

Sumário executivo

Os mercados financeiros internacionais experimentam forte pressão desde setembro, evidenciada pela apreciação acentuada e generalizada do dólar norte-americano em relação às moedas das principais economias maduras – exceto a do Japão – e de emergentes. A esse respeito, não menos significativas foram as perdas registradas nos índices das principais bolsas de valores e o aumento acentuado da aversão ao risco, que se refletiu nos patamares historicamente muito elevados de *spreads* de crédito bancário.

No trimestre encerrado em setembro, o ritmo de atividade econômica foi intenso, sustentado essencialmente pelo dinamismo da demanda interna. Por outro lado, no ambiente atual, caracterizado pela perspectiva de redução acentuada do crescimento da economia global, a manutenção dos sólidos fundamentos macroeconômicos na economia brasileira não constitui condição suficiente para evitar que desdobramentos da crise internacional se propaguem internamente, por exemplo, com repercussões sobre balanço de pagamentos e atividade. Certamente, os impactos sobre a economia brasileira serão menores do que os que têm sido observados em outras economias relevantes. Ainda assim, a perspectiva para o nível da atividade no último trimestre de 2008 e em 2009 mostra-se menos favorável. Essa avaliação é apoiada, por exemplo, pela redução no grau de confiança de consumidores e de empresários, bem como pelos primeiros resultados relativos ao quarto trimestre, que evidenciam arrefecimento na produção da indústria e nos investimentos.

A acentuada contração da liquidez em escala global traduziu-se na restrição ao acesso de bancos e empresas nacionais a linhas de crédito externas, o que, por sua vez, ocasionou estreitamento da liquidez no mercado de moeda externa. Esse fato, potencializado pela crescente aversão ao risco, contribuiu para que se verificasse subsequente redução das operações no mercado interbancário doméstico. Nesse ambiente, o Banco Central adotou diversas medidas, objetivando prover liquidez em moeda estrangeira, ao tempo em que promoveu alterações nas regras relativas

aos recolhimentos compulsórios e estabeleceu incentivos à negociação de ativos entre instituições financeiras, com vistas à normalização do mercado monetário doméstico.

Nesse contexto, a forte expansão do crédito verificada nos últimos trimestres tende a acomodação. Esse processo deve ser liderado pela desaceleração, já iniciada, nas operações com pessoas físicas, em especial nas relativas a crédito consignado e a aquisição de veículos, que vinham registrando expansão mais significativa nos últimos anos. Ressalte-se que o arrefecimento nessas operações reflete, do lado da oferta, mais seletividade nas concessões; e do lado da demanda, elevação das taxas de juros e encurtamento dos prazos, bem como redução do otimismo dos consumidores. As operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas, por sua vez, revelaram aumento na demanda por recursos no sistema bancário e conservaram crescimento robusto, em parte repercutindo a escassez de fontes de financiamento externas e a perda de dinamismo do mercado de capitais doméstico.

A arrecadação dos governos federal e regionais evoluiu em linha com o desempenho da atividade e proporcionou superávits primários acumulados no ano e em doze meses compatíveis com a meta estabelecida para este ano. Por outro lado, com a perspectiva de menos crescimento no próximo ano, o impacto sobre as receitas públicas não pode ser desprezado, assim como o eventual incremento de despesas em itens como o seguro-desemprego. A reestimativa de receitas e despesas para o próximo ano, visando à preservação do superávit primário, indica o enfrentamento da questão, com a manutenção da responsabilidade fiscal e dos objetivos de redução da razão entre Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e Produto Interno Bruto (PIB). Além disso, não se pode desconhecer que a composição do endividamento líquido do setor público revela-se confortável, comparativamente à registrada em situações anteriores de estresse no mercado internacional, em parte devido ao expressivo volume de créditos líquidos atrelados ao câmbio.

O desempenho das contas externas nos dez primeiros meses do ano não sugere dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2008. De fato, os fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) deverão superar os registrados em 2007, e a rolagem da dívida privada deverá manter-se acima de 100%. Para 2009, a restrição do crédito externo e a redução no ritmo da atividade econômica internacional poderão determinar piora no resultado do balanço de pagamentos. Deverão prevalecer, no entanto, condições adequadas ao seu financiamento, que ainda será favorecido pelo patamar das

reservas internacionais e pela antecipação de contratações feitas pelo Tesouro Nacional. Não se pode desconhecer, contudo, que o setor privado enfrentará condições mais adversas para renovação de empréstimos, comparativamente às experimentadas nos últimos cinco anos, com impactos negativos sobre os prazos e os custos de contratação.

O resultado da conta corrente em 2009 deverá ser influenciado, no âmbito da balança comercial, por possível redução nas exportações – a extensão estará associada ao comportamento dos preços das *commodities*, à magnitude e à duração da retração da atividade econômica nos principais mercados de destino dos produtos brasileiros –, bem como nas importações, as quais deverão responder à elevação de preços decorrente da depreciação do real e à desaceleração na atividade econômica interna. Em relação à conta serviços, o déficit em transportes deverá recuar, em linha com a redução da corrente de comércio, e o saldo negativo em viagens internacionais deverá apresentar redução expressiva, refletindo essencialmente a depreciação da taxa de câmbio. As despesas líquidas de renda certamente serão afetadas pela diminuição da rentabilidade das empresas, pelos efeitos da taxa de câmbio mais depreciada e pelas perdas de investidores estrangeiros em renda variável, que se traduzem em redução dos estoques de investimentos.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 5,61% no acumulado do ano até novembro, ante 3,69% registrado no mesmo período de 2007. Além disso, note-se que desde janeiro a taxa acumulada posiciona-se acima do valor central para a meta. De fato, a inflação em doze meses até novembro situou-se em 6,39%, ante 4,19% em novembro de 2007. Além disso, note-se que, também em doze meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de itens não comercializáveis mostraram aceleração. Essa dinâmica deveu-se, em grande parte, ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e o da oferta. É plausível supor que esse desequilíbrio seja suavizado neste e nos próximos trimestres, em grande parte, devido aos desdobramentos de crise financeira internacional e aos efeitos defasados das ações de política monetária implementadas em 2008. Ainda assim, não se consolidou o processo de reversão da tendência de afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que se verifica desde o final de 2007.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,2% em 2008, patamar 0,1 pontos percentuais (p.p.) superior ao projetado no “Relatório de

Inflação” de setembro, marcadamente superior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 6,3% no primeiro trimestre e atinge 4,7% no último. Para o quarto trimestre de 2010, a projeção se encontra em 4,2%. Destaca-se que o recuo da projeção de inflação em 2009 e em 2010, no cenário de referência, reflete essencialmente os efeitos da elevação na taxa Selic determinada em 2008 e o fato de a expectativa de inflação para 2009 e 2010 se encontrar em patamar inferior ao da expectativa para 2008.

No cenário de mercado, a projeção de 6,2% para a inflação em 2008 supera em 0,2 p.p. a constante do último “Relatório de Inflação” e coincide com a associada ao cenário de referência. A projeção de inflação acumulada em doze meses recua para 6,1% no primeiro trimestre de 2009, segue na mesma tendência e encerra o ano em 4,5%, igualando-se, portanto, ao valor central para a meta estabelecida pelo CMN. Esse movimento, em parte, reflete a expectativa de apreciação da taxa de câmbio em 2009. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção para a inflação acumulada em doze meses alcança 4,3% no último trimestre de 2010.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2008 elevou-se para 5,6%, 0,6 p.p. acima do valor projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, e a projeção para 2009 encontra-se em 3,2%.