,7

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

1/ De acordo com a Gerin.

americano parte de uma média de R\$2,54 por dólar norte-americano no terceiro trimestre de 2005 e, depreciando-se, atinge R\$2,64 por dólar norte-americano e R\$2,84 por dólar norte-americano nos últimos trimestres de 2005 e 2006, respectivamente.

A previsão central associada ao cenário de referência mostra uma tendência de redução na inflação acumulada em quatro trimestres ao longo de 2005, partindo de 7,5% no segundo trimestre e fechando o ano em 5,8% – valor acima do objetivo de 5,1% adotado pelo Copom. Essa trajetória de redução da inflação está primordialmente associada aos efeitos defasados do processo de ajuste da taxa básica de juros conduzido pelo Copom desde a reunião de setembro de 2004. A evolução da projeção, colocada na Tabela 6.1, demonstra que a queda maior ocorre entre o terceiro e o quarto trimestres do ano, quando a inflação acumulada em quatro trimestres reduz-se em 1 p.p. (de 6,8% para 5,8%), graças à substituição da inflação do quarto trimestre de 2004 (2%) pela projeção de um valor menor (1,03%) no mesmo período de 2005. De acordo com o intervalo de confiança mostrado na tabela, a probabilidade de se superar o limite superior de tolerância para a meta de inflação de 2005 é de cerca de 23%, segundo o cenário de referência, valor ligeiramente menor que aquele apresentado no “Relatório de Inflação” de março, que era de 24%. A tendência de redução da inflação é igualmente verificada ao longo de 2006, quando a inflação acumulada em quatro trimestres inicia o ano em 5,2% e reduz-se até atingir 3,7% no último trimestre, fechando o ano, portanto, em valor abaixo do centro da meta para 2006.

O cenário de mercado, por embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, apresenta valores mais elevados para a taxa de inflação que o cenário de referência, e, portanto, mais distantes da trajetória das metas. As projeções para a inflação acumulada tanto em 2005 como em 2006, com valores de 6,3% e 4,7%, encontram-se acima do ponto central das respectivas metas. Tal como ocorre no cenário de referência, a inflação acumulada em quatro trimestres no cenário de mercado apresenta tendência de redução ao longo do tempo, embora em menor grau, dadas a redução na taxa Selic e a depreciação cambial esperadas pelo mercado. Por esse motivo, a probabilidade de se superar o limite superior da meta para a inflação em 2005 é maior no cenário de mercado – cerca de 34%. Essa probabilidade apresentou pequena elevação em relação à estimada no Relatório passado, que era de 33%.

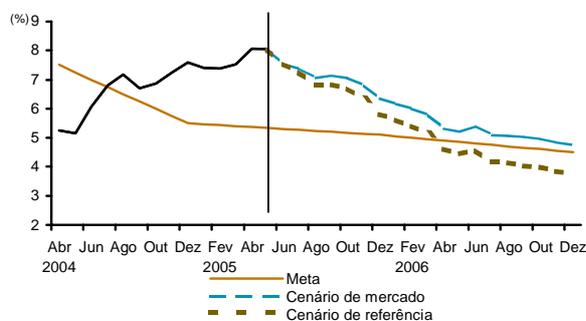
Como descrito na seção 6.2, o cenário de referência supõe inflação para o conjunto dos preços monitorados e administrados por contrato de 7,3% para 2005, ante os 8,3% embutidos no cenário de mercado. Para 2006, o cenário de referência supõe uma inflação acumulada de preços monitorados de 5,7%, como explicado acima, e o cenário de mercado, uma variação de 6,4%, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2005 I	7,5	7,5
2005 II	7,2	7,3
2005 III	6,5	6,9
2005 IV	5,5	6,1
2006 I	5,0	5,6
2006 II	4,6	5,3
2006 III	4,1	4,9
2006 IV	3,8	4,8

A comparação das trajetórias apresentadas neste "Relatório de Inflação" com aquelas divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções centrais estão reproduzidas na Tabela 6.3, mostra que houve aumento das projeções para a inflação acumulada para 2005 em ambos os cenários e ligeira redução para 2006. Em março, o cenário de referência e o cenário de mercado apontavam para uma redução gradual da inflação, fechando 2005 com valores acumulados de 5,5% e de 6,1%, respectivamente. Embora com trajetórias semelhantes às apresentadas no Relatório passado, as projeções atuais para a inflação acumulada em 2005 (5,8% no cenário de referência e 6,3% no cenário de mercado) aumentaram 0,3 p.p. no cenário de referência e 0,2 p.p. no cenário de mercado. Esse aumento decorre, em especial, de duas fontes: i) uma inflação, nos últimos três meses, acima do previsto no Relatório de março; e ii) a revisão para cima dos reajustes de preços administrados para o ano, a qual mais do que compensou os efeitos do aumento dos juros reais e da apreciação cambial sobre a projeção de inflação. Em relação à inflação acumulada para 2006, houve redução de 0,1 p.p. nas projeções do cenário de referência e do cenário de mercado, fundamentalmente devido aos efeitos sobre as projeções de inflação dos juros reais mais elevados e da taxa de câmbio nominal mais apreciada, que mais do que compensaram a revisão para cima das projeções de reajustes de preços administrados para esse ano.

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



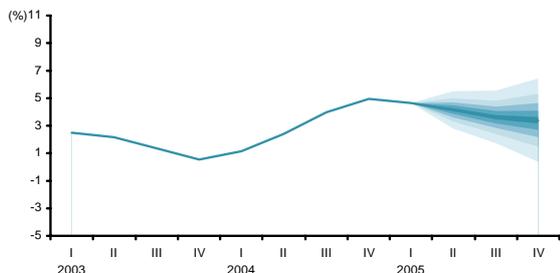
O Gráfico 6.4 mostra a evolução da inflação acumulada nos últimos doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado deste Relatório, juntamente com a trajetória interpolada das metas de 2003 e de 2004, do objetivo de 5,1% adotado pelo Banco Central para a inflação de 2005 e da meta para 2006. Até maio de 2005, os valores referem-se à inflação ocorrida nos últimos doze meses. A partir de junho, as trajetórias são construídas pela acumulação da inflação ocorrida até maio com as projeções a partir desse mês. Por exemplo, a projeção para dezembro de 2005 incorpora a inflação verificada nos cinco primeiros meses do ano mais a inflação projetada para os meses restantes do ano. Segundo o cenário de referência, tal como no "Relatório de Inflação" de março, a inflação

acumulada encontra-se acima da trajetória das metas até o início de 2006, situando-se abaixo dessa trajetória apenas a partir do segundo trimestre do ano. No cenário de mercado, embora com comportamento descendente, a inflação acumulada situa-se acima da trajetória das metas até o final de 2006.

Gráfico 6.5 – Variação do PIB com juros fixos em 19,75% a.a.

Cenário de referência

Leque do produto



Apresenta-se também, 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. Afinal, o modelo usado nas projeções trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – e, além disso, o cálculo do nível do produto é mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2005 é de 3,4%, 0,6 p.p. menor do que o valor projetado no “Relatório de Inflação” de março, pelas razões apontadas no boxe “Perspectivas para o PIB em 2005”, no capítulo 1 deste Relatório.

Expectativas de Inflação para os Próximos Doze Meses

Gráfico 1 – IPCA – Mediana das expectativas para os próximos doze meses



O período de cálculo das expectativas de inflação para os próximos doze meses, publicadas toda segunda-feira no “Relatório de Mercado”, altera-se automaticamente cada vez que se torna conhecido um índice de preços mensal. Nessas ocasiões, o período de cálculo avança um mês no calendário, com a retirada do mês para o qual o índice efetivo tenha sido publicado e a inclusão do mês equivalente do ano seguinte. Dessa forma, a série de expectativas de inflação para os próximos doze meses apresenta, tipicamente, degraus (exatamente nos dias de publicação das taxas de inflação), em função da diferença entre as expectativas do mês que entra e do mês que sai, como se observa no Gráfico 1, referente à mediana das expectativas para o IPCA.

Uma alternativa para minorar o efeito dos degraus sobre a tendência das expectativas de inflação para os próximos doze meses é, em cada período entre o dia da publicação do índice de preço do mês e o dia anterior à publicação do próximo índice, agregar-se à projeção de doze meses a diferença entre a expectativa da variação do índice para o 13º mês à frente (que será o próximo a entrar no cálculo da variação em doze meses) e a expectativa da variação do índice do mês que sairá do cálculo, ponderada pelo número de dias transcorridos no período. Assim, a expectativa suavizada para os próximos doze meses seria:

$$E'_{12m}(d) = \left(\left(1 + \frac{E_{12m}(d)}{100} \right) * \left(1 + \frac{E_{m13}(d)}{100} \right) / \left(1 + \frac{E_{m1}(d)}{100} \right) \right)^{(ndt / ndp)} - 1 * 100$$

Onde, para o período entre o dia da publicação do último índice até o dia anterior à publicação do próximo índice, para cada instituição participante da pesquisa:

Gráfico 2 – IPCA – Mediana das expectativas para os próximos doze meses



Gráfico 3 – IGP-DI – Mediana das expectativas para os próximos doze meses



Gráfico 4 – IGP-M – Mediana das expectativas para os próximos doze meses



Gráfico 5 – IPC-Fipe – Mediana das expectativas para os próximos doze meses



d : dia corrente;

$E'_{12m}(d)$: expectativa suavizada da variação da inflação nos próximos doze meses;

$E_{12m}(d)$: expectativa da variação da inflação nos próximos doze meses;

ndp : número total de dias no período;

ndt : número de dias transcorridos no período,

$ndt = 1, 2, \dots, ndp$;

$E_{m13}(d)$: expectativa, em d , da variação da inflação no 13º mês à frente;

$E_{m1}(d)$: expectativa, em d , da variação da inflação no 1º mês à frente.

No caso de diferença positiva entre a mediana/média das expectativas do 13º mês à frente e a do 1º mês à frente, as expectativas suavizadas para os próximos doze meses serão alteradas positivamente e proporcionalmente ao número de dias decorridos no período entre divulgações do índice. À medida que nos aproximamos da próxima divulgação do resultado da taxa de inflação, agregase mais informação (ponderada) relativa à expectativa do mês que irá entrar no cálculo do acumulado em doze meses. O resultado é uma série suavizada, com uma clara tendência subjacente, sem a ocorrência de “degraus” como os da série original, como mostra o gráfico ao lado, relativo à mediana das expectativas para o IPCA.

O mesmo exercício efetuado para o IGP, para o IGP-M e para o IPC-Fipe conduz aos resultados mostrados ao lado.

A Experiência Internacional de Metas para a Inflação

Este boxe procura descrever a experiência internacional do sistema de metas para a inflação com o objetivo de permitir, pela comparação com outros países, uma melhor avaliação do caso brasileiro.

Com a quebra do arranjo financeiro internacional de Bretton Woods e as crises do petróleo da década de 70, os bancos centrais do mundo foram levados a buscar novas formas de implementação da política monetária para garantir de maneira eficaz a estabilidade de preços. Em dezembro de 1989, o Parlamento da Nova Zelândia aprovou a introdução do sistema de metas para a inflação. A experiência neozelandesa já continha, desde o princípio, as três principais características do novo regime de condução de política monetária, a saber: 1) definição de meta numérica de inflação a ser perseguida; 2) um horizonte temporal para o cumprimento da meta; e 3) o compromisso do Banco Central na avaliação e no cumprimento da meta. Essas três características permitem que os agentes econômicos e a população em geral tenham um fácil entendimento dos objetivos e dos instrumentos de política monetária, reduzindo em muito os custos de sua aplicação.

Desde sua introdução na Nova Zelândia em 1990 até hoje, 22 países adotaram explicitamente o sistema de metas para a inflação: Chile e Canadá em 1991; Israel e Inglaterra em 1992; Austrália, Finlândia e Suécia em 1993; México e Espanha em 1995; República Checa e Coreia em 1998; Brasil, Colômbia e Polônia em 1999; África do Sul e Tailândia em 2000; Islândia, Hungria e Noruega em 2001; e Peru e Filipinas em 2002. Com pequenas variações, a União Européia e a Suíça adotaram o regime de metas em 1998 e 2000, respectivamente. Em 2002,

a Turquia ingressou em um período de transição para o novo sistema, que deve ser adotado explicitamente no início de 2006. Além desses casos, 39 outros países avaliam a implementação do sistema de metas como mecanismo para a condução da política monetária.

Uma questão essencial no sistema de metas é a definição da medida de inflação a ser utilizada: um índice de preços ao consumidor, que pode apresentar muita volatilidade e introduzir dificuldade adicional às decisões de política monetária, ou um núcleo com expurgo da variação de preços muito voláteis, que pode gerar menor confiança da sociedade quanto ao cumprimento da meta.

Nas experiências pioneiras do sistema, havia uma tendência majoritária a favor da adoção de um núcleo como meta de inflação. Mais recentemente, com o objetivo de tornar a política monetária mais transparente, as novas experiências com o regime de metas tenderam a empregar índices cheios de preços ao consumidor. Mesmo alguns países que inicialmente haviam optado pelo núcleo migraram para a utilização do índice cheio, como Nova Zelândia, Canadá, Austrália e República Checa. Atualmente, apenas África do Sul, Coreia e Tailândia utilizam algum tipo de núcleo para a inflação. Os demais países empregam a medida usual de índice de preços ao consumidor.

Na definição da meta numérica, a maioria dos países optou por uma meta pontual com um intervalo de tolerância, por exemplo: um centro da meta em 2% com tolerância de mais ou menos um ponto percentual. Outros países adotaram um intervalo, perseguindo, por exemplo, uma meta de inflação entre 1% e 3% ou uma inflação abaixo de 2%.

Alguns países implementaram o sistema de metas em um ambiente de inflação alta, aproveitando o regime para forçar a redução da inflação com a introdução de metas declinantes ao longo do tempo. Outros países, por sua vez, decidiram utilizar metas fixas desde a introdução do sistema. Entre os países que adotaram metas declinantes se encontram Brasil, Chile, Colômbia, Israel, México, Polônia, República Checa, Coreia, Hungria e Turquia. Hoje, a maioria dos países utiliza metas para inflação entre 1% e 3%, independentemente do intervalo de tolerância. Constituem exceção a essa regra a África do Sul (3%

a 6%), Brasil ($4.5\% \pm 2,5$)¹, Colômbia ($5\% \pm 0.5$), República Checa (2% a 4%), República da Coreia (2,5% a 3,5%), Filipinas (4% a 5%), Hungria ($4\% \pm 1$), Tailândia (0% a 3,5%) e Turquia (8%).

Alguns países assumiram metas anuais para a inflação; outros, metas de médio prazo e os demais, metas para período indefinido. De modo geral, países que introduziram o sistema de metas em um ambiente de inflação mais alta tenderam a adotar metas anuais, escolha que proporciona vantagens evidentes para o processo de desinflação. À medida que os índices de inflação foram se estabilizando em níveis desejáveis, a maioria desses países optou por alongar o horizonte da meta. Foi a decisão adotada por Chile, Colômbia, República da Coreia, Israel, México, Polônia e República Checa.

Atualmente, Austrália, Canadá, Chile, Noruega, Polônia, República da Coreia e União Européia definem uma meta para horizonte de médio prazo, em consonância com seus ciclos econômicos. África do Sul, Islândia, Israel, México, Nova Zelândia, Peru, Reino Unido, República Checa, Suécia, Suíça e Tailândia empregam uma meta para horizonte indefinido, enquanto Brasil, Colômbia, Filipinas, Hungria e Turquia mantêm metas anuais.

Inicialmente, a maior parte dos países realizava a checagem do cumprimento da meta no em dezembro de cada ano. É o que ainda fazem Brasil, Colômbia, Hungria, Peru, República Checa e Turquia. Concomitantemente ao alongamento do horizonte da meta, houve uma tendência de migração para a avaliação contínua do cumprimento das metas. A literatura internacional indica que o uso de checagem contínua pode favorecer a credibilidade da política monetária. Aliada à percepção de que a política monetária leva, em média, de 6 a 12 meses para produzir efeitos sobre a economia, essa evidência teórica tem justificado a adoção de checagem contínua pela maioria dos países.

Alguns países impõem exigências legais ao Banco Central na hipótese de não-cumprimento das metas, tais como Brasil, Islândia, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido e Tailândia. Nesses

1/ A partir de 2006, o intervalo de tolerância do Brasil é de 2%.

países, o Banco Central deverá apresentar relatório público contendo as razões do não-cumprimento da meta, os recursos para a recondução da inflação à meta e a definição do período em que se dará esse retorno. Excepcionalmente, em caso de choques de ofertas relevantes e catástrofes naturais, alguns países como Filipinas, República Checa e Suíça admitem o não-cumprimento da meta em caráter temporário, mecanismo conhecido como cláusulas de exceção.

Anexo

Notas da 106ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 15 e 16/3/2005

Local: Sala de reuniões do 8º andar (15/3) e do 20º andar (16/3) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h29 (15/3) e 16h43 (16/3)

Horário de término: 18h53 (15/3) e 19h3 (16/3)

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
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 15)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
André Minella – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 16)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
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
Renato Jansson Rosek – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 15)

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

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. A inflação manteve-se em patamar elevado em fevereiro como decorrência, principalmente, dos aumentos pontuais de preços em itens cujos impactos sobrepuaram-se aos efeitos da desaceleração que abrangeu a maior parte dos componentes dos índices, no período. Relativamente ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), prevaleceu a pressão sazonal exercida pelos reajustes dos preços da educação. No atacado, a despeito do arrefecimento nos preços industriais, predominaram sobre o comportamento dos índices as acentuadas elevações em itens dos produtos agrícolas, em particular dos hortifrutigranjeiros.

2. O IPCA variou 0,59% em fevereiro, ante 0,58% no mês anterior. Com esse resultado, a variação

acumulada em doze meses atingiu 7,39%, comparativamente a 7,41% em janeiro. O conjunto dos preços livres considerados no cálculo do IPCA aumentou 0,77% em fevereiro, frente a 0,61% no mês anterior, respondendo por 0,54 p.p. da variação mensal do índice. Além do efeito da variação dos preços da educação, cuja contribuição para a variação no mês atingiu 0,25 p.p., destacou-se a alta de 6,4% dos alimentos *in natura*, responsável por 0,09 p.p. do resultado no período. Devido a essa elevação, os alimentos, em seu conjunto, ficaram 0,49% mais caros em fevereiro, a despeito da desaceleração nos preços de importantes produtos da cesta básica. Os preços monitorados e administrados por contrato variaram 0,16%.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou variação de 0,4% em fevereiro, ante 0,33% no mês anterior, acumulando aumento de 10,86% em doze meses. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) aumentou 0,43% no mês, após alta de 0,85% em janeiro, quando captou a maior parte do impacto sazonal do reajuste relativo à educação. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) atingiu 0,44% em fevereiro, desacelerando em relação à variação de 0,75% observada no mês anterior, dada a ausência de reajuste na mão-de-obra no período. A variação do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) subiu de 0,08% em janeiro para 0,39% em fevereiro, acumulando 12,74% em doze meses.

4. A aceleração do IPA-DI em fevereiro refletiu, sobretudo, o aumento de 1,28% nos preços agrícolas no período, comparativamente à queda de 0,63% no mês anterior. Nesse grupo, apesar das quedas nos preços de aves, soja, suínos, feijão e bovinos, prevaleceram as acentuadas elevações observadas nos preços de ovos, 26,3%, de legumes e frutas, 13,6%, e de café em coco, 9,1%. Quanto à evolução dos preços industriais, registrou-se alta de 0,08% em fevereiro, ante 0,33% em janeiro, arrefecimento que refletiu a desaceleração na maior parte dos preços dos gêneros industriais. Considerando o Índice de Preços por Atacado (IPA) segundo os estágios de processamento, verificou-se, de janeiro para fevereiro, aceleração na elevação dos preços de bens finais, particularmente alimentos *in natura*, e de bens intermediários, enquanto a queda nos preços das

matérias-primas brutas mostrou-se mais intensa em fevereiro, -1,1%, ante -0,64% em janeiro.

5. Os núcleos de inflação para o IPCA, obtidos pelo método das médias aparadas, recuaram em fevereiro. O núcleo com suavização situou-se em 0,6%, comparativamente a 0,66% no mês anterior, e totalizou 7,58% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,59% em janeiro para 0,43% em fevereiro, com aumento de 6,5% em doze meses.

6. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados refletiu os efeitos da elevada contribuição do item educação no mês, alcançando 0,93% em fevereiro, ante 0,56% em janeiro, acumulando 7,78% em doze meses. Ressalte-se que, sem a contribuição desse item, o núcleo por exclusão teria ficado em 0,5% no mês.

7. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,36% em fevereiro, ante 0,61% em janeiro, totalizando alta de 5,72% em doze meses.

8. O índice de difusão do IPCA mostrou redução no número de itens que registraram variações positivas em fevereiro, após quatro meses consecutivos em alta, situando-se em 64,6%, ante 73,6% em janeiro e 68% em dezembro e 67,6% em novembro.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) as projeções para os reajustes totais nos preços da gasolina e de gás de botijão para 2005 foram mantidas em valor igual ao da reunião anterior: 0%;

b) quanto às tarifas de telefonia fixa e energia elétrica residencial, as projeções de reajustes para todo o ano de 2005 foram mantidas em valores iguais aos da reunião de fevereiro, 8,7% e 9,5%, respectivamente;

c) considerando o total de itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 29,6% no IPCA de fevereiro, a projeção foi alterada de 6,7% para 6,9% para o acumulado em 2005;

d) em relação à projeção de reajuste do conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados para 2006, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, não houve alteração, permanecendo em 5,1%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 19 p.b. no primeiro trimestre de 2005 e alcança 46 p.b. no último trimestre de 2006.

10. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2005 e em 2006. 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 18,75% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,70), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima do objetivo de 5,1% para 2005, mas abaixo do centro da meta em 2006. 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 (Gerin) do Banco Central do Brasil, as projeções se encontram acima do objetivo de 5,1% para 2005 e acima da meta de 4,5% para 2006.

Implementação da Política Monetária

12. A variação do IPCA de 0,59% em fevereiro foi praticamente igual à registrada em janeiro, e só não foi menor por conta de fatores sazonais, em particular, pelo reajuste anual das mensalidades escolares,

concentrado no mês. De fato, o item educação subiu 5,28%, contribuindo com 0,25 p.p. do aumento do IPCA em fevereiro. Além disso, os alimentos *in natura* apresentaram aumento de 6,39%, por força de fatores climáticos, contribuindo também para a permanência da taxa mensal no mesmo patamar que no mês anterior. Como resultado, os preços dos bens não-comercializáveis aumentaram 1,68%, em contraste com os bens comercializáveis e monitorados, cujos preços subiram 0,06% e 0,16%, respectivamente. Apesar da manutenção da inflação mensal no mesmo nível que em janeiro, reduziu-se em fevereiro o número de itens no índice que tiveram incremento de preços, revertendo a tendência registrada por esse indicador em meses recentes.

13. A inflação medida pelo IGP-DI registrou ligeira aceleração em fevereiro, subindo para 0,40%, após dois meses consecutivos de desaceleração. O aumento da inflação do IPA, de 0,08% em janeiro para 0,39% em fevereiro, decorreu de forte pressão dos preços dos produtos agrícolas. O IPA produtos agrícolas aumentou 1,28% em fevereiro, sofrendo efeito de condições climáticas adversas e contrariando a expectativa de que a sazonalidade positiva dos alimentos pudesse estar se antecipando em relação a anos anteriores. Esse comportamento poderá ser reforçado nos próximos meses pelos reflexos da alta recente dos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional. O IPA de produtos industriais, por sua vez, manteve a trajetória de desaceleração observada desde dezembro e registrou variação de apenas 0,08% em fevereiro, acumulando um aumento de 0,79% nos três últimos meses. A menor variação em meses recentes reflete, em parte, a apreciação cambial observada no período e a própria ação da política monetária, podendo ter efeitos benéficos sobre a variação futura dos preços ao consumidor. A intensidade desses repasses dependerá, naturalmente, das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

14. A concentração da pressão inflacionária em um menor número de itens contribuiu para que os núcleos por médias aparadas com e sem suavização voltassem a se desacelerar, invertendo a trajetória observada até dezembro. Por sua vez, o núcleo do IPCA por exclusão de itens monitorados e alimentos no domicílio

registrou aceleração em fevereiro, em virtude do aumento localizado nas mensalidades escolares, cujo impacto é naturalmente ainda maior sobre o núcleo por exclusão do que sobre o IPCA pleno. Caso sua contribuição fosse expurgada do índice por exclusão, essa medida da inflação subjacente teria mostrado desaceleração entre janeiro e fevereiro.

15. A forte expansão econômica ao longo de 2004 foi confirmada pelo crescimento de 5,2% do PIB, a maior taxa dos últimos dez anos. O consumo das famílias apresentou um crescimento de 4,3%, a maior taxa anual desde 1995. A formação bruta de capital fixo aumentou 10,9%, o que representa a maior elevação desde 1994. Considerando o último trimestre de 2004, o consumo das famílias cresceu 1,3% em relação ao trimestre anterior, e a formação bruta de capital fixa teve queda de 3,9% (dados dessazonalizados). No entanto, em virtude do forte crescimento observado nos trimestres anteriores, especialmente no terceiro trimestre, quando se atingiu uma taxa de 6,8%, a queda da formação de capital no quarto trimestre pode refletir apenas um ajuste temporário, compatível com a volatilidade característica dos dados de investimento. O PIB, por sua vez, cresceu 0,4% no último trimestre. Dado o crescimento vigoroso da atividade registrado em trimestres anteriores, essa acomodação era esperada e é consistente com um cenário de manutenção, em bases sustentadas, da trajetória de expansão iniciada no segundo semestre de 2003. Conforme destacado em Notas de reuniões passadas do Copom, é natural que, em seguida ao impulso inicial mais vigoroso que marca a retomada da atividade, o processo de crescimento tenda a convergir para taxas mais condizentes com o ritmo de expansão da capacidade produtiva.

16. Nos últimos meses, a economia continua mostrando sinais de expansão, mas, previsivelmente, em um ritmo menos intenso do que o registrado ao longo de 2004. Embora a produção industrial tenha recuado 0,5% em janeiro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), esse resultado refletiu uma desaceleração inferior às expectativas dos analistas e não indica tendência de queda do nível da produção industrial. Considerada a média móvel trimestral, a produção tem se mantido

estável nos últimos meses, em patamar superior aos níveis já elevados de meados de 2004. A produção em janeiro situou-se 5,9% acima do nível do mesmo mês do ano passado. Nos doze meses acumulados até janeiro, a produção industrial continua registrando taxa de crescimento elevada, de 8,5% em relação aos doze meses anteriores. Indicadores antecedentes e coincidentes sinalizam aumento da produção industrial em fevereiro.

17. Considerando-se a composição da atividade industrial, a produção de bens de consumo não duráveis e semiduráveis expandiu-se em 3,7% em janeiro. Esse foi o terceiro mês consecutivo de crescimento dessa categoria em relação ao mês imediatamente anterior. Entre novembro de 2004 e janeiro de 2005, a expansão dessa categoria alcançou 7,4%. Os demais setores mostraram recuo em janeiro em relação a dezembro. Conforme destacado nas Notas das reuniões passadas do Copom, esse desempenho ratifica a tendência recente de mudança na composição da atividade na economia, com o crescimento econômico passando a ser sustentado cada vez mais pelos setores mais dependentes da renda. A suavização das séries pelo uso de médias móveis trimestrais indica que os bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostram expansão a taxas crescentes nos meses recentes, enquanto as demais categorias apresentam estabilidade ou pequena retração.

18. O comportamento recente do mercado de trabalho também sugere estar em curso um ciclo econômico crescentemente impulsionado pelo crescimento da renda. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, a taxa de desocupação subiu para 10,2% em janeiro, seguindo o padrão sazonal típico de reversão em relação à taxa do final do ano. A taxa de janeiro situou-se, porém, em nível inferior aos 11,7% observados no mesmo mês em 2004. O número de ocupados reduziu-se em janeiro, mas, ainda assim, a massa salarial registrou aumento. Na indústria de transformação, o nível de emprego voltou a apresentar crescimento em janeiro, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dando prosseguimento à trajetória ascendente seguida pelo emprego desde dezembro de 2003. A massa salarial real na indústria registrou ligeira acomodação, permanecendo, porém, 10,4% acima do registrado em janeiro de 2004.

19. O patamar de vendas no comércio apresentou expressivo aumento nos últimos meses. A queda de 0,3% registrada nas vendas no varejo na Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, segundo dados dessazonalizados pelo Banco Central, é pouco significativa se considerarmos que ela ocorre logo após as vendas terem crescido 3,8% em dezembro, na comparação com o mês anterior. A média móvel trimestral revela, de fato, expansão de 1,3% no mês, pouco inferior à observada em dezembro. Os itens mais dependentes da renda e do emprego têm apresentado o crescimento mais intenso. Considerando-se a média móvel de três meses, o grupo hiper e supermercados continua em trajetória acentuada de crescimento, iniciada em meados de 2004. Mais recentemente, em dezembro e janeiro, o grupo tecidos, vestuários e calçados também apresentou forte crescimento. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) medido pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) apresentou pequena queda em março em relação a fevereiro, mas continua em níveis recordes em relação ao histórico anterior da série. Além disso, as operações de crédito com recursos livres cresceram 2,5% em fevereiro em relação a janeiro. Esses indicadores, juntamente com os referentes à evolução do emprego e da renda, sugerem que as vendas deverão permanecer em trajetória de crescimento.

20. Conforme destacado repetidamente nas Notas das últimas reuniões do Copom, em função da forte expansão na atividade desde o fim de 2003, um foco importante de preocupação em relação à dinâmica prospectiva da inflação continua sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres. A esse respeito, note-se que a utilização da capacidade instalada, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, registrou acomodação em janeiro, decrescendo 0,3% em relação a dezembro, mas ainda se encontra em patamares elevados historicamente, de 82,6%.

21. No comércio exterior, os superávits expressivos foram mantidos em fevereiro, e as perspectivas para o ano continuam bastante favoráveis. As exportações e as importações continuaram a expandir-se a taxas elevadas nos dois primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior. No acumulado de doze meses até fevereiro de 2005, as exportações cresceram 33,9% em termos de valor, em relação

aos doze meses anteriores. No mesmo critério de comparação, as importações vêm respondendo à forte expansão na demanda doméstica com incremento de 33,5%. O saldo comercial totalizou US\$35,1 bilhões nos últimos doze meses, o que representa uma expansão de 34,6% em relação aos doze meses encerrados em fevereiro de 2004. Em termos de volume, na comparação de janeiro de 2005 com o mesmo mês do ano anterior, as exportações de manufaturados continuaram sendo o item de maior taxa de crescimento, enquanto os bens de capital foram os maiores destaques no lado das importações. O bom desempenho dos saldos comerciais proporcionou superávit em transações correntes de US\$11,7 bilhões no período de doze meses encerrado em fevereiro, equivalente a 1,9% do PIB. Há sinais, portanto, de que a demanda externa continua contribuindo para a expansão da economia.

22. As condições dos mercados internacionais de capitais deterioraram-se desde a última reunião do Copom. Nos Estados Unidos, a maior preocupação com a inflação manifestada pelo *Federal Reserve* (Fed) e comentários de seus dirigentes sobre a adequação do apreçamento dos títulos norte-americanos de longo prazo provocaram uma elevação da curva futura de juros desses títulos, com repercussões sobre as economias emergentes. O risco-Brasil aumentou e, acompanhando o movimento observado em várias outras moedas de economias emergentes, a taxa de câmbio no Brasil depreciou-se. Conforme destacado nas Notas das reuniões passadas do Copom, a farta disponibilidade de liquidez internacional e a estabilidade dos mercados continuam condicionadas ao quadro macroeconômico nos países industrializados, especialmente nos Estados Unidos, e à possível resposta da política monetária do FED à sua evolução. Apesar da volatilidade verificada nas últimas semanas, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais em função de mudanças abruptas na condução da política monetária norte-americana.

23. Os preços internacionais do petróleo voltaram a subir de forma quase contínua desde a segunda semana de fevereiro, atingindo recentemente níveis superiores aos alcançados em outubro passado. O comportamento dos preços reflete informações

acerca das condições de demanda e do estoque disponível de petróleo nos principais países consumidores – em especial, em virtude de condições climáticas no hemisfério norte – assim como possíveis restrições na oferta por parte dos países produtores. Com o aumento nos preços do petróleo, os preços internacionais da gasolina voltaram a situar-se acima dos preços praticados no mercado doméstico. A persistência desses patamares elevados no futuro continua cercada de um grau razoável de incerteza, que levou o Copom a manter em seu cenário básico a hipótese de que não haverá reajuste nos preços domésticos dos combustíveis em 2005. No entanto, é importante assinalar que esse quadro externo mais desfavorável passou a representar um risco maior para a trajetória futura da inflação do que havia sido avaliado na reunião de fevereiro do Copom. Como ressaltado em ocasiões anteriores, ainda que essa escalada recente não se traduza em aumento doméstico no preço da gasolina, ela tem efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo e sobre as expectativas dos agentes econômicos.

24. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2005 apresentou aumento, passando de 5,72% para 5,77%. Conforme destacado nas Notas das últimas reuniões do Copom, as expectativas para a inflação de 2005 foram pouco sensibilizadas, nos últimos meses, por desenvolvimentos favoráveis que poderiam contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias, tais como os sinais de desaceleração no ritmo de crescimento da economia, a queda nos preços industriais no atacado, a reavaliação das expectativas de mercado para a trajetória da taxa de câmbio e a postura mais restritiva de política monetária. O crescimento marginal da expectativa para 2005, contudo, está ligado principalmente a reajustes de alguns preços administrados em valor maior do que o esperado, como foi o caso do item ônibus urbano, e à evolução menos favorável do cenário internacional. Entretanto, as expectativas para a inflação doze meses à frente e para 2006 permanecem estáveis, sugerindo que a postura monetária mais restritiva tem evitado que as pressões inflacionárias de curto prazo se propaguem para horizontes mais longos.

25. A projeção de inflação do cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 18,75% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,70 ao longo de todo o horizonte de projeção, apresentou elevação em relação à reunião anterior do Copom, situando-se, portanto, acima do objetivo de 5,1% para o ano. Essa deterioração deveu-se a uma conjunção de fatores, entre os quais a ocorrência de uma inflação maior do que a prevista em fevereiro, a atualização da medida do hiato do produto pela incorporação dos dados das Contas Nacionais do quarto trimestre de 2004, a depreciação do câmbio entre as reuniões de fevereiro e março e a revisão das projeções para preços administrados. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorporam as trajetórias de câmbio e da taxa Selic esperadas pelo mercado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência, e recuaram em relação ao mês anterior, devido à menor depreciação cambial projetada e à expectativa de uma curva de juros mais elevada. Para 2006, houve uma melhora na margem nas projeções, estando a do cenário de referência abaixo e a do cenário de mercado acima da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. A melhora da projeção para 2006 deve-se ao maior prazo para que se consolidem os efeitos da postura de política monetária adotada desde setembro de 2004 e também ao fato de que os fatores que puxaram a previsão da inflação para 2005 se concentram mais acentuadamente no primeiro trimestre deste ano.

26. O Copom também considerou as projeções de inflação para horizontes situados entre dezembro de 2005 e dezembro de 2006, como os períodos de doze meses que se encerram em março de 2006, junho de 2006 e setembro de 2006. Trata-se de horizontes cujos resultados serão mais sensíveis às decisões correntes de política monetária do que os do ano calendário de 2005, sendo, ao mesmo tempo, períodos cobertos por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis para o ano calendário de 2006. A projeção do cenário de referência para o período de doze meses que se encerra em março de 2006 encontra-se levemente acima do seu valor na trajetória de metas obtida pela interpolação do objetivo de inflação de 5,1% para 2005 e da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para 2006. Já as projeções do cenário de referência para os períodos de doze meses que se encerram em junho de 2006 e em setembro de

2006 se encontram abaixo dos valores na trajetória de metas que dizem respeito a esses mesmos períodos.

27. Tal como na reunião de fevereiro, o Comitê considera que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados mais favoráveis da inflação no início do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. A atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação.

28. Por outro lado, a existência de alguns focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração recente no cenário externo, com nova escalada nos preços do petróleo e maior incerteza acerca da condução da política monetária norte-americana, aumentaram os riscos a que estão sujeitas as perspectivas de convergência da inflação para a trajetória de metas, em relação ao que havia sido avaliado pelo Comitê na reunião de fevereiro.

29. 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. A elevação dos riscos para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma maior incerteza determinada por fatores de risco que, em função de suas características, poderão se reverter em breve, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. Cabe à política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante para evitar que pressões detectadas em horizontes mais curtos se propaguem para horizontes mais longos.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,25% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004. Como ressaltado também nas Notas

da reunião de fevereiro, é necessário que a Autoridade Monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê.

31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 19 de abril de 2005 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 12.631, de 29.10.2004.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade Econômica

32. O volume de vendas do comércio varejista registrou queda de 0,3% em janeiro, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. Todas as atividades que integram o índice geral de vendas mostraram decréscimo no período, mas o recuo mais acentuado, de 2,6%, foi observado no segmento de automóveis, motos e partes, que não integra a composição do índice geral. Ressalte-se que, apesar da variação negativa, o resultado do comércio geral mostrou-se favorável, tendo em vista a acentuada expansão nas vendas registrada em dezembro, 3,8%. Assim, o desempenho de janeiro evidenciou a manutenção da atividade varejista em patamar elevado, ainda que mostrando acomodação na tendência de crescimento. O setor registrou expansão de 9,25% nos últimos doze meses.

33. Para fevereiro, depois de seguidas altas nos últimos meses, dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram quedas de 1% no número de consultas para compras a crédito e de 1,2% nas consultas ao sistema Usecheque, em comparação ao observado no mês anterior, após ajuste sazonal. Esse resultado também sugere a acomodação na expansão das vendas no início de 2005. No ano, até fevereiro, comparativamente ao mesmo período de 2004, esses indicadores mostraram aumentos de 6,7% e 5%, respectivamente.

34. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou, em março, declínio mensal de 0,6% no ICC, indicador que havia registrado patamar recorde no mês anterior. A

variação do mês foi resultado do recuo de 1,4% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que suplantou o aumento de 0,8% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea). Note-se que o Icea atingiu patamar recorde em fevereiro, de 126,6, em escala que varia de 0 a 200.

35. Em relação aos indicadores de investimento, as importações de bens de capital mostraram aumento mensal de 2,6% em janeiro, após ajuste sazonal, acelerando a tendência de expansão observada em 2004. Por outro lado, a produção doméstica de bens de capital recuou 1,5%, na mesma base de comparação, revelando acomodação após o crescimento de 19,7% verificado em 2004. A produção de insumos da construção civil diminuiu 0,2% em janeiro, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, mas superou em 2,6% a produção do mesmo mês de 2004.

36. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira recuou 0,5% em janeiro, na série dessazonalizada, em relação à do mês anterior, resultado do acréscimo de 1,1% na indústria extrativa mineral, enquanto a produção da indústria de transformação recuou 0,3%. Considerando-se o patamar produtivo pela média móvel trimestral, houve ligeiro avanço de 0,1% entre dezembro e janeiro, registrando-se, nesse último mês, o pico da série histórica do indicador.

37. A análise da produção industrial por atividades revelou que o decréscimo na produção em janeiro ocorreu em 13 das 23 atividades, e em 3 das 4 categorias de uso. Destaque-se a produção de bens de consumo semi e não duráveis, única categoria com resultado positivo na comparação com o mês anterior, de 3,7%, acumulando alta de 7,4% no trimestre, confirmando a tendência de recomposição da demanda interna.

38. Estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação mostraram estabilidade nas vendas reais e queda de 1,4% nas horas trabalhadas na produção em janeiro, em relação às do mês anterior, nas séries ajustadas sazonalmente pelo Banco Central. Em relação aos índices observados em janeiro de 2004, as vendas reais aumentaram 3,1% e as horas trabalhadas 8,2%. O nível de utilização da capacidade instalada alcançou

82,6% em janeiro, com recuo mensal de 0,3% na série dessazonalizada e aumento de 1,9% ante o nível observado no mesmo mês de 2004.

39. Indicadores referentes à atividade industrial sinalizaram tendência de recuperação em fevereiro, após ajuste sazonal, depois do recuo observado em janeiro. Dentre esses, destacam-se as variações mensais positivas na produção de autoveículos, no número de pedágios de veículos pesados em rodovias, e no volume de expedição de papelão ondulado.

Mercado de Trabalho

40. O índice de emprego formal cresceu 0,6% em janeiro, ante o de dezembro, após ajuste sazonal, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Comparativamente ao índice de janeiro de 2004, houve expansão de 6,6% no emprego formal, com a criação de 1.539 mil empregos líquidos no período, a maior parte na indústria de transformação.

41. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 10,2% em janeiro, ante 9,6% no mês anterior e 11,7% no mesmo mês de 2004. O acréscimo mensal na taxa de desocupação obedeceu ao componente sazonal, com aumento mensal de 5% no número de pessoas desocupadas e queda de 1,4% no número de ocupados. A PEA, estimada em 21,7 milhões de pessoas, recuou 0,7% em janeiro.

42. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, o pessoal empregado evoluiu 0,3% e a massa salarial real recuou 0,1% em janeiro, em relação ao mês anterior. Em relação aos índices observados em janeiro de 2004, a massa salarial real e o contingente de pessoal empregado cresceram 10,5% e 7,1%, respectivamente.

Crédito e Inadimplência

43. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 2,5% em fevereiro. O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 3,2%, principalmente pelo comportamento do crédito pessoal, estimulado pela expansão das operações consignadas em folha de pagamento. Nas carteiras destinadas a pessoas jurídicas, com recursos domésticos,

o saldo cresceu 1,9%, com destaque para as operações de capital de giro. O saldo dos recursos destinados a pessoas jurídicas, referenciados em moeda estrangeira, aumentou 2,3%, com o aumento das concessões nos empréstimos vinculados às exportações.

44. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres passou de 46,8% a.a. em janeiro para 47,5% a.a. em fevereiro. Nas operações com pessoas jurídicas, houve acréscimo de 0,2 p.p. na taxa média, para 32,4% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas subiu 0,6 p.p., ao situar-se em 64% a.a.

45. A taxa de inadimplência das operações bancárias com crédito livre, em fevereiro, manteve-se estável em 7,3%. As operações contratadas com pessoas jurídicas tiveram a taxa de inadimplência reduzida de 3,6% para 3,5%, enquanto a referente às operações com pessoas físicas situou-se em 12,4%, repetindo comportamento registrado no mês anterior.

46. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, aumentou de 4,7% em janeiro para 7% em fevereiro, ficando praticamente no mesmo nível observado em fevereiro de 2004, 7,2%. No mês, o número de novos registros negativos cresceu 4,6%, enquanto o número de registros cancelados recuou 7,9%. No ano, até fevereiro, a taxa média de inadimplência ficou em 5,9%, ante 6% no primeiro bimestre de 2004.

Ambiente Externo

47. O crescimento do PIB dos EUA confirmou a expansão sustentável da economia, ao atingir 4,4% em 2004, após 3% em 2003. Dados mais recentes evidenciam o bom momento da economia norte-americana, com expansão da atividade e recuperação dos empregos. No entanto, alguns indicadores vêm sendo acompanhados com mais cautela, como a tendência da produtividade, do custo unitário do trabalho e os sinais de repasse de aumentos de custos ao nível do produtor para os preços ao consumidor, dadas as implicações para o processo de estabilidade de preços no médio e longo prazos. O mercado de títulos do tesouro voltou a operar com maior volatilidade, acompanhando os movimentos dos mercados cambiais, refletindo as inquietações quanto à sustentabilidade do financiamento dos déficits fiscal

(US\$113,9 bilhões) e externo (US\$58,3 bilhões) da economia americana, verificados em janeiro.

48. Na Área do Euro, os indicadores referentes ao último trimestre de 2004 registraram tendência de desaceleração da economia da região. No Japão, os dados revisados do PIB para o quarto trimestre de 2004 apontaram crescimento de 0,1% em relação ao terceiro trimestre de 2004, perfazendo expansão de 2,7% no ano.

49. Nas principais áreas econômicas ainda não existem evidências do surgimento de surtos inflacionários no curto prazo, o que contém os temores de alterações de rumo em suas políticas monetárias. Os índices anuais de preços ao consumidor recuaram em janeiro nos EUA, no Reino Unido e no Japão, ao atingir 3%, 1,4% e -0,1%, respectivamente. Porém, os índices anuais de preços ao consumidor na Área do Euro e na China mostraram expansão, alcançando, respectivamente, 2,1% e 3,9%, em fevereiro.

50. Os preços das *commodities* agrícolas reverteram a tendência de baixa, apresentando elevação em fevereiro, tendo em vista o impacto de quebras de safras. Relativamente ao petróleo e às principais *commodities* metálicas, a evolução dos preços tem sustentado a trajetória de alta de forma consistente desde meados de fevereiro, com os preços futuros se deslocando para patamares mais elevados.

Comércio Exterior e Itens do Balanço de Pagamentos

51. Todos os resultados da balança comercial em fevereiro constituíram recordes históricos em meses de fevereiro, no primeiro bimestre do ano e em períodos de doze meses. No mês, a balança comercial registrou superávit de US\$2,8 bilhões, com as exportações totalizando US\$7,8 bilhões, crescimento de 35,6%, e as importações, US\$5 bilhões, acréscimo de 32,5%, comparativamente aos valores médios diários ocorridos em igual mês de 2004. Em março, até a segunda semana (nove dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$1,4 bilhão, registrando-se expansão de 21,6% nas exportações e de 11,6% nas importações, ante os valores médios observados em março do ano anterior.

52. No que se refere às exportações, o crescimento do volume das vendas de produtos tradicionais vem

sendo acompanhado por ampliação significativa de itens com pequena participação, mostrando o processo de diversificação da pauta. Destaque-se, adicionalmente, a expansão das vendas para todas as regiões, inclusive para mercados com pequena participação nas exportações brasileiras. Além do aumento das quantidades embarcadas, o crescimento da receita de exportações decorreu da elevação nos preços externos de importantes itens da pauta.

53. O aumento das importações em fevereiro e no primeiro bimestre do ano decorreu do crescimento de todas as categorias de produtos, destacando-se, no bimestre, os aumentos de 37,6% em bens de consumo não duráveis, 27,9% em bens de capital e 24,6% em matérias-primas e bens intermediários, consideradas as médias diárias em relação às de igual período do ano anterior. Houve também expansão de 49,4% nas compras externas de combustíveis e lubrificantes, na mesma base de comparação.

54. Ao final de fevereiro, as reservas internacionais situaram-se em US\$59 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$31,4 bilhões, ambas com acréscimo de US\$6,1 bilhões ante os saldos registrados no final de 2004.

Mercado Monetário e Operações de Mercado Aberto

55. No período posterior à reunião do Copom de fevereiro, principalmente após a divulgação da Ata daquela reunião, ocorreu uma redução das taxas de juros futuros, com destaque para as de prazo mais longo. Contribuíram para esse movimento, também, a queda dos índices de inflação corrente e de seus núcleos. Já a pequena elevação das expectativas de inflação para 2005 e, especialmente, a piora do cenário externo observada no período diminuiu o otimismo do mercado, colaborando para a redução da inclinação negativa do trecho mais longo da curva de juros. Entre 16 de fevereiro e 16 de março, a taxa de juros de um mês aumentou 0,16 p.p., enquanto que as taxas de seis meses e de 1, 2 e 3 anos recuaram 0,12 p.p., 0,19 p.p., 0,04 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente. 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, elevou-se para 12,42%, ante 12,32%.

56. Com o objetivo de reduzir a exposição cambial do setor público, o Banco Central continuou a realizar os leilões de *swap* cambial – iniciados em 2 de fevereiro – nos quais assume posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. No período, foram contratados nessas operações o equivalente a US\$7,3 bilhões. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais em 2005 já alcançou US\$14,5 bilhões.

57. O Tesouro Nacional efetuou vendas de R\$15,9 bilhões em quatro leilões de LTN de vencimento em abril de 2006 e em janeiro de 2007. Em quatro leilões de venda de NTN-F, de vencimento em janeiro de 2008 e em janeiro de 2010, foram colocados R\$620 milhões. Foram realizados, ainda, quatro leilões de venda e quatro leilões de troca de LFT de vencimento em 2006, 2007 e 2008. Nos leilões de venda, o montante financeiro alcançou R\$12,4 bilhões, enquanto que, nos leilões de troca, o volume correspondeu a R\$8,1 bilhões.

58. Com o objetivo de reduzir o excedente de liquidez bancária previsto para o próximo trimestre, o Banco Central vendeu, em quatro leilões, LTN de vencimento em julho de 2005, de sua carteira, liquidando as operações com a compra de LTN de vencimento em abril de 2005. O volume financeiro dessas operações correspondeu a R\$3,8 bilhões. O Banco Central realizou, ainda, em quatro outros leilões, vendas definitivas de LTN de vencimento em julho de 2005, também de sua carteira, num montante de R\$7,5 bilhões.

59. Na administração da liquidez corrente, o Banco Central efetuou operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo de um mês, e operações de nivelamento da liquidez ao fim do dia. Também interveio em dezoito ocasiões por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo nove tomadoras e nove doadoras de recursos. O excesso de liquidez bancária esterilizado por operações com prazo de até trinta dias alcançou a média de R\$14,3 bilhões e, por operações com prazo de três meses, a média de R\$37,4 bilhões.

60. Em fevereiro, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se em 2,3%, devido

à apropriação de juros e à colocação líquida de R\$9,5 bilhões em títulos. O percentual da dívida exposta à variação cambial voltou a registrar redução, de 8,0%,

no final de janeiro, para 6,0%, no final de fevereiro, em razão, principalmente, do resgate líquido de instrumentos cambiais, da ordem de R\$15,5 bilhões.

Notas da 107ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/4/2005

Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/4) e do 20º andar (20/4) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 17h30 (19/4) e 16h43 (20/4)

Horário de término: 20h (19/4) e 19h3 (20/4)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilacqua

Alexandre Schwartzman

Antonio Gustavo Matos do Vale

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo

João Antônio Fleury Teixeira

Paulo Sérgio Cavalheiro

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

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 20)

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 19)

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

Eduardo Fernandes – Consultor da Diretoria

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor
Especial da Presidência

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

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. A inflação em março manteve-se em patamar elevado em decorrência, principalmente, de aumentos de preços em itens localizados, porém com impactos expressivos sobre a evolução dos principais índices. A despeito desse comportamento, observou-se desaceleração para a maior parte dos componentes dos índices, no período. Relativamente ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a variação em março repetiu, praticamente, a observada no mês anterior, como resultado da aceleração do conjunto dos preços monitorados e da desaceleração do conjunto dos preços livres. No atacado, observou-se o recrudescimento da alta dos preços agrícolas, refletindo, sobretudo, os efeitos da estiagem sobre a safra de grãos.

2. O IPCA cresceu 0,61% em março, ante 0,59% em fevereiro. Com esse resultado, a variação no ano atingiu 1,79%, e a acumulada em doze meses 7,54%. No mês, os preços monitorados e administrados por contrato variaram 1,29%, respondendo por 0,38 p.p. da variação do índice, com destaque para os impactos do aumento das tarifas de ônibus urbano em São Paulo e em Porto Alegre, que contribuíram conjuntamente com 0,25 p.p. para o resultado do período. Destacou-se, ainda, a contribuição de 0,08 p.p. dos reajustes das tarifas de água e esgoto em seis capitais. O

conjunto de preços livres considerados no cálculo do IPCA aumentou 0,33% em março, frente a 0,77% no mês anterior, respondendo por 0,23 p.p. da variação mensal do índice. A menor taxa do grupo educação, 0,4% ante 5,3% em fevereiro, contribuiu significativamente para esse comportamento.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou variação de 0,99% em março, contra 0,4% no mês anterior, acumulando aumentos de 1,73% no primeiro trimestre de 2005 e de 10,92% nos últimos doze meses. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) aumentou 0,7% no mês, após alta de 0,43% em fevereiro, também refletindo a aceleração de preços dos itens transportes e habitação como ocorreu com o IPCA. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) atingiu 0,67% em março, acelerando em relação à variação de 0,44% observada no mês anterior, repercutindo os aumentos dos custos da mão-de-obra no período. A variação do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) alcançou 1,14% em março, ante 0,39% em fevereiro, acumulando 12,8% em doze meses.

4. A aceleração do IPA-DI em março refletiu, sobretudo, o aumento de 3,59% nos preços agrícolas no período, comparativamente à alta de 1,29% no mês anterior, principalmente pelas elevações nos preços de arroz, milho, trigo e soja. Os preços industriais registraram aumento de 0,3% em março, ante 0,08% em fevereiro. Considerando o Índice de Preços por Atacado (IPA) segundo os estágios de processamento, verificou-se, de fevereiro para março, arrefecimento na elevação dos preços de bens finais e de bens intermediários, enquanto os preços das matérias-primas brutas mostraram reversão, com alta de 2,91%, ante a queda de 1,1% em fevereiro, principalmente pelo comportamento dos preços das matérias-primas de origem agropecuária.

5. Os núcleos de inflação para o IPCA, obtidos pelo método das médias aparadas, elevaram-se em março. O núcleo com suavização situou-se em 0,62%, comparativamente a 0,6% no mês anterior, e totalizou 7,42% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,43% em fevereiro para 0,49% em março, com aumento de 6,33% em doze meses.

6. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados recuou de 0,93% em fevereiro para 0,41% em março. Esse recuo deveu-se, sobretudo, ao esgotamento das pressões sazonais do grupo educação. Em doze meses, essa medida de núcleo do IPCA apontou variação de 7,31%.

7. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,49% em março, ante 0,36% em fevereiro, totalizando alta de 5,68% em doze meses.

8. O índice de difusão do IPCA mostrou redução no número de itens que registraram variações positivas pelo segundo mês consecutivo, passando para 63,9% em março, ante 64,6% em fevereiro e 73,2% em janeiro.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) as projeções para os reajustes totais nos preços da gasolina e de gás de botijão para 2005 foram mantidas em valor igual ao da reunião anterior: 0%;

b) em relação às tarifas de telefonia fixa, as projeções de reajustes para 2005 sofreram redução de 0,8 p.p., passando de 8,7% na reunião de março para 7,9% atualmente. Já as projeções para reajustes das tarifas de energia elétrica residencial foram elevadas de 9,5% para 10,8%, considerando o acumulado para 2005;

c) para o conjunto total de itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 29,4% no IPCA de março, projeta-se aumento de 7,2% para todo o ano de 2005, valor 0,3 p.p. maior que os 6,9% projetados na reunião anterior;

d) em relação à projeção de reajuste do conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados para 2006, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, não houve alteração, permanecendo em 5,1%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 34 p.b. no segundo trimestre de 2005 e alcança 44 p.b. no último trimestre de 2006.

10. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2005 e em 2006. 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 19,25% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,60), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima do objetivo de 5,1% para 2005, mas abaixo do centro da meta em 2006. 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 (Gerin) do Banco Central do Brasil, as projeções se encontram acima do objetivo de 5,1% para 2005 e acima da meta de 4,5% para 2006.

Implementação da Política Monetária

12. A variação do IPCA em março, de 0,61%, ficou em patamar próximo aos registrados nos dois meses anteriores. A inflação do mês teve, novamente, contribuição significativa de um item específico – no caso, a tarifa de ônibus urbano. Além desse item, outro componente do grupo de preços monitorados – a taxa de água e esgoto – também apresentou forte aceleração em relação a fevereiro. Por outro lado, passado o efeito do reajuste em fevereiro das mensalidades escolares, os preços livres desaceleraram-se, em especial no grupo de bens não-comercializáveis. Apesar da permanência da inflação mensal no mesmo nível dos dois meses anteriores, reduziu-se novamente o número de itens no índice que tiveram incremento de preços.

13. A inflação medida pelo IGP-DI passou para 0,99% em março, acelerando-se, assim, pelo segundo mês consecutivo. Esse comportamento deve-se

principalmente à variação do IPA, novamente devido à aceleração nos preços dos produtos agrícolas, que passaram de uma variação de 1,29% em fevereiro para 3,59% em março, refletindo ainda os efeitos de condições climáticas desfavoráveis. A alta verificada recentemente nos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional poderá representar fator de pressão adicional sobre o IPA agrícola. Já o IPA de produtos industriais vem mantendo taxas de variação reduzidas desde dezembro passado, mas registrando, recentemente, ligeira aceleração. Conforme destacado nas Notas da reunião de março do Copom, a menor variação em meses recentes do IPA industrial reflete, em parte, a apreciação cambial observada no período e a própria ação da política monetária, podendo ter efeitos benéficos sobre a variação futura dos preços ao consumidor, desde que sejam mantidas as taxas reduzidas observadas recentemente. A intensidade desses repasses dependerá, naturalmente, das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

14. O núcleo do IPCA por exclusão de preços monitorados e de alimentos no domicílio apresentou forte desaceleração em março, em virtude de ter se dissipado o efeito da alta das mensalidades escolares localizada em fevereiro. O valor registrado em março dá continuidade a uma tendência de desaceleração observada nos resultados recentes dessa medida de núcleo, quando depurada também do impacto pontual das mensalidades escolares em fevereiro. Os núcleos por médias aparadas com e sem suavização, por seu turno, aceleraram-se em relação aos resultados de fevereiro. O núcleo por exclusão segue a tendência de desaceleração por não considerar as fortes altas nos preços monitorados verificadas recentemente, enquanto os núcleos por médias aparadas apresentam aceleração pelo fato de incorporarem parcialmente itens afetados por variações sazonais. Ao longo do primeiro trimestre, a tendência subjacente de inflação indicada pelo conjunto das medidas de núcleo continuou em patamar elevado em relação à trajetória de metas, em que pese a desaceleração observada em relação ao último trimestre de 2004.

15. Em fevereiro, a produção industrial apresentou retração pelo segundo mês consecutivo, na série dessazonalizada, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Embora esse resultado

tenha contrariado o que sinalizavam os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial, não é surpreendente que ocorra alguma acomodação, em função dos elevados níveis de atividade observados no final do ano. Além disso, fatores setoriais específicos, entre os quais o atraso na colheita de cana-de-açúcar e a redução da carga processada de petróleo, podem estar viesando o resultado de fevereiro em relação à tendência para o desempenho da indústria, pois o eventual retorno desses setores à normalidade ensejaria uma correção do impacto temporariamente negativo que possam ter tido sobre o nível de produção agregado. A queda da produção em fevereiro pode também estar refletindo flutuações inerentes a séries submetidas a procedimentos de dessazonalização na presença de feriados móveis. Conforme destacado nas Notas da reunião de março do Copom, a economia continua mostrando sinais de expansão, mas, previsivelmente, em ritmo menos intenso do que o registrado ao longo de 2004. Considerando-se uma série mais estável, de médias móveis trimestrais, que suaviza efeitos das variações mensais dessazonalizadas, a indústria vem mantendo os elevados níveis de produção verificados nos meses recentes. Os indicadores antecedentes e coincidentes sinalizam expansão da produção industrial em março.

16. Em termos de composição da atividade industrial, os bens de consumo apresentaram expansão, no critério de médias móveis trimestrais, na comparação com janeiro. O destaque foi o comportamento dos bens de consumo duráveis, com expansão de 3,2%, impulsionada pelo forte crescimento da produção de itens específicos direcionados para exportação, como celulares e automóveis, enquanto os bens de consumo semiduráveis e não-duráveis apresentaram variação inferior, de 0,84%. Os demais itens registraram desaceleração. O padrão observado na margem em fevereiro, em que os bens de consumo duráveis ainda sustentam forte desempenho, enquanto itens mais sensíveis à renda perdem dinamismo e chegam a apresentar queda nas séries mensais dessazonalizadas, não parece consistente com a fase atual do ciclo econômico. Dada a evolução positiva no mercado de trabalho e na renda registrada nos últimos meses, e a postura de política monetária adotada nesse mesmo período, não seria natural esperar que se revertesse a tendência de mudança na composição da atividade na economia, com o crescimento econômico sendo sustentado cada vez mais pelos setores mais dependentes da renda. Alguns dos fatores setoriais

específicos que, conforme mencionado acima, impactaram negativamente a produção industrial de fevereiro, recaíram particularmente sobre categorias de uso mais dependentes da renda, dificultando a atualização da leitura da tendência não só para o agregado mas também para a composição da atividade fabril. Mais observações serão, assim, necessárias para caracterizar possíveis mudanças no padrão da atividade industrial.

17. No mercado de trabalho, seguindo o padrão sazonal observado em anos anteriores, a taxa de desocupação aumentou pelo segundo mês consecutivo, passando de 10,2% em janeiro para 10,6% em fevereiro, continuando a registrar valores inferiores aos dos mesmos meses do ano passado. O número de ocupados apresentou ligeira queda entre janeiro e fevereiro, enquanto a massa salarial e o rendimento médio real cresceram nesse período. Dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, indicam que o emprego industrial segue na trajetória de expansão continuada que se verifica desde dezembro de 2003, enquanto a massa salarial real na indústria manteve-se estável em fevereiro em relação a janeiro, mas em nível muito acima do observado em fevereiro de 2004. Já os dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) relativos ao número de pessoas contratadas no mercado formal indicam que houve aumento de 6,4% nos dois primeiros meses do ano.

18. As vendas no comércio, após terem registrado expansão expressiva ao longo de 2004, vêm apresentando sinais de acomodação nos dois últimos meses. Em fevereiro, as vendas apresentaram queda de 3,2%, segundo dados da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, dessazonalizados pelo Banco Central. Esse comportamento no mês pode ter sido influenciado pelo mesmo problema de dessazonalização aventado em relação à produção industrial. O destaque positivo ficou para o grupo móveis e eletrodomésticos, com expansão de 0,7%, enquanto os demais apresentaram contração. Pelo critério das médias móveis trimestrais, as vendas continuaram a crescer, centradas na expansão em móveis e eletrodomésticos, enquanto nos demais itens houve recuo. Esse contraste entre os desempenhos das vendas de bens de consumo duráveis e não duráveis é similar ao observado na produção industrial, e está igualmente em dessintonia com o que se

esperaria na fase atual do ciclo econômico. Tal como no caso da produção industrial, mais observações serão necessárias para caracterizar eventuais mudanças no padrão de evolução das vendas no comércio.

19. Conforme destacado repetidamente nas Notas das últimas reuniões do Copom, em função da forte expansão na atividade desde o fim de 2003, um foco importante de preocupação em relação à dinâmica prospectiva da inflação continua sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres. A esse respeito, a utilização da capacidade instalada, segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, voltou a registrar acomodação em fevereiro, para 81,9%, indicando possivelmente a maturação dos novos investimentos ocorridos nos últimos meses, assim como a acomodação do nível de atividade. Apesar da evolução recente, o índice ainda se encontra em patamar historicamente elevado. O indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital apresentou crescimento acumulado de 2,8% nos dois primeiros meses do ano, na série dessazonalizada. Em função da forte expansão observada no investimento em 2004, é de se esperar que haja uma redução no seu ritmo de crescimento à medida que a comparação passe a ser feita em relação a bases mais elevadas.

20. No comércio exterior, os superávits expressivos foram mantidos em março, reforçando perspectivas mais favoráveis que as anteriormente antecipadas para o ano. As exportações e as importações continuaram a expandir-se a taxas elevadas nos três primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior. No acumulado de doze meses até março de 2005, as exportações cresceram 31,0% em valor, em relação aos doze meses anteriores. No mesmo critério de comparação, as importações vêm se expandindo à taxa de 30,3%, respondendo à forte expansão da demanda doméstica. Portanto, nesse critério, tanto importações como exportações cresceram a taxas ligeiramente inferiores àquelas registradas em fevereiro. O saldo comercial totalizou US\$35,9 bilhões nos últimos doze meses, o que representa uma expansão de 32,2%, em relação aos doze meses encerrados em março de 2004. Em termos de volume, na comparação do bimestre janeiro/fevereiro com o mesmo período do ano anterior, as exportações de manufaturados continuam sendo o item a apresentar maior taxa de crescimento. O bom desempenho dos

salos comerciais proporcionou superávit em transações correntes de US\$12,7 bilhões no período de doze meses encerrado em março, equivalente a 2,1% do PIB. A demanda externa continua, portanto, contribuindo para a expansão da economia.

21. As condições dos mercados internacionais de capitais continuaram voláteis desde a reunião de março do Copom. Além das incertezas sobre a política de juros do *Federal Reserve* (Fed), a instabilidade nos mercados esteve associada ao aumento na aversão ao risco no mercado de crédito dos Estados Unidos, em função de dificuldades enfrentadas por algumas empresas de grande porte, que poderiam ter como desdobramento realocações de portfólio desfavoráveis a posições em países emergentes. Em consequência, o prêmio de risco-Brasil apresentou elevada volatilidade, em patamares mais altos em relação aos meses recentes. A moeda brasileira, por seu turno, após apresentar forte depreciação em meados de março, voltou a se apreciar, tendo retornado aos níveis registrados em fevereiro. Conforme destacado nas Notas das reuniões passadas do Copom, a disponibilidade de liquidez internacional e a estabilidade dos mercados continuam condicionadas ao quadro macroeconômico nos países industrializados, especialmente nos Estados Unidos, e à possível resposta da política monetária do Fed à sua evolução. Apesar da maior volatilidade verificada nas últimas semanas, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração pronunciada nos mercados financeiros internacionais em função de mudanças abruptas na condução da política monetária norte-americana.

22. Os preços internacionais do petróleo, após terem fluído em níveis sem precedentes no final de março e no início de abril, vêm registrando, recentemente, ligeiro recuo. O comportamento dos preços continua refletindo informações acerca das condições de demanda e do estoque disponível de petróleo nos principais países consumidores, assim como possíveis restrições na oferta por parte dos países produtores. Apesar do ligeiro recuo observado desde a reunião de março do Copom, os preços internacionais da gasolina mantiveram-se acima dos preços praticados no mercado doméstico. A persistência desses patamares elevados no futuro continua cercada de um grau razoável de incerteza, que levou o Comitê a manter

em seu cenário básico a hipótese de que não haverá reajuste nos preços domésticos dos combustíveis em 2005. No entanto, é importante assinalar que esse elemento desfavorável do quadro externo passou a representar um risco cada vez maior para a trajetória futura da inflação, conforme já destacado nas Notas da reunião de março do Copom. Como ressaltado em ocasiões anteriores, ainda que essa escalada recente não se traduza em aumento doméstico no preço da gasolina, ela tem efeitos sobre os preços de insumos derivados do petróleo e sobre as expectativas dos agentes econômicos.

23. Desde a reunião de março do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2005 voltou a deteriorar-se, passando de 5,77% para 6,10%. Conforme destacado nas Notas das últimas reuniões do Copom, as expectativas para a inflação de 2005 foram pouco sensibilizadas, nos últimos meses, por desenvolvimentos favoráveis que poderiam contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias, tais como os sinais de desaceleração no ritmo de crescimento da economia, a queda na inflação dos produtos industriais no atacado, a reavaliação das expectativas de mercado para a trajetória da taxa de câmbio e a postura mais restritiva de política monetária.

24. O crescimento marginal das expectativas para 2005, contudo, está ligado principalmente a reajustes de alguns preços administrados em valor maior do que o esperado, como foi o caso do item ônibus urbano, às expectativas de inflação para abril e à evolução menos favorável do cenário internacional. O impacto de condições climáticas adversas sobre a dinâmica de curto prazo dos preços dos alimentos também contribuiu para elevar as expectativas de inflação para o ano, muito embora o efeito de choques desse tipo sobre o nível geral de preços – e, portanto, sobre a inflação acumulada – tenda a se reverter à medida que sejam restauradas condições normais de oferta na agricultura. As expectativas para a inflação doze meses à frente também se deterioraram nas últimas semanas, mas o fizeram aproximadamente na mesma medida em que foram revistas para cima as taxas esperadas para o segundo trimestre de 2005, sugerindo que a postura monetária mais restritiva tem evitado que as pressões inflacionárias de curto prazo se propaguem

para horizontes mais longos. Essa indicação de ancoragem das expectativas de inflação é corroborada pela estabilidade da inflação esperada para 2006.

25. A projeção de inflação do cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 19,25% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,60 ao longo de todo o horizonte de projeção, apresentou elevação em relação à reunião anterior do Copom, situando-se, portanto, acima do objetivo de 5,1% para o ano. Essa deterioração deveu-se a uma conjunção de fatores, entre os quais a revisão das projeções para preços administrados, e refletiu-se, principalmente, em uma revisão para cima da inflação projetada para abril. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e da taxa Selic esperadas pelo mercado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência, e também se elevaram em relação ao mês anterior, pelas mesmas razões apontadas no caso do cenário de referência. Para 2006, houve uma melhora nas projeções, estando a do cenário de referência abaixo e a do cenário de mercado acima da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. A melhora da projeção para 2006 deve-se ao maior prazo para que se consolidem os efeitos da postura de política monetária adotada desde setembro de 2004.

26. O Copom também considerou as projeções de inflação para horizontes situados entre dezembro de 2005 e dezembro de 2006, como os períodos de doze meses que se encerram em março de 2006, junho de 2006 e setembro de 2006. Trata-se de horizontes cujos resultados serão mais sensíveis às decisões correntes de política monetária do que os do ano calendário de 2005, sendo, ao mesmo tempo, períodos cobertos por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis para o ano calendário de 2006. A projeção do cenário de referência para o período de doze meses que se encerra em março de 2006 encontra-se acima do seu valor na trajetória de metas obtida pela interpolação do objetivo de inflação de 5,1% para 2005 e da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para 2006. Essa projeção encontra-se também acima da projeção correspondente efetuada por ocasião da reunião de março do Copom. Já as

projeções do cenário de referência para os períodos de doze meses que se encerram em junho de 2006 e em setembro de 2006 encontram-se abaixo dos valores na trajetória de metas que dizem respeito a esses mesmos períodos. A projeção do cenário de referência para os doze meses que se encerram em junho de 2006 encontra-se no mesmo valor da reunião de março, e a projeção para os doze meses que se encerram em setembro de 2006 situa-se abaixo da projeção correspondente efetuada na reunião de março do Copom.

27. O Copom reafirma o diagnóstico expresso nas Notas das reuniões de fevereiro e de março de que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação no primeiro trimestre do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. A atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. No entanto, tal como na reunião de março, o Comitê identificou a existência de fatores que aumentaram os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos estão associados à persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e à deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais.

28. O Copom também reitera que, no regime de metas para a inflação, 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. A manutenção de riscos elevados para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto o processo de coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma maior incerteza determinada por fatores de risco que, em função de suas características, poderão em alguma medida se reverter em breve, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. Cabe à política monetária, portanto,

manter-se especialmente vigilante para evitar que pressões detectadas em horizontes mais curtos se propaguem para horizontes mais longos.

29. Dados os riscos de curto prazo e sua persistência nos últimos meses, o Comitê avaliou que somente a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica por um período suficientemente longo de tempo no nível estabelecido em sua reunião de março não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,50% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004. Como ressaltado também nas Notas da reunião de março, é necessário que a Autoridade Monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 17 de maio de 2005 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 12.631, de 29.10.2004.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade Econômica

31. O volume de vendas do comércio varejista registrou queda de 3,2% em fevereiro, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. Das atividades que integram o índice geral de vendas, apenas o segmento de móveis e eletrodomésticos registrou expansão no período, de 0,7%. O segmento de automóveis, motos, partes e peças, que não integra a composição do índice geral, recuou 4,8%. Ressalte-se que, apesar da variação negativa, o resultado do comércio no primeiro bimestre do ano mostrou-se favorável,

embora mostrando acomodação na tendência de crescimento. Ainda sob os efeitos da acentuada expansão nas vendas registrada em dezembro, a média móvel trimestral registrou nível recorde em fevereiro e, nos últimos doze meses, o setor registrou expansão de 8,9%.

32. Em março, os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram altas de 2,6% no número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e de 1,5% nas consultas ao sistema Usecheque, em comparação ao observado no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até março, comparativamente ao mesmo período de 2004, esses indicadores mostraram aumentos de 6,3% e 4%, respectivamente.

33. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou queda mensal de 3% do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em abril, resultado que decorreu dos recuos de 4,1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 2,5% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC).

34. O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (Inec), calculado trimestralmente pela CNI, de abrangência nacional, revelou queda de 2,2% em março, ante o de dezembro de 2004, influenciado pela piora nas expectativas quanto à evolução do emprego e da inflação no decorrer deste ano.

35. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil, a fabricação doméstica de bens de capital e as importações desses bens mostraram recuos respectivos de 1,3%, 3,1% e 6,9% em fevereiro, após ajuste sazonal. A expansão da produção doméstica de bens de capital desacelerou no primeiro bimestre do ano, resultado que refletiu a expressiva queda da produção de máquinas e peças agrícolas, principalmente pela diminuição das encomendas dos produtores da região Sul do país em razão dos impactos negativos em suas plantações da prolongada estiagem que afetou a região durante o verão.

36. A divulgação parcial e preliminar da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, revelou que a percepção dos empresários relativamente à situação geral dos negócios em abril de 2005, semelhante a apurada na pesquisa realizada em

abril de 2004. Quanto a expectativas para os próximos meses, discreto recuo foi observado no nível de demanda esperado das empresas. Assim, os indicadores relativos à evolução da produção e do emprego industrial seguem mostrando comportamentos favoráveis. Destaque-se, contudo, que, em relação à pesquisa realizada em janeiro de 2005, aumentou a proporção das respostas que consideraram excessivos os atuais níveis de estoques.

37. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira diminuiu 1,2% em fevereiro, na série dessazonalizada, em relação à do mês anterior. A retração da atividade deveu-se ao recuo de 1,1% da indústria de transformação, enquanto a produção extrativa mineral permaneceu praticamente estável na comparação mensal. Destacaram-se na atividade fabril de fevereiro, as variações negativas do setor sucroalcooleiro – queda de 25,4% na fabricação e refino de açúcar, e de 5,6% na produção de álcool, dados dessazonalizados – bem como do refino de petróleo, -4,6% após ajuste sazonal. Tais desempenhos tiveram influência significativa para o resultado do mês e foram ocasionados por restrições relacionadas ao processo produtivo, que tendem a ser superadas no próximo mês.

38. A análise da produção industrial por atividades, após o ajuste sazonal, revelou que o decréscimo na produção em fevereiro ocorreu em onze das 23 atividades, e em três das quatro categorias de uso. Dentre as atividades, destacaram-se as reduções em farmacêutica, alimentos, bebidas, refino de petróleo e produção de álcool. Por categorias, a produção de bens de consumo duráveis foi a única com resultado positivo na comparação com o mês anterior, de 11,8%, influenciada principalmente pelo aumento na fabricação de veículos automotores e de telefones celulares. A produção de bens de consumo semi e não-duráveis recuou 4,3% em fevereiro, após atingir patamar recorde em janeiro.

39. Estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação mostraram crescimento de 1% nas vendas reais e queda de 0,2% nas horas trabalhadas na produção em fevereiro, em relação às do mês anterior, nas séries ajustadas sazonalmente pelo Banco Central. Em relação aos índices observados em fevereiro de 2004, as vendas reais aumentaram 5,9% e as horas trabalhadas 7,2%. O

nível de utilização da capacidade instalada alcançou 81,9% em fevereiro, com recuo mensal de 0,3% na série dessazonalizada e aumento de 1,1% ante o nível observado no mesmo mês de 2004.

40. Indicadores referentes à atividade industrial sinalizaram tendência de recuperação em março, na série dessazonalizada, depois do recuo observado em fevereiro. Dentre esses, destaca a produção de automóveis, a maior desde janeiro de 1979, e a variação positiva no volume de expedição de papelão ondulado.

Mercado de Trabalho

41. O índice de emprego formal cresceu 0,2% em fevereiro, ante o de janeiro, após ajuste sazonal, de acordo com informações do MTE. Comparativamente ao índice de fevereiro de 2004, houve expansão de 6,2% no emprego formal, com a criação de 1.473 mil empregos líquidos no período, destacando-se que o emprego teve maior crescimento na indústria de transformação.

42. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 10,6% em fevereiro, ante 10,2% no mês anterior e 12% no mesmo mês de 2004. O acréscimo mensal na taxa de desocupação obedeceu ao componente sazonal, com aumento mensal de 5% no número de pessoas desocupadas e recuo de 0,3% no número de ocupados. A População Economicamente Ativa (PEA), estimada em 21,7 milhões de pessoas, apresentou variação mensal de 0,2% em fevereiro.

43. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, o pessoal empregado evoluiu 0,2% e a massa salarial real ficou estável em fevereiro, ante os do mês anterior. Em relação aos índices observados em fevereiro de 2004, a massa salarial real e o contingente de pessoal empregado cresceram 8,1% e 6,8%, respectivamente.

Crédito e Inadimplência

44. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 2,1% em março. O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 3,5%, principalmente pelo comportamento do crédito pessoal, estimulado pela expansão das operações consignadas em folha de pagamento. Nas carteiras destinadas a

pessoas jurídicas, com recursos domésticos, o saldo cresceu 0,9% e, nas operações referenciadas em moeda estrangeira, houve expansão de 1,9%.

45. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres passou de 47,5% a.a. em fevereiro para 47,8% a.a. em março. Nas operações com pessoas jurídicas, observou-se acréscimo de 0,5 p.p. na taxa média, para 32,9% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas ficou estável em 64% a.a.

46. A taxa de inadimplência das operações de crédito livre contratadas com pessoas físicas, em março, alcançou 12,7%, constituindo incremento de 0,3p.p. em relação ao mês anterior. Em relação aos créditos contratados com pessoas jurídicas, a taxa de inadimplência manteve-se praticamente estável no período: 3,8%, ante 3,7% no mês anterior.

47. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, diminuiu de 7% em fevereiro para 6,4% em março, ficando praticamente no mesmo nível observado em março de 2004, 6,5%. No mês, o número de novos registros negativos aumentou 21,6%, mas o crescimento de registros cancelados foi superior, 23,2%. No ano, até março, a taxa média de inadimplência situou-se em 6%, ante 6,1% no primeiro trimestre de 2004. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, alcançou a 6,3% em março, constituindo-se em novo nível recorde da série.

Ambiente Externo

48. De acordo com os principais organismos internacionais, o crescimento econômico mundial foi robusto em 2004, apresentando a maior taxa de expansão dos últimos quinze anos, impulsionado pelos Estados Unidos e pela China. Para 2005, a previsão é de crescimento menor, sustentado, embora desbalanceado. Estados Unidos e China continuarão a liderar o crescimento global, enquanto Japão e Área do Euro terão desempenho modesto, aquém das potencialidades das duas regiões.

49. O volume do comércio mundial registrou expansão de 9,9% em 2004, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), com previsão de acréscimo de 7,4% em 2005. Estimativas semelhantes foram

divulgadas pela Organização Mundial do Comércio (OMC), que estima crescimento do comércio de 6,5% em 2005, ante 9% no ano passado. No que diz respeito ao fluxo líquido de capitais para as economias emergentes, o Instituto de Finanças Internacionais (IFI) prevê aumento nestes fluxos, em especial de investimento estrangeiro direto. Contudo, há riscos nesse cenário, relacionados aos altos preços do petróleo, aumento das taxas de juros acima das expectativas e forte desaceleração da economia chinesa.

50. Os primeiros resultados deste ano vêm confirmando o prognóstico divulgado pelos organismos internacionais para o ano. Nos Estados Unidos, a produção industrial apresentou crescimento mensal de 0,3% em março, mesmo ritmo observado em fevereiro, com utilização da capacidade instalada de 79,4%, 0,1 p.p. acima do nível alcançado em fevereiro, patamar mais alto desde dezembro de 2000. As expectativas empresariais norte-americanas, embora decrescentes, continuam apontando expansão da economia. O nível atual do indicador do ISM para a manufatura (PMI) é compatível com taxa de crescimento do PIB igual a 4,5%, enquanto para os serviços (BAI) é compatível com expansão do PIB de 5%. No Japão, a produção industrial registrou declínio de 2,3% em março, com as expectativas empresariais (Tankan) em declínio, mesma tendência apresentada na Alemanha, França e Itália.

51. Apesar das pressões advindas da elevação dos preços das *commodities*, em especial as metálicas e petróleo, não há aceleração inflacionária nas principais economias, com os índices de preços ao consumidor dentro dos limites estabelecidos pelas autoridades monetárias.

52. Nos mercados financeiros internacionais, o retorno dos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano, após apresentarem tendência crescente ao final de janeiro, reassumiram trajetória descendente a partir do fim de março, com grande volatilidade no período. Esse movimento influenciou o mercado da dívida de economias emergentes, que também apresentou volatilidade e relativa deterioração no início de abril.

Comércio Exterior e Itens do Balanço de Pagamentos

53. Todos os resultados da balança comercial constituíram recordes históricos para meses de março,

primeiro trimestre do ano e períodos de doze meses. No mês, a balança comercial registrou superávit de US\$3,3 bilhões, com as exportações totalizando US\$9,3 bilhões, crescimento de 22%, e as importações, US\$5,9 bilhões, acréscimo de 15,5%, comparativamente aos valores médios diários ocorridos em igual mês de 2004. Em doze meses, o saldo comercial e a corrente de comércio alcançaram, respectivamente, US\$35,9 bilhões e US\$167,1 bilhões. Em abril, onze dias úteis, o saldo comercial totalizou US\$2,3 bilhões, expansão de 42% nas exportações e de 12,2% nas importações, ante os valores médios observados em abril do ano anterior.

54. No que se refere às exportações, houve crescimento das quantidades embarcadas, ao mesmo tempo em que ocorreram aumentos de preços externos de importantes produtos da pauta de exportação. Esse comportamento vem sendo acompanhado por significativa ampliação de itens com pequena participação, confirmando o processo de diversificação da pauta. Destaque-se, adicionalmente, a expansão das vendas para todas as regiões, inclusive para mercados com pequena participação nas exportações brasileiras.

55. O aumento das importações em março e no primeiro trimestre do ano decorreu do crescimento de todas as categorias de produtos, destacando-se, no trimestre, os aumentos de 41,6% em combustíveis e lubrificantes, 27,4% em bens de capital, 26,6% em bens de consumo não-duráveis e 17,5% em matérias-primas e bens intermediários, consideradas as médias diárias em relação às de igual período do ano anterior.

56. Ao final de março, as reservas internacionais situaram-se em US\$62 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, conforme conceito do Banco Central, em US\$39,5 bilhões, com acréscimos respectivos de US\$2,9 bilhões e de US\$4,7 bilhões ante os saldos registrados no final de fevereiro.

Mercado Monetário e Operações de Mercado Aberto

57. Nos dias que se seguiram à reunião do Copom de março, a curva de juros futuros deslocou-se para cima, ajustando-se à decisão do Comitê, à elevação das expectativas de inflação e às apreensões quanto à evolução do cenário externo. A divulgação da ata da

reunião, em 24/3, e os resultados do IPCA-15 reverteram parcialmente esse movimento, especialmente nos prazos mais curtos. Daí em diante, os índices de inflação corrente acima do esperado e seus núcleos mais elevados pressionaram os juros futuros, e os anúncios, pelo IBGE, dos dados de produção industrial e de vendas no varejo atuaram no sentido oposto. A volatilidade do cenário externo e o aumento do grau de aversão a risco afetaram mais fortemente o trecho longo da curva de juros. Com isso, a elevação da curva de juros no período entre as reuniões do Copom de março e de abril foi mais acentuada nos prazos mais longos. Entre 16 de março e 20 de abril, as taxas de juros de um mês e de seis meses elevaram-se em 0,39 p.p. e 0,48 p.p., respectivamente. As taxas de um, de dois e de três anos, por sua vez, subiram 0,58 p.p., 0,68 p.p. e 0,85 p.p. 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, elevou-se de 12,42% para 12,86%.

58. Os instrumentos cambiais com vencimento no período não foram rolados pelo Banco Central. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais, incluídos os vencimentos de juros, foi de cerca de US\$224 milhões em abril e de US\$14,7 bilhões nos quatro primeiros meses do ano.

59. Nos leilões realizados entre as reuniões do Copom de março e de abril, o Tesouro Nacional captou R\$21,9 bilhões com a venda de LTN de vencimento em outubro de 2005, abril e julho de 2006 e janeiro de 2007. No mesmo período, os cinco leilões de NTN-F com vencimento em janeiro de 2008 e em janeiro de 2010 arrecadaram R\$500,5 milhões. Foram efetuados, ainda, dez leilões de LFT com vencimento em 2007, 2008 e 2009, sendo cinco de venda e cinco

de troca. As vendas de LFT totalizaram R\$18,1 bilhões, e as trocas, R\$2,1 bilhões.

60. Com o propósito de reduzir o excedente de liquidez bancária previsto para o trimestre seguinte, o Banco Central realizou, em 23/3, venda de LTN com vencimento em julho de 2005 liquidada mediante a compra de LTN com vencimento em abril de 2005. Similarmente, em 6/4, 13/4 e 20/4, vendeu LTN com vencimento em outubro de 2005, liquidando as vendas com a compra de LTN de vencimento em julho de 2005. Essas operações totalizaram R\$5,1 bilhões.

61. Na administração da liquidez corrente, o Banco Central efetuou operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo de um mês, bem como operações de nivelamento da liquidez ao fim do dia. Além disso, interveio em vinte ocasiões por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo sete tomadoras de recursos overnight, três tomadoras de recursos por prazo entre dois e cinco dias úteis e dez doadoras de recursos overnight. O excesso médio de liquidez bancária esterilizado por operações com prazo de até trinta dias foi de R\$19,2 bilhões e, por operações com prazo de três meses, de R\$39,9 bilhões.

62. Em março, devido à colocação líquida de R\$14,5 bilhões em títulos e à apropriação de juros, o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) elevou-se em 3,3%. O percentual da dívida exposta à variação cambial voltou a registrar redução, de 6,0%, no final de fevereiro, para 4,9%, no final de março, em razão do resgate líquido de títulos cambiais e da contratação de *swaps* em que o Banco Central assumiu posição ativa em câmbio.

Notas da 108ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/5/2005

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/5) e do 20º andar (18/5) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 15h10 (17/5) e 17h2 (18/5)

Horário de término: 17h25 (17/5) e 19h30 (18/5)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilacqua

Alexandre Schwartzman

Antonio Gustavo Matos do Vale

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo

João Antônio Fleury Teixeira

Paulo Sérgio Cavalheiro

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 17)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

André Barbosa Coutinho Marques – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)

Demais participantes (presentes no dia 17)

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

Helio Mori – Consultor da Diretoria

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

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. Os índices de preços ao consumidor mostraram elevação da inflação em abril, em decorrência da aceleração dos preços livres e da manutenção da variação dos itens com preços monitorados em patamar elevado. No atacado, o resultado de abril foi fortemente influenciado pela queda dos preços agrícolas, após a alta observada no bimestre fevereiro–março, movimento que se sobrepôs à moderada aceleração nos preços industriais.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,87% em abril, ante 0,61% em março. Com esse resultado, a variação no ano atingiu 2,68% e a acumulada em doze meses 8,07%. No mês, o conjunto de preços livres considerados no cálculo do IPCA aumentou 0,76%, frente a 0,33% registrado no mês anterior, respondendo por 0,53 p.p. da variação do índice no período. O grupo alimentação e bebidas variou 0,81% e contribuiu com 0,18 p.p. para o resultado do mês. Outra pressão importante, de 0,13 p.p., adveio do aumento dos remédios. Os preços monitorados e administrados por contrato variaram 1,14%, respondendo por 0,34 p.p. da variação do índice, com destaque para o impacto da elevação das tarifas de ônibus urbano em três capitais, que contribuiu com 0,13 p.p. para o resultado do mês. Destacou-se, ainda, a contribuição de 0,1 p.p. dos acréscimos nas contas de energia elétrica em cinco regiões, referentes aos reajustes anuais, aumentos na alíquota do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e reajustes no valor da taxa de iluminação pública.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou variação de 0,51% em abril, contra 0,99% no mês anterior, acumulando aumentos de 2,24% no primeiro quadrimestre de 2005 e de 10,22% nos últimos doze meses. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) aumentou 0,88% no mês, após alta de 0,7% em março, sobretudo pelo reflexo da aceleração de preços dos alimentos e remédios, tal como captado pelo IPCA. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção

(INCC) atingiu 0,72% em abril, ante 0,67% no mês anterior, repercutindo principalmente os aumentos dos custos da mão-de-obra no período. A variação do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) passou de 1,14% em março para 0,33% em abril, acumulando 11,43% em doze meses.

4. A desaceleração do IPA-DI em abril refletiu, sobretudo, a alteração no comportamento dos preços agrícolas no período – queda de 1,6%, ante alta de 3,59% em março. Mostrando comportamento inverso, a variação dos preços industriais registrou aceleração, ao passar de 0,3% em março para 1,01% em abril, mas as pressões no período concentraram-se em poucos itens, como extrativa mineral, motores, combustíveis, produtos farmacêuticos e de matéria plástica. Considerando o IPA-DI segundo os estágios de processamento, verificou-se, de março para abril, arrefecimento na elevação dos preços de bens finais, particularmente alimentação *in natura*, enquanto os preços dos bens intermediários registraram aceleração, com alta de 0,93%, ante 0,18% em março. Em relação aos preços de matérias-primas brutas, a variação negativa acompanhou o comportamento dos preços de origem agropecuária, sobrepondo-se à aceleração dos preços das matérias-primas minerais.

5. Os núcleos de inflação para o IPCA elevaram-se em abril. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situou-se em 0,7%, comparativamente a 0,62% no mês anterior, e totalizou 7,55% em doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,49% em março para 0,7% em abril, com aumento de 6,59% em doze meses. O núcleo calculado pela exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados elevou-se de 0,41% em março para 0,71% em abril. Em doze meses, essa medida de núcleo do IPCA apontou variação de 7,3%.

6. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,65% em abril, ante 0,49% em março, totalizando alta de 5,81% em doze meses.

7. O índice de difusão do IPCA mostrou aumento no número de itens que registraram variações positivas em abril, 67,2%, ante 63,9% em março.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) as projeções para os reajustes totais nos preços da gasolina e de gás de botijão para 2005 foram mantidas em valor igual ao da reunião anterior: 0%;

b) em relação às tarifas de telefonia fixa, as projeções de reajustes para 2005 sofreram elevação de 0,7 p.p., passando de 7,9% na reunião de abril para 8,6% atualmente. Já as projeções de reajustes das tarifas de energia elétrica residencial foram mantidas em 10,8%, considerando-se o acumulado para 2005;

c) para o conjunto total de itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 29,6% no IPCA de abril, projeta-se aumento de 7,3% para todo o ano de 2005, valor 0,1 p.p. maior que os 7,2% projetados na reunião anterior;

d) em relação à projeção de reajuste do conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados para 2006, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, não houve alteração, permanecendo em 5,1%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 14 p.b. no segundo trimestre de 2005 e alcança 42 p.b. no último trimestre de 2006.

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

10. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 19,5%

ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,50), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima do objetivo de 5,1% para 2005, mas abaixo da meta para 2006. 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 (Gerin) do Banco Central do Brasil, as projeções se encontram acima do objetivo de 5,1% para 2005 e acima da meta de 4,5% para 2006.

Implementação da Política Monetária

11. A inflação medida pelo IPCA aumentou para 0,87% em abril, após permanecer em patamares elevados, próximos a 0,60%, nos três primeiros meses do ano. Essa nova elevação do IPCA deveu-se ao maior aumento nos preços de bens comercializáveis, e ocorreu a despeito da desaceleração dos preços dos alimentos *in natura*. Os preços monitorados, apesar de ligeira desaceleração, continuaram registrando incremento elevado. Os reajustes de ônibus urbanos em algumas capitais e o aumento no preço dos remédios foram componentes importantes para a maior pressão inflacionária observada no mês. Houve, ainda, ampliação do número de itens do IPCA que sofreram aumento, revertendo a tendência de queda do índice de disseminação da inflação observada nos últimos meses.

12. Os núcleos do IPCA registraram aceleração em abril, em todos os critérios acompanhados pelo Copom – por exclusão ou por médias aparadas, com ou sem suavização. O núcleo por exclusão de itens monitorados e de alimentos no domicílio, após apresentar menor variação em março, voltou a acelerar-se. Essa medida teria sofrido aceleração mesmo se depurada também da influência pontual do reajuste dos preços dos remédios. Assim, a tendência subjacente de inflação indicada pelo conjunto das medidas de núcleo manteve-se em patamar elevado em relação à trajetória de metas.

13. A inflação medida pelo IGP-DI registrou desaceleração em abril, reduzindo-se para 0,51%, contra 0,99% em março. Esse comportamento deveu-se ao forte declínio na variação do IPA, que passou de

1,14% para 0,33%, em função do recuo nos preços de produtos agrícolas. Dados para o primeiro decêndio do mês de maio, capturados na apuração do IGP-10, mostraram queda ainda maior no IPA de produtos agrícolas. O IPA de produtos industriais, por seu turno, após apresentar forte aumento no componente medido pelo IGP-DI em abril, vem apresentando desaceleração nos dados mais recentes. Conforme destacado nas Notas de reuniões passadas do Copom, a menor variação do IPA industrial nos últimos meses reflete, em parte, a apreciação cambial observada no período e a própria ação da política monetária, podendo ter efeitos benéficos sobre a variação futura dos preços ao consumidor, desde que se mantenha a tendência observada recentemente. A intensidade desses repasses dependerá, naturalmente, das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

14. A produção industrial cresceu 1,5% em março, em termos dessazonalizados, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), confirmando a tendência sinalizada pelos indicadores antecedentes e coincidentes da série. Esse resultado eleva a produção industrial a nível próximo ao máximo da série, observado no final de 2004. A maior expansão registrada em março pode estar refletindo a normalização de fatores que contribuíram para o desempenho mais fraco em fevereiro, como o atraso na colheita de cana-de-açúcar e a redução na carga processada de petróleo, e também a correção de flutuações inerentes a séries submetidas a procedimentos de dessazonalização na presença de feriados móveis. Considerando-se uma série mais estável, de médias móveis trimestrais, o nível de produção registrou estabilidade em março, mas permanece no elevado patamar observado desde o final de 2004. Conforme destacado nas Notas das reuniões passadas do Copom, a economia continua mostrando sinais de expansão, mas, previsivelmente, em ritmo menos intenso do que o registrado ao longo de 2004. Os indicadores antecedentes e coincidentes sinalizam crescimento da produção industrial em abril.

15. Em termos de composição da atividade industrial, a contribuição mais expressiva para o desempenho observado em março foi do setor de bens de capital, que cresceu 5,4%, após dois meses consecutivos de queda. Houve queda na produção de bens de consumo

duráveis, semiduráveis e não duráveis, enquanto a produção de bens intermediários manteve-se estável. No critério de médias móveis trimestrais, os bens de consumo duráveis prosseguem em trajetória de crescimento, enquanto os bens de capital vêm mantendo estabilidade. Os bens de consumo semiduráveis e não duráveis registraram certa acomodação após o forte crescimento verificado nos meses recentes. Os bens intermediários, por seu turno, continuam em trajetória de redução do nível de produção, possivelmente refletindo o choque negativo na agricultura, que afetou a demanda pelos itens relacionados àquele setor. Conforme destacado nas Notas da reunião de abril do Copom, o padrão observado nos dois últimos meses, em que os bens de consumo duráveis ainda sustentam forte desempenho, enquanto itens mais sensíveis à renda perdem dinamismo, não parece consistente com a fase atual do ciclo econômico. Dada a evolução positiva no mercado de trabalho e na renda registrada nos últimos meses, e a postura de política monetária adotada nesse mesmo período, não seria natural esperar que se revertesse a tendência na mudança da composição da atividade na economia, com o crescimento econômico sendo sustentado cada vez mais pelos setores mais dependentes da renda. Mais observações serão necessárias para caracterizar possíveis mudanças no padrão da atividade industrial.

16. No mercado de trabalho, os números recentes ratificam a manutenção do bom desempenho observado há vários trimestres. Segundo pesquisa do IBGE, a taxa de desocupação apresentou ligeiro aumento – de 10,6% em fevereiro para 10,8% para março. Esse número segue o padrão sazonal observado em anos anteriores, continuando, porém, em níveis inferiores à taxa registrada nos mesmos meses de 2004. A população ocupada aumentou 0,5% em relação a fevereiro, e houve elevações tanto da massa salarial como do rendimento médio, em termos reais. O emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, prossegue em trajetória de crescimento desde o primeiro trimestre de 2003. A massa salarial real na indústria, após recuo no início de 2005, voltou a crescer em março. O emprego formal, computado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), também continua em trajetória de expansão, com crescimento

de 1,07% em abril, equivalente a um total de 266.095 empregos, valor mais alto para o mês de abril desde a criação da série, em 1992. Com isto, a criação de empregos totaliza mais de 1,54 milhão de novas vagas nos últimos doze meses.

17. As vendas no comércio varejista, segundo o IBGE, cresceram, em março, 1,75% na série dessazonalizada. Esse comportamento no mês pode ser atribuído, em parte, à reversão do efeito de feriados móveis mencionado no parágrafo 14. O setor de móveis e eletrodomésticos foi o que apresentou melhor desempenho, seguido pelas vendas em super e hipermercados. O único componente que registrou recuo foi o grupo dos combustíveis e lubrificantes. Segundo o critério de médias móveis trimestrais, a trajetória de crescimento do volume de vendas, após um período de forte crescimento entre maio de 2003 e maio de 2004, parece ter sofrido uma ligeira inflexão, e sustenta, desde então, tendência de expansão cujo ritmo é mais moderado. Quanto à composição da série, as vendas de hiper e supermercados continuam na trajetória de rápida expansão observada desde o final de 2003. As vendas de móveis e eletrodomésticos vêm apresentando ligeira acomodação desde o final de 2004, enquanto as de tecidos, vestuário e calçados mostraram recentemente alguma reversão da trajetória de crescimento observada ao longo de 2004. O índice de confiança do consumidor medido pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) apresentou novo recuo, mas ainda permanece em patamares elevados.

18. Conforme destacado repetidamente nas Notas das últimas reuniões do Copom, em função da forte expansão da atividade desde o fim de 2003, um foco importante de preocupação em relação à dinâmica prospectiva da inflação continua sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres. A esse respeito, a utilização da capacidade instalada, segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, subiu para 83,1% em março, retornando, assim, a níveis próximos às máximas históricas observadas no segundo semestre de 2004. O indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital registrou expansão de 2,4% nos doze meses terminados em março de 2005, comparativamente ao desempenho nos doze meses anteriores. O ritmo mais lento de crescimento registrado na margem reflete

bases de comparação consideravelmente mais elevadas, após a forte expansão dos investimentos observada ao longo de 2004. A produção de bens de capital acumula crescimento de 14,7% nos últimos doze meses, muito embora os números recentes estejam sendo afetados negativamente pela forte queda na produção de bens destinados ao setor agrícola.

19. No comércio exterior, os superávits expressivos foram mantidos em abril, reforçando perspectivas mais favoráveis que as anteriormente previstas para o ano. As exportações e as importações continuaram a expandir-se a taxas elevadas nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior. No acumulado de doze meses até abril de 2005, as exportações cresceram 32,8% em valor, em relação ao acumulado de doze meses até abril de 2004. No mesmo critério de comparação, as importações vêm se expandindo à taxa de 30,0%, respondendo à forte expansão da demanda doméstica. Com exportações crescendo em ritmo mais forte que as importações, o saldo comercial ampliou-se para US\$37,8 bilhões nos últimos doze meses, o que representa uma expansão de 38,1% em relação aos doze meses encerrados em abril de 2004. Em termos de volume, na comparação do primeiro trimestre de 2005 com o mesmo período do ano anterior, as exportações de manufaturados continuam sendo o item a apresentar maior taxa de crescimento. O bom desempenho dos saldos comerciais proporcionou superávit em transações correntes de US\$14,2 bilhões no período de doze meses encerrado em abril, equivalente a 2,2% do PIB. A demanda externa, portanto, continua a contribuir para a expansão da economia.

20. Os mercados internacionais de capitais permaneceram voláteis desde a reunião de abril do Copom, mas em menor intensidade, na medida em que parece ter havido absorção parcial do choque provocado pela reavaliação da qualidade de crédito de algumas empresas de grande porte nos Estados Unidos. O prêmio de risco-Brasil apresentou menor volatilidade, e oscilou em torno de patamar inferior ao registrado no período que precedeu a reunião de abril. A moeda brasileira, por seu turno, manteve tendência de apreciação, levando a taxa de câmbio em relação ao dólar aos níveis mais baixos do ano. Conforme destacado nas Notas das reuniões passadas do Copom,

a disponibilidade de liquidez internacional e a estabilidade dos mercados continuam condicionadas ao quadro macroeconômico nos países industrializados, especialmente nos Estados Unidos, e à possível resposta da política monetária do *Federal Reserve* (Fed) à evolução desses condicionantes. O Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração pronunciada nos mercados financeiros internacionais, em função de mudanças abruptas na condução da política monetária norte-americana.

21. Os preços internacionais do petróleo seguiram trajetória descendente desde a segunda quinzena de abril. O comportamento dos preços continua refletindo informações acerca das condições de demanda e do estoque disponível de petróleo nos principais países consumidores, assim como possíveis restrições na oferta por parte dos países produtores. Apesar do recuo observado desde a reunião de abril do Copom, os preços internacionais da gasolina ainda se mantiveram acima dos preços praticados no mercado doméstico. As previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência da mudança recente de tendência. No entanto, a reversão da escalada de preços aumenta a probabilidade de que se observe o cenário básico mantido pelo Copom, que continua a tratar uma deterioração mais intensa apenas como um risco latente, não como parte de suas premissas centrais. Com isso, o Comitê mantém a hipótese de que não haverá reajuste nos preços domésticos dos combustíveis em 2005. No entanto, é importante assinalar que, enquanto os preços internacionais mantiverem oscilações de grande amplitude ou os patamares médios observados nos últimos meses, esse elemento continua a representar risco, ainda que menor do que no mês passado, para a trajetória futura da inflação.

22. Desde a reunião de abril do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2005 deteriorou-se, passando de 6,10% para 6,39%. Conforme destacado nas Notas das últimas reuniões do Copom, as expectativas para a inflação de 2005 foram pouco sensibilizadas, nos últimos meses, por desenvolvimentos favoráveis que poderiam contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias, tais como os sinais de desaceleração

no ritmo de crescimento da economia, a reavaliação das expectativas de mercado para a trajetória da taxa de câmbio e a postura mais restritiva de política monetária. O crescimento marginal das expectativas para 2005 está ligado principalmente a reajustes de alguns preços administrados em valor acima do esperado, às expectativas de inflação do segundo trimestre e à evolução menos favorável do cenário internacional. As expectativas para a inflação doze meses à frente também se deterioraram nas últimas semanas, mas o fizeram aproximadamente na mesma medida em que foram revistas as taxas esperadas para o segundo trimestre de 2005, sugerindo que a postura monetária mais restritiva tem evitado que as pressões inflacionárias de curto prazo se propaguem para horizontes mais longos. Essa indicação de ancoragem das expectativas de inflação é corroborada pela estabilidade da inflação esperada para o segundo semestre de 2005 e para o ano de 2006.

23. A projeção de inflação do cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 19,5% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,50 ao longo de todo o horizonte de projeção, apresentou elevação em relação à reunião anterior do Copom, situando-se, portanto, acima do objetivo de 5,1% para o ano. Essa deterioração deveu-se à surpresa da inflação de abril, que mais do que compensou o efeito da valorização cambial. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e da taxa Selic esperadas pelo mercado no período imediatamente anterior à reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência, e também se elevaram em relação ao mês anterior, pela mesma razão apontada no caso do cenário de referência. Para 2006, não houve alteração na projeção de inflação associada ao cenário de referência, que permaneceu portanto abaixo do centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o próximo ano. Já no cenário de mercado, houve ligeiro aumento na projeção, que se manteve acima do centro da meta.

24. O Copom também considerou as projeções de inflação para horizontes situados entre dezembro de 2005 e dezembro de 2006, como os períodos de doze meses que se encerram em março de 2006, junho de 2006 e setembro de 2006. Trata-se de horizontes cujos resultados serão mais sensíveis às decisões correntes

de política monetária do que os do ano calendário de 2005, sendo, ao mesmo tempo, períodos cobertos por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis para o ano calendário de 2006. A projeção do cenário de referência para o período de doze meses que se encerra em março de 2006 encontra-se acima do seu valor na trajetória de metas obtida pela interpolação do objetivo de inflação de 5,1% para 2005 e da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para 2006. Essa projeção encontra-se também acima da projeção correspondente efetuada por ocasião da reunião de abril do Copom. Já as projeções do cenário de referência para os períodos de doze meses que se encerram em junho de 2006 e em setembro de 2006 encontram-se abaixo dos valores na trajetória de metas que dizem respeito a esses mesmos períodos. Essas mesmas projeções encontram-se em valor praticamente igual ao obtido na reunião de abril.

25. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação no primeiro trimestre do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. A atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, não obstante o aumento recente na utilização da capacidade instalada na indústria, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, houve uma melhora no cenário externo e uma diminuição da defasagem do preço doméstico da gasolina em relação ao preço internacional. No entanto, tal como nas reuniões de março e abril, o Comitê identificou a existência de fatores que aumentaram os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos estão associados à persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, fizeram com que se deteriorassem as expectativas para 2005 e provocaram a permanência dos núcleos em níveis elevados.

26. O Copom reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação futura, analisando cenários alternativos para a evolução das principais variáveis

que determinam a dinâmica dos preços. A manutenção de riscos elevados para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, quanto o processo de coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma maior incerteza determinada pelo aumento da inflação corrente e dos núcleos, que deve reverter-se em resposta aos estímulos da política monetária, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. Cabe à política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante para evitar que pressões detectadas em horizontes mais curtos se propaguem para horizontes mais longos. Tal postura se justifica a despeito da consideração pertinente de que a política monetária atua com defasagem sobre a atividade e sobre a inflação, e de que os efeitos do processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 ainda não se fizeram sentir integralmente.

27. Dados os riscos de curto prazo e sua persistência nos últimos meses, o Comitê avaliou que somente a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica por um período suficientemente longo de tempo no nível estabelecido em sua reunião de abril não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,75% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004. Como ressaltado também nas Notas de reuniões anteriores, é necessário que a Autoridade Monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê.

28. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 14 de junho de 2005 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 12.631, de 29.10.2004.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade Econômica

29. O volume de vendas do comércio varejista registrou expansão de 1,8% em março, em relação ao do mês anterior, após ajuste sazonal, segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, de abrangência nacional. Das atividades que integram o índice geral de vendas, apenas o segmento de combustíveis e lubrificantes registrou recuo no período. Comparativamente ao movimento varejista registrado em março de 2004, observou-se acréscimo de 8,6% no volume de vendas, com destaque para a expansão das vendas de móveis e eletrodomésticos, de 18% no período. As vendas do segmento hiper e supermercados cresceram 10,9% no mesmo período, resultado em parte influenciado pelas vendas da Páscoa, que neste ano aconteceram em março, alterando a base de comparação. O segmento de automóveis, motos, partes e peças, que não integra a composição do índice geral, expandiu 5%. No primeiro trimestre do ano, o volume de vendas aumentou 5,9% em relação ao movimento verificado no mesmo período de 2004.

30. Em abril, os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram quedas de 2,7% no número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e de 2% nas consultas ao sistema Usecheque, em comparação ao observado no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até abril, comparativamente ao mesmo período de 2004, esses indicadores mostraram aumentos de 6,3% e 4,8%, respectivamente.

31. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou queda mensal de 5,5% do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em maio, resultado que decorreu dos recuos de 6,1% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) e de 4,5% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea).

32. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil, a fabricação doméstica de bens de capital e as importações desses bens aumentaram, respectivamente, 0,8%, 5,4% e 0,8% em março, comparativamente ao mês anterior, após ajuste sazonal. A expansão da fabricação

doméstica de bens de capital – evidenciada quando se compara a produção de um período em relação a igual período do ano anterior – desacelerou no primeiro trimestre de 2005, refletindo, entre outros, a expressiva queda da produção de máquinas e peças agrícolas. Destaque-se, contudo, a continuidade de significativos acréscimos na fabricação de outros itens como equipamentos para construção, energia elétrica e transportes. Também as importações de bens de capital continuaram com taxas de expansão mais elevadas no início de 2005, com acréscimo de 25% no primeiro trimestre do ano.

33. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira cresceu 1,5% em março, na série dessazonalizada, em relação à do mês anterior, após dois meses consecutivos de quedas, novamente aproximando o patamar produtivo do nível recorde atingido em dezembro de 2004. A expansão da atividade decorreu dos acréscimos de 1,2% na indústria de transformação e de 0,4% na atividade extrativa.

34. A análise da produção industrial por atividades, após o ajuste sazonal, revelou que o crescimento na produção, em março, ocorreu em 15 das 23 atividades, destacando-se as expansões em farmacêutica, máquinas e equipamentos, celulose e papel, e material eletrônico e de comunicações. Por categorias, registre-se a recuperação na produção de bens de capital, com expansão mensal de 5,4%, após duas quedas consecutivas. A produção de bens intermediários praticamente repetiu o patamar de fevereiro, com alta de 0,1%, e os níveis de fabricação de bens de consumo duráveis e de não duráveis recuaram 0,7% e 0,2%, respectivamente.

35. Estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação mostraram acréscimos de 0,2% tanto nas vendas reais como nas horas trabalhadas na produção em março, em relação às do mês anterior, nas séries ajustadas sazonalmente pelo Banco Central. Em relação aos índices observados em março de 2004, as vendas reais aumentaram 0,7% e as horas trabalhadas, 4,2%. O nível de utilização da capacidade instalada alcançou 83,1% em março, evoluindo 0,6% na série dessazonalizada comparativamente ao observado no mês anterior, e 0,8% ante o nível registrado no mesmo mês de 2004.

36. A safra nacional de grãos no ano agrícola 2004/2005 deverá situar-se em 113,7 milhões de toneladas, de acordo com o 4º levantamento da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), realizado em abril. Esse resultado representa uma redução de 4,9% em relação à estimativa anterior, realizada em março, e uma queda de 4,6% comparativamente à safra 2003/2004. A quebra da safra é consequência da prolongada estiagem que atingiu principalmente as culturas de soja e milho no Rio Grande do Sul, Paraná e Mato Grosso do Sul.

37. Indicadores referentes à atividade industrial sinalizam crescimento moderado em abril, na série dessazonalizada, mantendo o elevado patamar atingido nos últimos meses. Dentre esses, destaca-se a produção de autoveículos, que acumula aumento de 14,4% no ano, até abril.

Mercado de Trabalho

38. O índice de emprego formal cresceu 0,6% em abril, ante o de março, após ajuste sazonal, de acordo com informações do MTE. Comparativamente ao índice de abril de 2004, houve expansão de 6,5% no emprego formal, com a criação de 1.547 mil empregos líquidos no período. Por segmentos, os maiores crescimentos do emprego ocorreram na indústria de transformação e no comércio.

39. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 10,8% em março, ante 10,6% no mês anterior e 12,8% no mesmo mês de 2004. O acréscimo mensal na taxa de desocupação ocorreu a despeito do aumento de 0,7% no número de trabalhadores ocupados, uma vez que, seguindo o padrão sazonal, houve aumento no número de desocupados, de 2,7%. A População Economicamente Ativa (PEA), estimada em 21,9 milhões de pessoas, apresentou variação mensal de 0,9% em março. Pela mesma pesquisa, em março, o rendimento médio real registrou acréscimos de 0,5%, relativamente a fevereiro, e de 1,7% ante março de 2004.

40. No setor industrial, segundo os índices da CNI ajustados sazonalmente pelo Banco Central, o pessoal empregado e a massa salarial real evoluíram 0,2% e 2%, respectivamente, ante os de fevereiro. Em relação aos índices observados em março de 2004, o

contingente de pessoal empregado e a massa salarial real cresceram 6,5% e 9,5%, na ordem.

Crédito e Inadimplência

41. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres aumentou 2,9% em abril. O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 3,5%, principalmente pelo comportamento do crédito pessoal, estimulado pela expansão das operações consignadas em folha de pagamento, particularmente com aposentados pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). Nas carteiras destinadas a pessoas jurídicas, com recursos domésticos, o saldo cresceu 3,5% e, nas operações referenciadas em moeda estrangeira, houve expansão de 0,2%.

42. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres passou de 47,8% a.a. em março para 48,4% a.a. em abril. Nas operações com pessoas jurídicas, observou-se acréscimo de 0,4 p.p. na taxa média, para 33,3% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas subiu 0,5 p.p., atingindo 64,5% a.a.

43. A taxa de inadimplência das operações de crédito livre contratadas com pessoas físicas, em abril, alcançou 12,3%, 0,4 p.p. inferior à do mês anterior. Em relação aos créditos contratados com pessoas jurídicas, a taxa de inadimplência passou de 3,8% em março para 4% em abril.

44. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, aumentou de 6,4% em março para 7,7% em abril, refletindo, principalmente, a desaceleração na renegociação de débitos em atraso por parte das financeiras. No mês, o número de novos registros negativos recuou 7,2%, mas a queda no número de registros cancelados foi superior, 9,9%. No ano, até abril, a taxa média de inadimplência situou-se em 6,4%, ante 6,2% no primeiro quadrimestre de 2004. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, alcançou a 6,4% em abril, constituindo-se em novo nível recorde da série.

Ambiente Externo

45. As primeiras estimativas de crescimento econômico para as principais economias no primeiro trimestre de

2005 corresponderam às expectativas. O PIB da China registrou alta de 9,5% no primeiro trimestre, relativamente ao trimestre anterior, enquanto na Área do Euro o crescimento atingiu 0,5%, sendo que o desempenho da economia alemã surpreendeu positivamente ao registrar variação de 1% na mesma base de comparação. A Itália registrou contração do PIB pelo segundo trimestre consecutivo – recuo de 0,4% no quarto trimestre e de 0,5% no primeiro trimestre deste ano em relação ao trimestre anterior. Na Inglaterra, o PIB avançou 0,6% nos primeiros três meses do ano, comparados aos últimos três meses de 2004. Nos Estados Unidos, a primeira estimativa de crescimento do produto mostrou taxa anualizada de expansão de 3,1% no primeiro trimestre.

46. A despeito do melhor dado de crescimento neste primeiro trimestre, as expectativas para os próximos períodos não são muito positivas na Área do Euro e na Inglaterra, cujos indicadores de atividade mais recentes apontam para retração na atividade econômica. O contrário se verifica nos Estados Unidos e China. O déficit comercial norte-americano abaixo do esperado em março (US\$55 bilhões) deverá contribuir para elevar a estimativa de crescimento do PIB no primeiro trimestre, enquanto a China continua a apresentar elevados superávites comerciais – US\$21,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2005, ante déficit de US\$11 bilhões no mesmo período de 2004.

47. Relativamente a preços, há indicações de trajetória inflacionária ainda bem comportada. O recuo generalizado nos preços das *commodities*, mais evidente nas cotações do petróleo, terá impacto positivo nos índices de preços ao consumidor e ao produtor nos próximos meses. Em março, esses índices apresentaram elevações anuais de 3,1% e 4,9%, respectivamente, nos Estados Unidos; de 1,9% e 2,8% no Reino Unido; e de 2,1% e 4,2% na Área do Euro. Na China, o índice de preços ao consumidor registrou alta de 1,8% em abril, na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

48. Apesar da elevação dos preços ao consumidor em março, o Banco da Inglaterra manteve, em maio, sua taxa de juros inalterada, em 4,75% a.a., pelo nono mês consecutivo. Nos Estados Unidos, o Fed também manteve a sua política de elevação gradual da taxa dos *fed funds*, que atingiu 3% a.a. em maio.

49. Nos mercados financeiros internacionais, as fontes de estresse vieram de potenciais problemas com os *hedge funds*, altamente alavancados em papéis de grandes corporações automotivas norte-americanas cujos *ratings* foram rebaixados, com impactos negativos e pontuais sobre os preços dos títulos dos países emergentes.

Comércio Exterior e Itens do Balanço de Pagamentos

50. Novos recordes históricos ocorreram nos resultados da balança comercial para abril, para o primeiro quadrimestre do ano e para o período de doze meses encerrado em abril. No mês, a balança comercial registrou superávit de US\$3,9 bilhões. Em doze meses, o saldo comercial e a corrente de comércio alcançaram, respectivamente, US\$37,8 bilhões e US\$170,4 bilhões, representando acréscimos de 38,1% e 31,7% sobre o período anterior equivalente. Em maio, nos primeiros dez dias úteis o saldo comercial totalizou US\$1,4 bilhão, expansão de 16,8% nas exportações e de 31,4% nas importações, ante os valores médios observados no mesmo mês do ano anterior.

51. As exportações, que em abril totalizaram US\$9,2 bilhões, apresentaram a maior média diária já registrada, US\$460,1 milhões, crescimento de 39,6% comparativamente à de abril de 2004. Em todas as categorias de bens ocorreram valores recordes, em decorrência de elevação de preços externos de importantes produtos da pauta de exportação e de aumento nas quantidades embarcadas. Esse comportamento vem sendo acompanhado tanto por produtos tradicionais como por itens com pequena participação, que têm apresentado significativa ampliação, confirmando o processo de diversificação da pauta de exportações. Destaque-se, adicionalmente, a expansão das vendas para todas as regiões, mesmo para mercados com pequena participação nas exportações brasileiras.

52. As importações somaram US\$5,3 bilhões, representando acréscimo de 15%, em termos de médias diárias, comparativamente aos valores médios diários ocorridos em abril de 2004. O aumento das importações ocorreu a despeito da queda de 10,2% nas compras de combustíveis e lubrificantes, comparativamente ao movimento registrado em abril

de 2004. No primeiro quadrimestre do ano, houve crescimento em todas as categorias de produtos, destacando-se os aumentos de 26,2% em combustíveis e lubrificantes, 25,8% em bens de capital, 21,3% em bens de consumo e 18% em matérias-primas e bens intermediários, consideradas as médias diárias em relação às de igual período do ano anterior.

53. Ao final de abril, as reservas internacionais situaram-se em US\$61,6 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, em US\$39 bilhões, com reduções respectivas de US\$368 milhões e de US\$509 milhões ante as posições registradas no final de março.

Mercado Monetário e Operações de Mercado Aberto

54. No período seguinte à reunião do Copom de abril, houve elevação da curva de juros futuros nos prazos inferiores a seis meses, em função do ajuste à decisão do Comitê, do aumento das expectativas de inflação e da divulgação de dados econômicos pelo IBGE (produção industrial e vendas no varejo). No trecho mais longo da curva, ao contrário, as taxas apresentaram recuo, influenciadas, principalmente, pela decisão do Federal Open Market Committee (FOMC), cujo comunicado indicou continuidade do ajuste gradual nos juros norte-americanos, pela queda do risco Brasil, pelo recuo dos preços do petróleo e pelo aumento do fluxo de aplicação de investidores estrangeiros. Entre 20 de abril e 18 de maio, as taxas de juros de um mês e de três meses elevaram-se em 0,21 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente. As taxas de seis meses e de um, dois e três anos, por sua vez, recuaram 0,05 p.p., 0,35 p.p., 0,58 p.p. e 0,68 p.p. 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, recuou de 12,86% para 12,66%.

55. Desde a última reunião do Copom, o Tesouro Nacional realizou, em três ocasiões, leilões de venda de títulos prefixados: LTN de vencimento em outubro de 2005, em julho de 2006 e em janeiro de 2007, e NTN-F de vencimento em janeiro de 2008 e em janeiro de 2010. As vendas de LTN totalizaram R\$14,5 bilhões e as de NTN-F, apenas do vencimento mais curto, R\$105,3 milhões. Promoveu, também, quatro leilões de venda de LFT de vencimento em março de 2008, em dezembro de 2008

e em setembro de 2009, cujo valor financeiro totalizou R\$7,1 bilhões. Com o objetivo de reduzir o volume de títulos vincendos em 1/7/2005, o Tesouro resgatou antecipadamente o equivalente a R\$2,9 bilhões de LTN, em dois leilões.

56. Na administração da liquidez corrente, o Banco Central efetuou semanalmente operações compromissadas com prazo de três meses e taxa prefixada e com prazo de um mês e taxa pós-fixada, bem como operações diárias de nivelamento da liquidez. Além disso, interveio em treze ocasiões doando recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo nove *overnight* e quatro com prazo de dois ou três dias úteis. Em função das condições de liquidez, as operações compromissadas semanais de um mês foram suspensas a partir de 4 de maio. O excesso médio de liquidez bancária esterilizado por operações com prazo de três meses ficou em R\$42,1 bilhões. Já as operações com prazo de até trinta dias apresentaram um saldo médio doador de R\$1,3 bilhão.

57. Com o objetivo de reduzir o excedente de liquidez bancária previsto para o terceiro trimestre do ano, o Banco Central realizou, em 27 de abril e em 4 e 11 de maio, venda de LTN de vencimento em outubro de 2005, de sua carteira, liquidada mediante compra de LTN de vencimento em julho de 2005. O volume financeiro dessas operações correspondeu a R\$3,8 bilhões.

58. Em maio, o resgate líquido de instrumentos cambiais, incluídos os vencimentos de juros, atingiu R\$307 milhões até o dia 18. Desde o início do ano, o resgate líquido acumulou R\$15,0 bilhões.

59. Em abril, o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) permaneceu estável em relação ao mês anterior, devido ao resgate líquido de títulos e à apreciação cambial. O percentual da dívida exposta à variação cambial registrou nova redução, de 4,9%, no final de março, para 4,6%, no final de abril, principalmente em razão do efeito da apreciação da taxa de câmbio sobre o estoque de títulos e de *swaps*.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Circular 3.274, de 10.2.2005 – Redefiniu e consolidou as regras do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista, tendo em vista as alterações efetuadas quanto à forma de liquidação dos instrumentos de pagamento. Foram consolidadas as seguintes circulares do Banco Central:

- a) Circular 3.177, de 19.2.2003 – Elevou de R\$4.000.000,00 (quatro milhões de reais) para R\$44.000.000,00 (quarenta e quatro milhões de reais) a parcela deduzida da média aritmética dos valores sujeitos ao recolhimento compulsório;
- b) Circular 3.199, de 8.8.2003 – Reduziu a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista de 60% para 45%; e
- c) Circular 3.257, de 8.9.2004 – Incluiu os depósitos para investimentos na base de incidência dos valores sujeitos ao recolhimento compulsório sobre recursos à vista e da exigibilidade adicional.

Resolução 3.272, de 24.3.2005 – Estabeleceu que as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem registrar, a partir de 1º de julho de 2005, os títulos e valores mobiliários de sua emissão, aceite ou garantia, exceto ações, em sistemas de registro e de liquidação financeira autorizados por esta Autarquia ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Resolução 3.273, de 24.3.2005 – Manteve em 9,75% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a vigorar no segundo trimestre de 2005.

Resolução 3.277, de 31.3.2005 – Estabeleceu, em caráter emergencial e extraordinário, exclusivamente

para a safra 2004/2005, as condições especiais para prorrogação de dívidas decorrentes da estiagem que atingiu os municípios dos estados do Rio Grande do Sul, do Paraná e de Santa Catarina. Dessa forma, no âmbito do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro), foi concedido, aos agricultores, prazo adicional de dois anos para efetuar o pagamento das prestações dos financiamentos de custeio vencidas ou vincendas neste ano, desde que o mutuário declare prejuízos acima de 30% da produção esperada. Ao mesmo tempo, fica prorrogado, por até um ano após o vencimento da última parcela pactuada, o prazo de pagamento das prestações vencidas ou vincendas em 2005, relativas às operações de investimento de responsabilidade de mutuários do grupo “E” do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf).

Resolução 3.278, de 28.4.2005 – Estabeleceu que as entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia podem manter serviço de empréstimo dos valores mobiliários nelas custodiados, assinalando-se que, anteriormente, essa operação era permitida somente com ações de emissão de companhias abertas. As condições para a realização de tais operações são as seguintes:

- a) a autorização prévia dos titulares dos valores mobiliários objeto de empréstimos deve ser feita por escrito;
- b) a intermediação de empréstimos dos valores mobiliários deve ser efetuada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários; e
- c) o regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários deve ser previamente aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Circular 3.282, de 28.4.2005 – Determinou prazo para o registro de títulos e valores mobiliários, nos termos previstos na Resolução 3.272, de 24.3.2005. O referido registro deve ser efetuado no prazo de até três dias úteis após a contratação da operação. Estão isentos da exigência de registro os títulos e os valores emitidos por uma mesma instituição, em favor de um mesmo detentor, cujo somatório seja inferior a R\$50.000,00 (cinquenta mil reais).

Resolução 3.280, de 29.4.2005 – Alterou o direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Nesse sentido, essas instituições ficam dispensadas de cumprir a aplicação mínima de 65% de suas captações em caderneta de poupança, desde que as novas concessões em abril, maio e junho de

2005 superem em 45% os montantes registrados em igual período de 2004.

Resolução 3.284, de 25.5.2005 – Dispôs sobre a aplicação de disponibilidades oriundas de receitas próprias das empresas públicas e das sociedades de economia mista integrantes da Administração Federal Indireta, envolvendo os fundos extramercado administrados pelo Banco do Brasil. Essa norma promove a adequação dos fundos extramercado às novas regras de funcionamento dos fundos de investimento, editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mantém-se a regra de aplicação dos recursos da carteira desses fundos, com pelo menos 75% destinados à aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e 25%, no máximo, direcionados para depósitos a prazo nas instituições integrantes do conglomerado do Banco do Brasil. Os recursos remanescentes dos fundos de investimento podem ser direcionados a operações compromissadas com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, mantidos em contas de depósitos à vista ou destinados à realização de operações em mercados de derivativos. Adicionalmente, registra-se que as operações em mercados de derivativos só podem ser efetuadas pelos fundos extramercado exclusivos.

Medidas de política fiscal

Decreto 5.379, de 25.2.2005 – Dispôs sobre a programação orçamentária e financeira para o exercício de 2005 e estabeleceu o cronograma mensal de desembolso do Poder Executivo. Ao se elaborar o cronograma de desembolso, foram contingenciados R\$15,9 bilhões, dos quais R\$8,7 bilhões se referem às despesas com investimentos e R\$7,2 bilhões aos gastos de custeio. Como ocorreu em anos anteriores, caso as receitas estimadas sejam confirmadas, os valores bloqueados serão gradativamente liberados.

Medida Provisória 242, de 24.3.2005 – Alterou dispositivos da Lei 8.213, de 24.7.1991, de modo a promover alterações na sistemática e no cálculo da concessão do auxílio-doença.

Decreto 5.385, de 4.3.2005 – Instituiu o Comitê Gestor de Parceria Pública-Privada (CGP), cujo objetivo principal é selecionar os projetos prioritários para investimentos amparados na Lei de Parcerias Público-Privadas (PPP).

Lei 11.107, de 6.4.2005 – Dispôs sobre normas gerais para a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios contratarem consórcios públicos para a realização de objetivos de interesse comum e dá outras providências.

Decreto 5.411, de 6.4.2005 – Autorizou a integralização de cotas no Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP), mediante ações representativas de participações acionárias da União em sociedades de economia mista disponíveis para venda.

Medida Provisória 248, de 20.4.2005 – Fixou em R\$300,00 o valor do salário mínimo, com vigência a partir de 1º.5.2005.

Decreto 5.442, de 9.5.2005 – Reduziu para zero as alíquotas da Contribuição para o Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) incidentes sobre as receitas financeiras decorrentes de operações realizadas para fins de *hedge*, auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas ao regime de incidência não cumulativa das referidas contribuições. Ressalta-se que o Decreto 5.164, de 30.7.2004, que instituiu a alíquota zero para as receitas financeiras, não contemplava as operações de *hedge*. Permanecem sujeitas às contribuições somente as receitas financeiras oriundas de juros sobre capital próprio.

Decreto 5.443, de 9.5.2005 – Reajustou em 6,355% os benefícios mantidos pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). Esse percentual contempla as aposentadorias e pensões superiores ao piso de um salário mínimo e não se aplica aos benefícios que tenham sofrido majoração quando da elevação do piso salarial. A medida, que passou a vigorar em 1º de maio, também fixa em R\$2.688,15 o limite máximo do salário-de-contribuição e do salário-de-benefício.

Mensagens 264, 265 e 266, de 11.5.2005, da Presidência da República – Comunicaram ao presidente do Senado Federal que, por ferirem princípios constitucionais e estarem em desacordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, foram vetados integralmente os três projetos de lei que autorizavam reajuste de 15% nos vencimentos do Poder Legislativo (Câmara dos Deputados, Senado Federal e Tribunal de Contas da União).

Decreto 5.447, de 20.5.2005 – Alterou o Anexo ao Decreto 3.803, de 24.4.2001, que relaciona os

medicamentos sujeitos à isenção das contribuições para o Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e Cofins. O Decreto 3.803/2001 concede às pessoas jurídicas que procedem à industrialização ou à importação de medicamentos sujeitos à prescrição médica, identificados por tarja vermelha ou preta e destinados à venda no mercado interno, o regime especial de utilização do crédito presumido da contribuição para os programas PIS/Pasep e Cofins. A medida permitirá a redução, em média, de 11% nos preços praticados no mercado, o que representa uma economia de, aproximadamente, R\$125 milhões anuais para os consumidores, principalmente aqueles que necessitam dos medicamentos para o tratamento continuado.

Lei 11.119, de 25.5.2005 (conversão da Medida Provisória 243, de 31.3.2005) – Convalidou a atualização da tabela do imposto de renda das pessoas físicas, que passou a vigorar em 1º.1.2005, e revogou as demais disposições da Medida Provisória 232, de 30.12.2004.

Medidas relacionadas ao setor externo

Circular Secex 13, de 28.2.2005 (DOU 2.3.2005) – Tornou pública a distribuição, entre as empresas nacionais, da quota de 6.000 unidades de veículos automóveis leves contemplada com o benefício de 100% de preferência tarifária, nas exportações do Brasil ao Uruguai, amparadas pelo 60º Protocolo Adicional ao Acordo de Complementação Econômica 2.

Resolução Camex 5, de 3.3.2005 (DOU 7.3.2005) – Alterou a Lista de Exceção à TEC. Foram incluídos quinze produtos siderúrgicos com alíquota zero do Imposto de Importação, contemplando bobinas a frio, bobinas a quente e folhas de flandres. Em contrapartida, foram excluídos produtos da área médica, cevada e alguns fertilizantes.

Resolução CMN 3.270, de 17.3.2005 – Instituiu linha de crédito destinada ao financiamento da colheita e da estocagem de café do período agrícola 2004/2005, ao amparo de recursos do Fundo de Defesa da Economia Cafeeira (Funcafé), e dispõe sobre comercialização dos cafés arábica e robusta da safra 2004/2005 ao amparo da Linha Especial de Crédito (LEC).

Instrução Normativa Mapa 4, publicada no DOU 17.3.2005 e republicada no DOU de 21.3.2005

e de 22.3.2005 (Vigiagro) – Estabeleceu que a importação ou exportação de qualquer animal, vegetal, seus produtos e subprodutos, bem como de toda matéria-prima e insumo utilizado na agricultura e pecuária, quando regulamentado ou passível de veicular pragas ou doenças, fica condicionada à fiscalização do Sistema de Vigilância Agropecuária do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

Lei 11.105, de 24.3.2005 (DOU 28.3.2005) – Regulamentou os incisos II, IV e V do parágrafo 1º do artigo 225 da Constituição Federal; estabeleceu normas de segurança e mecanismos de fiscalização de atividades que envolvam Organismos Geneticamente Modificados e seus derivados, criando o Conselho Nacional de Biossegurança; reestruturou a Comissão Técnica Nacional de Biossegurança, dispôs sobre a Política Nacional de Biossegurança.

Resoluções Camex 8, 10, 13 e 14, de, respectivamente, 24.3.2005, 25.4.2005, 20.5.2005 e 7.6.2005 (DOU de 30.3.2005, 27.4.2005, 23.5.2005 e 8.6.2005) (Ex-Tarifários) – Alteraram para 2% (dois por cento), até 31.12.2006, no caso da primeira norma, e até 30.6.2007, para as demais, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital especificados, na condição de Ex-tarifários, e adota outras providências.

Portaria STN 252, de 1º.4.2005, e 300, de 2.5.2005 – Autorizaram a emissão de Notas do Tesouro Nacional Série I, NTN-I, no valor, respectivamente, de R\$15.062.249,74 (quinze milhões, sessenta e dois mil, duzentos e quarenta e nove reais e setenta e quatro centavos) e de R\$3.449.325,33 (três milhões, quatrocentos e quarenta e nove mil, trezentos e vinte e cinco reais e trinta e três centavos), inscritos em restos a pagar em 15.12.2004, 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).

Medida Provisória 246, de 6.4.2005 (DOU 7.4.2005, retificada no DOU 8.4.2005) – Dispôs sobre a reestruturação do setor ferroviário e o término do processo de liquidação da Rede Ferroviária Federal S.A. Regulamentada pelo Decreto 5.412, de 6.4.2005.

Circular Secex 24, de 18.4.2005 (DOU 19.4.2005) – Distribuiu, entre as empresas que especifica, a quota de 185.000 unidades de veículos automóveis, nas

importações brasileiras oriundas do México em 2005, amparadas pelo Acordo de Complementação Econômica 55.

Resolução Camex 12, de 25.4.2005 (DOU 7.3.2005) – Alterou as alíquotas do Imposto de Importação que compõem a Tarifa Externa Comum (TEC) dos produtos especificados, como produtos químicos, couros e peles, e outros.

Circular Bacen 3.283, de 29.4.2005 – Alterou procedimentos relativos ao registro de operações de câmbio interbancárias eletrônicas.

Lei 11.116, de 18.5.2005 (DOU 19.5.2005) – Dispôs sobre o Registro Especial, na Secretaria da Receita Federal do Ministério da Fazenda, de produtor ou importador de biodiesel e sobre a incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins sobre as receitas decorrentes da venda desse produto; alterou as Leis 10.451, de 10.5.2002, e 11.097, de 13.1.2005; e deu outras providências. Conversão em Lei da Medida Provisória 227, de 6.12.2004.

Decreto 5.541, de 1º.6.2005 (DOU 2.6.2005) – Dispôs sobre a execução no Território Nacional da Resolução 1.556, de 30.6.2004, do Conselho de Segurança das Nações Unidas, que estabelece, entre outras providências, embargo de armas a entidades não governamentais e indivíduos operando na região de Darfur, no Sudão.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alexandre Schwartzman
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alexandre Schwartzman
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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)

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Siglas

a.a.	Ao ano
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Andima	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
ANP	Agência Nacional do Petróleo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
Cuci	Classificação Uniforme para o Comércio Internacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DJIA	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
FED	<i>Federal Reserve</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIF	Fundos de Investimento Financeiro
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP	Fundos Mútuos de Privatização
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Ger in	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICC	Índice de Confiança do Consumidor

Icea	Índice das Condições Econômicas Atuais
Icei	Índice Conjuntural de Emprego Industrial
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IIF	Índice de Intenções Futuras
IMA	Índice de Mercado Andima
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IRF-M	Imposto de Renda Fixa de Mercado
IRPJ	Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
OMC	Organização Mundial do Comércio
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
pp.	Pontos percentuais
Pea	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
Proagro	Programa de Garantia da Atividade Agropecuária
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SPC	Secretaria de Previdência Complementar