

Anexos

Notas da 63ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19.9.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 18) e 20º andar (no dia 19) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:17 h dia 18 e 17:41 h dia 19

Horário de término: 20:01 h dia 18 e 19:58 h dia 19

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada
Arminio Fraga Neto - **Presidente**
Carlos Eduardo de Freitas
Daniel Luiz Gleizer
Edison Bernardes dos Santos
Ilan Goldfajn
Luiz Fernando Figueiredo
Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 18)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)
Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)
Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)
José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)
Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 18)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria
Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria
Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria
João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)
Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Atividade econômica

O nível de atividade econômica interna segue mostrando desaceleração, mantendo a tendência delineada desde o final do primeiro trimestre. Esse comportamento vem refletindo a deterioração do cenário econômico externo, a crise de energia elétrica e, conseqüentemente, seus impactos sobre as expectativas econômicas e as trajetórias das taxas de juros e de câmbio.

Os indicadores de demanda, em parte por terem reagido prontamente e com maior intensidade à mudança do contexto econômico, mostraram, em agosto e setembro, relativa estabilidade. Contudo, os resultados são ainda incipientes para afirmar que o processo de desaceleração esteja mostrando sinais de esgotamento. Além disso, as repercussões decorrentes dos atentados nos EUA ainda não se refletiram nos indicadores econômicos divulgados até o momento. Deve-se salientar, entretanto, que os possíveis desdobramentos dessa crise geram novas incertezas sobre a conjuntura econômica externa, fato que desfavorece a retomada do nível de atividade interna no momento atual.

Informações preliminares divulgadas pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) indicaram que o faturamento do comércio varejista, na região metropolitana de São Paulo, cresceu 1% em agosto, ante julho, mas acumula queda de 3% no ano em relação ao mesmo período de 2000. O resultado do mês foi influenciado pelo aumento nas vendas de materiais de construção, de 7,2%, que se sobrepôs às quedas de 1,3% nas vendas de bens de consumo e de 8,3% do comércio automotivo.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), também pesquisado pela FCESP, recuperou-se parcialmente em setembro ao atingir 94,9, mantendo-se ainda na faixa de pessimismo - abaixo de 100 em escala que varia de 0 a 200 -. Essa recuperação deveu-se ao comportamento positivo dos dois componentes, intenções atuais e intenções futuras, refletindo uma percepção menos negativa das conjunturas econômica e política internas no final de agosto, momento da pesquisa. Portanto, esse resultado de setembro não traz, ainda, as repercussões dos atentados nos EUA na formação das expectativas internas.

Os indicadores gerais de investimentos no país mostraram sinais de arrefecimento em julho, principalmente aqueles referentes às importações e às exportações de bens de capital, enquanto a produção doméstica de bens de capital ainda refletiu algum dinamismo, estimulada pelos efeitos do racionamento de energia, que impulsionou a produção de eletrogênios. A produção de insumos para a construção civil mostrou estabilidade no mês, após fortes quedas observadas no bimestre precedente.

A produção industrial recuou pelo quinto mês consecutivo em julho, com queda de 1,2% na série dessazonalizada. No ano, o crescimento da produção industrial ficou em 4,3% e a variação acumulada em 12 meses passou para 5,1%, ante 5,7% em junho. A retração no mês atingiu 13 dos 20 ramos industriais e três das quatro categorias de uso, observando-se crescimento apenas na produção de bens de capital. Note-se que nos dois primeiros meses sob a vigência do racionamento de energia, a produção industrial diminuiu 0,1% ante idênticos meses do ano passado, pressionada pelas retrações

de 4,7% na produção de bens de consumo duráveis e de 1,6% na de bens intermediários. Considerando o grau de intensidade no gasto com energia elétrica, os setores de alta intensidade reduziram a produção em 10,1% no bimestre junho-julho, enquanto os de média e baixa intensidades cresceram 4,4% e 4%, respectivamente, ante igual período de 2000.

O recuo na produção industrial resultou em nova redução da utilização da capacidade produtiva instalada, conforme pesquisa da Confederação Nacional da Indústria (CNI), atingindo 79,7% em julho, na série dessazonalizada. Foi a quinta queda consecutiva desde o pico recente, de 82%, observado em fevereiro de 2001. As horas trabalhadas na produção recuaram 1,5% em julho, na série com ajuste sazonal, segundo pesquisa da Confederação Nacional da Indústria - CNI -, revelando que o corte de horas extras e as férias coletivas têm sido, até o momento, alternativas preferidas à eliminação de vagas no ajuste de pessoal à retração da atividade fabril. Mesmo assim, pesquisas industriais revelam redução do emprego no setor. A taxa de desemprego atingiu 6,19% em julho, ante 6,38% em junho, porém como resultado da queda de 49 mil no número de trabalhadores ocupados e de 91 mil pessoas na População Economicamente Ativa.

No que se refere ao crédito, o saldo das operações contratadas com recursos livres registrou crescimento de 2,4% em agosto, em função dos incrementos de 2,6% nas operações com pessoas jurídicas e 2,1% nas operações com pessoas físicas. Esse desempenho, contudo, continuou a refletir o fluxo positivo decorrente de operações realizadas em períodos anteriores, uma vez que as novas concessões apresentaram queda pelo segundo mês consecutivo, reagindo ao cenário de incertezas associado à manutenção de taxas ativas em elevação. A média diária dos créditos contratados pelas empresas e famílias reduziu-se 6,1% e 1,3%, respectivamente, em agosto, na comparação com o mês anterior.

No âmbito da política fiscal, observa-se a manutenção da austeridade, com a elevação para R\$ 34,4 bilhões da meta para o superávit primário até setembro. A arrecadação de impostos e contribuições manteve-se em expansão em agosto, principalmente pelos efeitos da arrecadação sobre ganhos de capital e sobre a movimentação financeira, uma vez que, com a desaceleração da atividade econômica, a arrecadação de impostos sobre o faturamento vem crescendo a taxas mais baixas.

Quanto às transações externas da economia brasileira, a balança comercial acusou superávit de US\$ 663 milhões em agosto e de US\$ 120 milhões nas duas primeiras semanas de setembro, acumulando resultado positivo de US\$ 779 milhões no ano. Note-se que, a partir de maio, exportações e importações passaram a crescer a taxas menores, refletindo simultaneamente, mas com diferente intensidade, os efeitos da desaceleração no crescimento da economia brasileira e da economia mundial.

Em agosto, as exportações foram reforçadas pela reexportação de aeronaves, a exemplo do ocorrido em agosto de 2000, mas o destaque continuou com o crescimento das vendas externas de produtos básicos, principalmente carnes de frango, bovina e suína, e a recuperação em semimanufaturados, decorrente da retomada nas vendas de produtos semimanufaturados de ferro e aço e da continuidade

no crescimento das exportações de açúcar. Os embarques de produtos manufaturados voltaram a cair na comparação com o mesmo mês de 2000. Por mercados de destino, os melhores resultados foram alcançados para países com menor participação na pauta, confirmando uma diversificação dos destinos para as vendas brasileiras em 2001, ao mesmo tempo em que as vendas para os principais mercados como EUA e Mercosul acusaram retração.

Em relação às importações, apenas as compras de bens de capital cresceram na comparação com agosto de 2000 em valores totais. Em termos de valor médio diário, só as compras de combustíveis e lubrificantes superaram as de agosto do ano passado. As quedas nas compras de bens de consumo e de bens intermediários refletem o arrefecimento do crescimento industrial do país e a recente elevação da taxa de câmbio.

Em resumo, a adversidade do cenário externo e o ajuste da economia à crise de energia elétrica desencadearam um processo de desaceleração do nível de atividade que permanece até o momento. Como resultado, verificam-se reduções nas taxas de crescimento observadas e projetadas para a economia brasileira em 2001. O mercado de trabalho começa a ajustar-se a esse cenário, ainda que de forma gradual, o que deve provocar pressões adicionais na massa de rendimentos reais, já afetada pelos impactos dos reajustes de preços administrados. A deterioração nas condições do crédito, com maior seletividade, prazos menores e taxas mais elevadas, também não favorece a recuperação da demanda. A situação fiscal permanece favorável, mas com a perspectiva de continuidade de desaceleração no crescimento das receitas. A tendência recente do comércio exterior sugere a recuperação dos saldos comerciais, refletindo, principalmente, a tendência de queda nas importações, uma vez que a conjuntura internacional, mesmo antes dos atentados nos EUA, não se mostrava favorável ao crescimento das exportações.

Ambiente externo

A avaliação da trajetória da economia internacional a partir dos ataques aos Estados Unidos em 11 de setembro tornou-se bastante difícil, uma vez que tende a ser fortemente vinculada ao impacto dessas ações sobre a economia norte-americana. Embora precoce, a análise parte da acentuada expectativa de influência desfavorável sobre a confiança dos consumidores e da perspectiva de intensificação do desaquecimento no curto prazo. Isso levou o *Federal Reserve* a reduzir, pela oitava vez no ano, a taxa básica de juros em 50 pontos básicos, no dia 17 do corrente mês, situando-a em 3% ao ano. Em paralelo, o governo sinaliza a adoção de política fiscal expansiva, fazendo uso parcial do superávit, o que tenderá a produzir impacto positivo no médio prazo, intensificando a recuperação estimulada pela política monetária mais flexível.

Até o início de setembro, a economia dos Estados Unidos permanecia em processo de desaceleração e as estatísticas divulgadas não sinalizavam retomada no curto prazo. O consumo mantinha-se como pilar de sustentação da demanda, embora em trajetória descendente, uma vez que os investimentos

apresentaram decréscimo significativo desde o final de 2000. A queda acentuada nos investimentos tem sido registrada nos estoques e nos ativos fixos, como estruturas, equipamentos e software. Assinale-se que esse ajustamento é considerado relevante para a correção dos desequilíbrios gerados no período de crescimento acelerado. Os resultados fiscais positivos têm sido inferiores às expectativas iniciais, refletindo a redução das alíquotas, alterações nas datas de recolhimento e o menor nível de atividade. O comércio externo também tem sido influenciado pela desaceleração no ritmo da economia, implicando menores taxas de crescimento das importações. Adicionalmente, a repercussão internacional da queda do nível de atividade da economia norte-americana tem se traduzido em menores taxas de crescimento das exportações. A trajetória dos índices de preços não demonstra a existência de pressões inflacionárias, deixando espaço para novas reduções nas taxas de juros. Destaque-se que as expectativas dos gerentes de compras (NAPM) do setor manufatureiro haviam registrado significativa melhora em julho, não acompanhada pelos executivos do setor serviços e pelos consumidores.

Na Área do Euro as estatísticas apontam o contágio da região pelo processo de desaceleração dos Estados Unidos. O Produto Interno Bruto no segundo trimestre expandiu 1,7%, relativamente a igual trimestre do ano anterior, após crescimento de 2,4% no primeiro trimestre. Os indicadores nacionais relativos a julho e agosto e a percepção dos empresários, traduzida no declínio dos indicadores de confiança das três maiores economias da região - Alemanha, Itália e França -, sugerem manutenção dessa tendência no próximo trimestre. Destaque-se que, em ação coordenada com o banco central dos Estados Unidos, o Banco Central Europeu reduziu as taxas de juros básicas em 50 pontos básicos no dia 17 do corrente mês, situando a taxa de desconto principal em 3,75% ao ano.

A economia japonesa permanece sem dar mostras de recuperação no nível de atividade, embora o iene registre trajetória de apreciação. As economias do leste asiático, que tendem a apresentar elevada dependência da demanda dos Estados Unidos e do Japão, buscam medidas para compensar a retração no setor externo, com China e Coréia do Sul sendo as mais bem sucedidas.

As economias da América Latina recebem os impactos desfavoráveis do ambiente internacional pelo comércio e pela menor liquidez no mercado financeiro, com aumentos da incerteza e da aversão ao risco dos investidores. A economia argentina permanece em recessão, apesar dos esforços internos e dos programas de auxílio financeiro de organismos internacionais.

Em síntese, observa-se trajetória de desaquecimento da atividade econômica em nível mundial, liderada pelos Estados Unidos. Esse quadro tende a aprofundar-se no curto prazo, em função do recrudescimento da contração dos dispêndios dos consumidores e das empresas americanos, em resposta aos atentados em 11 de setembro. No entanto, a distensão, já iniciada, das políticas monetária e fiscal nos Estados Unidos deve contribuir para amenizar a tendência de contração do produto no médio prazo, com impactos positivos para a economia mundial.

Preços

Em agosto, os reajustes dos preços administrados seguiram pressionando os principais índices de inflação, porém com menor intensidade, de tal modo que as variações mensais situaram-se abaixo das observadas em julho. Considerando os preços ao consumidor, os reajustes de energia elétrica em São Paulo, Curitiba e Belém, juntamente com o aumento dos combustíveis, em nível nacional, exerceram as maiores influências nos resultados do mês. No atacado, além do impacto provocado pelos preços dos combustíveis, destacou-se a pressão do aumento da taxa do grupo “cereais e grãos e lavouras para exportação” dentre os produtos agrícolas, refletindo, em parte, os efeitos da variação da taxa de câmbio.

O IPCA variou 0,70% em agosto, ante 1,33% em julho, acumulando 5,06% no ano e 6,41% em 12 meses. O recuo na variação mensal deveu-se à menor intensidade nas variações dos preços administrados, que se concentraram em julho. Os preços dos alimentos aumentaram 0,83%, com destaque para a alta de 21% nos preços do óleo de soja, principalmente pela elevação nos preços internacionais que haviam impactado os preços no atacado em julho. As expressivas altas nos preços da farinha de trigo, do pão francês e do macarrão refletiram tanto a elevação recente no preço do trigo, como a variação cambial. Ainda no grupo alimentação, os aumentos nos preços estão associados, principalmente, à entressafra. O item empregado doméstico, com variação de 2,38%, foi a maior contribuição individual do mês, 0,08 ponto percentual. Esse percentual reflete as variações ocorridas no mercado de trabalho após o reajuste do salário mínimo em maio. Quanto ao item energia elétrica, a variação de 1,21% decorreu, principalmente, do percentual de 10,79% registrado em Belém, onde as tarifas foram reajustadas em 14%, a partir de 7 de agosto.

O IGP-DI cresceu 0,9% em agosto, ante 1,62% em julho, acumulando 7,4% no ano e 9,8% em 12 meses. A variação de 1,13% no IPA foi a principal responsável pelo resultado do IGP-DI, enquanto o IPC elevou-se 0,54%, ainda refletindo a alta em preços administrados. O INCC variou 0,62%, exclusivamente pelos aumentos em materiais, uma vez que os custos com a mão-de-obra permaneceram estáveis.

Depreende-se da análise dos índices em julho e agosto, o fato de que as altas observadas resultaram de pressões advindas de grupos específicos. Não se observa generalização desses aumentos entre setores nem tampouco movimentos contínuos de alta, o que caracteriza a ausência de mecanismos de indexação na economia. Considerando esse fato, bem como o esgotamento das pressões advindas dos reajustes dos preços administrados, delineia-se perspectiva de redução significativa nas taxas de inflação nos próximos meses.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros manteve tendência de redução na sua inclinação algumas semanas após a última reunião do Copom, motivada pela interpretação da meta para a Taxa Selic em 19% como “teto” dos juros e pela divulgação de notícias favoráveis no plano externo - elevação do Índice dos Gerentes de

Compras da economia norte-americana (NAPM) de agosto, indicando menor retração do nível de atividade, e arrecadação fiscal da economia argentina em nível superior ao esperado. Entre 22/8 e 4/9, o *spread* entre a Taxa Selic e o DI futuro de janeiro se reduziu de 340 para 190 pontos-base. No entanto, essa trajetória sofreu reversão após os atentados nos EUA em 11/9, tendo o mesmo *spread* se elevado para 320 pontos, em 17/9. Nessa data, observou-se uma maior inclinação da curva de juros em toda a sua extensão.

Em setembro, deu-se início à estratégia de rolagem integral do principal e do último cupom de juros dos títulos cambiais preferencialmente por meio de NTN-D. De forma a girar o vencimento de R\$ 5,8 bilhões de NBCE em 6/9, foram realizados três leilões de NTN-D de 3 anos, cujo resultado financeiro representou 67% do volume vencido, e um de 11 meses, quando a demanda mostrou-se atendida para prazos mais longos. A taxa única para os títulos de três anos reduziu-se de 10,87% nos dois primeiros leilões para 10,38% no último. Na oferta do título mais curto, a taxa média alcançou 5,54%.

A rolagem do vencimento de R\$ 3,7 bilhões em 17/9 foi realizada por meio de dois leilões de NTN-D de 3 anos (totalizando 69% do vencimento), com taxas de 11,50% e 11,95%, e uma oferta com prazo de 8 meses, à taxa média de 5,81%. Houve ainda, em 29/8, um leilão de NBCE de três anos para rolagem de R\$ 1,1 bilhão de vencimento de NTN-D em 3/9. A taxa média observada foi de 10,29% ao ano. Em 13 e 14 de setembro, foi realizado um total de três colocações de NBCE de 5 meses para atender à demanda por hedge. O financeiro resultante foi de R\$ 6,7 bilhões e as taxas médias de colocação foram de 9,69%, 9,96% e 10,26%. As grandes quantidades ofertadas e o patamar das taxas aceitas sancionaram uma abertura da curva de cupom cambial.

Em 29/8, foi liquidado um leilão de LTN de cinco meses. O financeiro alcançado foi de R\$ 0,9 bilhão e a taxa média de colocação, de 22,60%, apresentou redução em relação ao leilão semelhante realizado na semana anterior, diante da interpretação de que a meta para a Taxa Selic não seria elevada. Nesse cenário, em 4/9, o Tesouro colocou R\$ 1,3 bilhão em LTN de 7 meses, à taxa média de 22,86%.

Em 5/9, foi liquidado um leilão de LFT de cinco anos, totalizando um volume financeiro de R\$ 1,2 bilhão. A demanda voltou a ser superior à oferta (2,2), devido ao menor volume ofertado e à necessidade de os fundos de investimento recomporem suas carteiras, o que levou a uma interrupção do movimento de elevação do deságio médio - redução de 0,40% para 0,34%.

Em razão dos efeitos sobre os mercados dos atentados nos Estados Unidos, o Tesouro Nacional decidiu cancelar os leilões de LFT e de LTN programados para aquele dia. O processo de colocação foi reiniciado em 18/9, com a venda de R\$ 1,2 bilhão de LFT de cinco anos, a um deságio médio ligeiramente inferior ao leilão anterior (0,33%) e com uma demanda novamente superior à oferta (relação de 1,6). Considerando as liquidações financeiras entre 22 de agosto e 18 de setembro, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 142 milhões. As colocações adicionais de NBCE compensaram os resgates líquidos de títulos do Tesouro.

Para um total de 19 dias úteis, o Banco Central atuou em dez oportunidades no mercado aberto, com o objetivo de administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Em todas as intervenções, houve compra de títulos federais com compromisso de revenda, com taxa mínima de 19,06%. O volume médio das intervenções atingiu R\$ 5,3 bilhões.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

1. a taxa de inflação de agosto, medida pelo IPCA, registrou 0,70%, valor próximo ao esperado para o mês;
2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para o preço médio do barril foi elevada para US\$26,2 no terceiro e US\$28,1 no quarto trimestre de 2001. Para 2002, considera-se a hipótese de que, no primeiro trimestre, os preços dos derivados no mercado interno sejam reajustados com base na estrutura de custos determinada pela média dos preços em vigor no último trimestre de 2001. A partir do segundo trimestre, acompanham a inflação de mercado.
3. para o conjunto ampliado de preços administrados, com peso de 30,4% no IPCA em agosto, o reajuste esperado em 2001 elevou-se ligeiramente para 11,0%, ante 10,0% em agosto. A variação desses preços de janeiro a agosto acumula 7,9%, e outros 3,0% são esperados para o restante do ano. A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação do ano, ante 2,9% previstos em agosto;
4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica em 2001 foi mantida em 20%. Para 2002, o reajuste esperado é de 20%, entre aumentos para consumidores residenciais e não residenciais;
5. projeta-se uma inclinação para a curva de juros doméstica - definida pela diferença entre as taxas *swap* de 180 dias e a Selic de um dia - com média próxima a 500 pontos-base no terceiro trimestre de 2001, que declina linearmente para uma média de 300 pontos-base ao final de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds* foi projetada com base nos vencimentos do contratos futuros que prevêm queda na taxa até o final do segundo trimestre de 2002 e ligeira elevação no restante do ano;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco - medido pela diferença entre o rendimento do Bônus Global emitido pelo Brasil (BR04) e os títulos do Tesouro dos Estados

Unidos com duração equivalente calculada pelo método da interpolação linear - foi revista passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 pontos a partir do segundo trimestre de 2002.

As hipóteses refletem numa taxa de câmbio estável, em 2001 e 2002, ao redor dos níveis observados à véspera da reunião do Copom.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, declinou em agosto para 0,56%, ante 0,65% em julho. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,25%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, declinou em agosto para 0,59%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 3,73%. O núcleo da inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,4% no IPCA em agosto - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,40% em agosto, com variação acumulada em 12 meses de 4,04%.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, aumentou de 6,3% para 6,5%, e para 2002, manteve-se em 4,5%.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 19,0% ao ano aponta para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação pouco acima do valor central da meta de 3,5% para o ano.

Diretrizes de política monetária

A análise de indicadores recentemente divulgados confirma a tendência de arrefecimento da demanda resultado do conjunto de choques que atingiu a economia brasileira. A queda da demanda pode ser explicada pela piora do cenário externo, pelos reflexos nas expectativas da crise energética, e pela postura restritiva adotada pela política monetária. Ainda assim, espera-se que o PIB cresça moderadamente no ano. Como apontado na última reunião do Copom, o balanço entre oferta e demanda agregada vem exercendo uma pressão de baixa sobre a inflação, dado que o arrefecimento da demanda tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada. Após uma elevação já esperada da inflação nos meses de julho e agosto, devido basicamente ao aumento dos preços administrados, o IPCA e outros índices já apresentam queda na margem, com variação reduzida dos preços de mercado.

Não obstante a pressão de baixa sobre a inflação decorrente do arrefecimento do nível de atividade, a taxa de câmbio continua pressionada. No cenário internacional, prevalecem expectativas adversas. A recuperação da economia americana já vinha sendo postergada como indicado pela divulgação de estatísticas recentes. Com os ataques do dia 11 de setembro, é maior a probabilidade de que a recuperação seja adiada para meados do próximo ano. Na Europa, seguindo o movimento da economia norte-americana, a tendência de redução do ritmo de atividade deve se acentuar. A economia japonesa não deve apresentar sinais de recuperação a curto prazo.

Ainda é prematuro prever os efeitos da crise nos EUA sobre a economia mundial e a brasileira. No entanto, é possível que o cenário internacional recente tenha, no curto prazo, duas conseqüências. São essas: i) as dúvidas sobre a situação da economia mundial, agravadas pelos atentados nos Estados Unidos, poderão abalar a confiança dos consumidores, aumentar a volatilidade dos mercados de ativos financeiros e do preço do petróleo e reduzir os fluxos de capitais; e ii) o nível de atividade da economia mundial deve se retrair limitando o fluxo de comércio internacional.

O aumento do saldo da balança comercial, em função da retração da demanda agregada no Brasil e da depreciação do real, e a retomada do crescimento da economia mundial na segunda metade do ano que vem deverão aprofundar a redução do déficit em transações correntes já em andamento e melhorar a qualidade de seu financiamento. Nesse meio tempo, o novo acordo do Brasil com o FMI apoiará o financiamento do Balanço de Pagamentos.

O núcleo da inflação do IPCA registrou a segunda queda mensal consecutiva. No entanto, o valor registrado em agosto (0,56%) ainda é elevado. As expectativas de inflação medidas por pesquisa diária do Banco Central junto a número elevado de instituições apresentaram pequenos aumentos na margem para a inflação em 2001 e indicam uma trajetória de queda da inflação em 2002. Em 2001, a variação do IPCA até agosto acumula 5,06%, liderada pela evolução dos preços administrados, 7,86% com contribuição para o IPCA de 2,30%. Os demais preços, com peso de 69,6% no IPCA, subiram 3,86% no período, com contribuição para o IPCA de 2,76%.

Para 2002, as projeções geradas pelo modelo estrutural do Banco Central, construídas a partir da trajetória de juros constantes, indicam uma inflação pouco acima de 3,5%. O aumento da inflação projetada para o próximo ano deve-se às trajetórias de câmbio e dos preços de energia e derivados do petróleo. Nesse sentido, os choques que afetam a economia brasileira este ano ainda terão reflexos sobre a inflação do próximo ano. Observe-se que a projeção da inflação dos preços de mercado, sobre a qual a política monetária tem maior impacto, permanece significativamente abaixo de 3,5%.

O Copom reconhece que ainda há riscos de ocorrerem repasses para os preços domésticos da depreciação recente da taxa de câmbio no ano que vem, à medida que a taxa de câmbio continue pressionada. Entretanto, o Copom entende que a política monetária encontra-se adequada para manter os preços de mercado sob controle e para neutralizar os efeitos secundários dos choques de oferta.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 16 de outubro, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11.2000, do

Notas da 64ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/10/2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 16) e 20º andar (no dia 17) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:08 h dia 16 e 16:35 h dia 17

Horário de término: 20:32 h dia 16 e 18:58 h dia 17

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 16)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

Luis Gustavo da Matta Machado - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 16)

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Atividade econômica

Indicadores econômicos mostraram sinais de acomodação do nível de atividade, em agosto e setembro, em patamar mais baixo, haja vista a trajetória de desaceleração observada desde abril. Os indicadores de consumo mostraram ligeira recuperação em agosto e setembro, após as fortes quedas observadas no trimestre anterior, mas o consumidor mantém-se cauteloso, diante da piora nas condições do crédito, da queda em seus rendimentos reais e da deterioração do cenário externo. A produção industrial vem recuando gradualmente, ainda sustentada pelo atendimento de encomendas, particularmente aquelas ligadas à superação da crise de energia.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), pesquisado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), voltou a recuar em outubro, particularmente influenciado pelo clima de intranqüilidade após os atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos. Os entrevistados também evidenciaram preocupação crescente relacionada ao desemprego. A queda, próxima a 9%, atingiu os dois componentes desse índice, intenções atuais e intenções futuras, interrompendo o movimento de recuperação que se observava a partir dos níveis mínimos alcançados em junho, sob o impacto do início do racionamento de energia.

Em relação ao faturamento do comércio varejista, houve crescimento de 0,8% em setembro, ante agosto, segundo a Fcesp. O resultado refletiu principalmente as vendas de bens de consumo não duráveis. No acumulado do ano, até setembro, entretanto, o movimento varejista acumula queda de 4%, destacando-se a retração de 19,4% nas vendas das concessionárias de veículos.

O maior dinamismo nas vendas de bens não duráveis também desponta nas informações da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), com as consultas ao telecheque - indicador de vendas à vista ou com pré-dados - crescendo 2,7% em setembro, ante queda de 2,8% naquelas efetuadas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) - indicador de vendas a prazo. Quanto à inadimplência no comércio, manteve-se estável em 6% em setembro, com recuo nos novos registros e nos cancelamentos do Cadastro da ACSP. No setor financeiro, a proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos permaneceu em torno de 5%, também estabilizada nos últimos meses, mas cerca de 30% acima do observado em 2000.

Os gastos com investimentos no país têm evoluído favoravelmente ao longo do ano. Segundo o IBGE, a participação dos investimentos no PIB, no primeiro semestre de 2001, alcançou 24,7%, ante 23% registrados em 2000. Indicadores mensais de formação bruta de capital fixo seguem mostrando resultados positivos nos últimos meses, refletindo, em parte, os efeitos das decisões

associadas à superação da crise de energia. A produção de bens de capital acumulou expansão de 17% no ano, até agosto, tendo crescido 6,1% nesse mês, na série dessazonalizada. Os itens destinados à geração para energia elétrica registraram variações de 46,5% e de 15,5%, nas mesmas bases de comparação, respectivamente. Outro destaque é o desempenho da produção de máquinas agrícolas, com altas de 26,1% no ano e 16,6% em setembro. As importações de bens de capital também acompanharam essa tendência, registrando variações de 24,% no ano e de 5,8% em agosto, dessazonalizados. Cabe observar, entretanto, que o desempenho da construção civil, principal componente da formação bruta de capital fixo, mostrou comportamento diferente, tendo registrado queda de 1%, em agosto e estabilidade no acumulado do ano (0,4%).

O crescimento na produção de bens de capital em agosto foi o principal responsável pela relativa estabilidade da produção industrial (crescimento de 0,2% em agosto na série dessazonalizada), após cinco meses seguidos de queda, seguido pelo desempenho da produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis. Note-se que o patamar da produção industrial em agosto ficou estável em relação ao mesmo mês de 2000, sinalizando que o setor conseguiu contornar as restrições de oferta de energia através da racionalização no consumo, da substituição de fontes energéticas e da comercialização de excedentes entre os diversos setores da indústria.

A despeito desses resultados favoráveis, alguns segmentos industriais se ressentem mais intensamente das dificuldades do momento econômico, como a produção de bens de consumo duráveis, que recuou 7,1% em agosto, ante julho, e 14,5% em relação a agosto de 2000. O resultado acumulado no ano ainda mostra expansão de 5,2% mas está em franca desaceleração. Destaca-se entre os duráveis o comportamento do setor automobilístico. Mesmo com a redução da produção de veículos, observa-se acúmulo de estoques, haja vista a queda acentuada nas vendas de automóveis nos últimos meses. Em setembro, a produção de veículos recuou 5%, com ajuste sazonal, as vendas no atacado caíram 6,2% e o estoque de veículos nas concessionárias situou-se em torno de 100 mil unidades, cerca de 28 dias de vendas. O número de veículos nos pátios das montadoras também é elevado, o que deverá levar a novas reduções na produção, como atestam as recentes decisões de férias coletivas por parte de várias montadoras.

Em agosto, apesar da evolução positiva da produção industrial, houve declínio na utilização da capacidade instalada no setor, comparativamente a julho. Considerando séries ajustadas sazonalmente, registraram-se variações de -0,32% conforme a CNI e de -0,4% na indústria paulista, de acordo com informações da Fiesp. Também apresentaram recuo no mês o emprego industrial e a massa salarial real.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,18% em agosto, ante 6,19% no mês anterior. O número de ocupados elevou-se 0,44%, representando 75 mil empregos que, entretanto, não foi suficiente para absorver o crescimento de 0,42% da população economicamente ativa (PEA), resultando em elevação do número de desocupados (0,16%). Essas

informações, aliadas à manutenção da tendência de crescimento do emprego formal, que apresentou elevação de 0,1% em agosto (dados dessazonalizados), mostram que os impactos da crise de energia elétrica sobre o mercado de trabalho foram menos intensos do que os previstos.

Em setembro, a média diária das novas concessões de empréstimos com recursos livres do sistema financeiro nacional apresentou elevação generalizada, em relação a agosto. Embora essa elevação indique possível ingresso de novos tomadores, esse movimento foi parcialmente condicionado pela concentração da demanda em menos dias úteis, 19 dias ante 23 dias no mês anterior, pois os fluxos acumulados no mês apresentaram redução em quase todas as modalidades.

Quanto às pessoas físicas, as novas contratações em setembro apresentaram expansão de 9,6% na média diária e retração de 6,2% no fluxo acumulado, enquanto o volume expandiu-se 2%. A contração primária, indicada pelo comportamento do volume de empréstimos no mês, é consistente com o desaquecimento da atividade econômica, com o nível da taxa de juros e com as incertezas advindas do cenário externo.

Em relação às transações externas da economia brasileira, a balança comercial acusou superávit de US\$594 milhões, em setembro, e de US\$29 milhões nas duas primeiras semanas de outubro, acumulando resultado positivo de US\$1,3 bilhão no ano. Essa melhora recente no resultado da balança comercial está associada à desaceleração da atividade econômica interna e à depreciação cambial, com redução nas importações e manutenção do crescimento das exportações, mesmo que em ritmo mais moderado. A expansão das vendas de produtos primários continua se destacando no comportamento da pauta de exportações, principalmente as de carnes e de soja, na esteira das oportunidades de mercado abertas com as doenças dos rebanhos europeus. Já as vendas de produtos manufaturados estão em desaceleração, sob os efeitos da retração nos principais mercados de destino, Estados Unidos e Argentina.

Em resumo, o nível de atividade situa-se em patamar baixo, em decorrência do processo de desaceleração iniciado ao final do primeiro trimestre do ano. Os resultados recentes que poderiam sinalizar possível esgotamento dessa tendência, sobretudo os indicadores de consumo, são incipientes e ainda não incorporaram plenamente os impactos da crise internacional. Não permitem, portanto, concluir pelo início de nova tendência. Além disso, ao se delinear as perspectivas para os próximos meses, há de se considerar a decisão da indústria automobilística em reduzir o ritmo produtivo, bem como os impactos decorrentes dessa decisão sobre os demais segmentos industriais.

O arrefecimento da demanda pela menor expansão do crédito e pela queda na confiança dos consumidores tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada, gerando um hiato de produção que tem o efeito de conter as pressões inflacionárias e melhorar o resultado da balança comercial, principalmente pela retração das importações, dadas as dificuldades da conjuntura internacional para a expansão das exportações.

Ambiente externo

As estatísticas divulgadas no último mês indicaram que a economia dos Estados Unidos mantinha-se, antes dos ataques de 11 de setembro, na trajetória de desaceleração iniciada no segundo semestre de 2000. Assim, permanecia o declínio dos dispêndios com capital, com redução da produção de bens de capital e estabilidade das encomendas às fábricas. As estatísticas relativas à evolução do consumo sugerem arrefecimento, com as vendas no varejo declinando 2,1% em setembro, relativamente ao mês precedente, na série dessazonalizada, implicando queda do acumulado em 12 meses de 3%, resultado até agosto, para 1,8%. Nesse contexto, o crédito ao consumidor, que se elevou US\$ 2,3 bilhões em setembro, continua em trajetória de redução quando se considera a variação anual.

Os ataques nos Estados Unidos e as ações posteriores têm contribuído fortemente para a elevação do grau de incerteza no ambiente econômico. Diante desse quadro e considerando a ausência de focos de pressão inflacionária, as políticas monetária e fiscal foram distendidas. Após a redução de 50 pontos básicos na meta para a taxa de juros dos *fed funds*, em reunião extraordinária no dia 17 de setembro, o banco central norte-americano promoveu novo corte de 50 pontos-base na reunião ordinária do dia 02 de outubro, situando a taxa de juros básica em 2,5% ao ano. Em paralelo, o governo dos Estados Unidos decidiu conceder apoio financeiro de US\$ 15 bilhões às companhias aéreas, a ser despendido entre 2001 e 2002, e recebeu autorização do Congresso para despende US\$ 40 bilhões com assistência e recuperação, montante que deverá ser utilizado neste e no próximo ano. Esses valores, acrescidos às devoluções de tributos, implicam estímulo fiscal expressivo.

As expectativas de que as medidas governamentais de incentivo à recuperação do nível de atividade apresentem respostas no médio prazo não estão explícitas nas perspectivas dos empresários, conforme mensurado pelos índices da Associação Nacional dos Gerentes de Compras. O índice geral para o setor manufatureiro manteve-se abaixo do patamar de 50 pelo 14º mês consecutivo, em setembro, e o índice relativo ao setor serviços alcançou 50,2 em setembro, ainda considerado baixo para indicar reversão consistente de tendência. As expectativas dos consumidores, por sua vez, têm apresentado deterioração, considerando-se o índice calculado pelo *Conference Board*, que diminuiu de 114, em agosto, para 97,6, em setembro. O sentimento dos consumidores avaliados pela Universidade de Michigan sugere melhora, dado que o índice aumentou de 81,8, em setembro, para 83,4, em outubro, estatística ainda preliminar.

Destaque-se que a modalidade de reação militar aos ataques e os temores quanto a novas ações ofensivas em território norte-americano têm magnificado as incertezas relativas à retomada da atividade, contribuindo para um desempenho ainda menos favorável que o implícito nessa fase do ciclo econômico no curto prazo.

Na Área do Euro, permaneceram, no período, os indicadores de desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica. As vendas no varejo registraram expansão anual de 1,3% em

julho, comparativamente a 1,5% no mês anterior. A produção industrial, cuja expansão registrara 1,8% em junho, relativamente a igual mês de 2000, contraiu 1,1% em julho, enquanto a taxa de desemprego da região permaneceu estável em 8,3% nos meses de julho e de agosto. Em relação à inflação, a trajetória do índice de preços ao consumidor harmonizado (IPCH) é descendente desde maio, quando atingiu 3,4%, alcançando 2,7% em agosto, ainda acima da referência de 2%. Considerando-se o índice de preços ao produtor (IPP), a trajetória descendente é ainda mais acentuada, passando de 4,8%, em janeiro, a 1,7%, em agosto. A recente elevação da média móvel trimestral, anualizada, do M3, indicador antecedente de inflação e primeiro pilar da política monetária do Banco Central Europeu (BCE), está sendo interpretada como fenômeno transitório e fruto de problemas estatísticos na mensuração do indicador, não sendo considerada ameaça de recrudescimento inflacionário. As expectativas dos empresários nas maiores economias da região permanecem desfavoráveis. Nesse cenário, o Banco Central Europeu reduziu a taxa de juros básica em 25 pontos-base a partir de 30 de agosto e, em setembro, em ação coordenada com o banco central dos Estados Unidos, promoveu outra redução de 50 pontos-base para 3,75% ao ano.

A evolução da economia japonesa não tem sido favorecida pelo ambiente internacional, estimulando o banco central japonês a intervir no mercado de câmbio, na tentativa de conter a valorização do iene frente ao dólar dos Estados Unidos, e a elevar a liquidez no mercado interno, visando estimular a economia.

Na Argentina, permanecem as incertezas quanto a capacidade de recuperação da economia, com manutenção da trajetória de redução da demanda e da oferta. Nesse contexto, a balança comercial registrou superávit de US\$ 692 milhões em agosto, acumulando resultado positivo de US\$ 3 bilhões no ano. Esse desempenho reflete, principalmente, a contração de 7,8% nas importações, uma vez que as exportações elevaram-se 4%. O elevado nível de risco apresentado pelos títulos argentinos, na percepção dos investidores internacionais tem contagiado outros títulos de economias emergentes.

Em síntese, o processo de desaquecimento da economia norte-americana, que já se disseminava às demais economias industrializadas, com impactos negativos para as economias emergentes e, principalmente, para aquelas em sua área de influência, tende a aprofundar-se com os efeitos dos ataques de setembro, ampliando o prazo para o início da retomada.

Preços

Em setembro, as taxas de inflação medidas pelos principais índices de preços acusaram desaceleração, refletindo a queda nos preços agrícolas e, principalmente, o esgotamento dos reajustes dos preços administrados que pressionaram intensamente os índices no bimestre anterior.

O IPCA variou 0,28% em setembro, ante 0,70% em agosto, acumulando 6,46% em 12 meses. Além da menor variação dos preços administrados, esse resultado refletiu a queda dos preços de

produtos agrícolas, em especial dos alimentos *in natura*. A Taxa observada no grupo alimentação recuou de 0,83% em agosto para 0,39% em setembro. Mantiveram-se presentes na evolução dos custos da alimentação, pressões altistas advindas da entressafra e/ou problemas climáticos, ou mesmo efeitos da variação da taxa de câmbio. Os produtos não alimentícios também tiveram menor variação de preços em setembro, 0,25% ante 0,66% em agosto, com o fim do período de concentração de reajustes de tarifas. Mesmo assim, o grupo contribuiu com 0,19 ponto percentual da variação do IPCA, devido aos aumentos das tarifas de ônibus urbanos em Recife e Salvador, ônibus intermunicipais em cinco das onze capitais abrangidas pela coleta de preços, água e esgoto no Rio de Janeiro e energia elétrica em Belém, Brasília e Goiânia.

O IGP-DI variou 0,38% em setembro, ante 0,9% em agosto, acumulando 7,81% no ano e 9,44% em 12 meses. Relativamente ao mês anterior, houve desaceleração em todos os seus componentes, destacando-se o IPA, que recuou de 1,13% para 0,48%. Esse comportamento esteve associado à taxa negativa registrada pelo IPA agrícola (-0,21%), - comparativamente à alta de 1,33% em agosto - liderada por reduções de preços de leite *in natura* e ovos, que repercutiram também no varejo, provocando queda de 0,37% no item alimentação do IPC. No entanto, persistiram as pressões altistas da taxa de câmbio sobre soja e seus derivados, além de problemas na oferta por influência da entressafra de alguns alimentos como arroz, feijão e bovinos. Também houve recuo na variação mensal do IPA industrial, 0,75% comparativamente a 1,05% em agosto, sendo que as maiores influências na variação mensal decorreram dos produtos alimentícios industrializados e de produtos da indústria química. O INCC cresceu 0,55%, e pelo terceiro mês consecutivo a variação é explicada apenas pelos preços de materiais e serviços, 1,07% ante 1,22% em agosto, haja vista a estabilidade apresentada pelos custos da mão-de-obra.

Para outubro, espera-se maior elevação em todos os índices, basicamente como consequência do reajuste dos preços dos combustíveis, ocorrido em 5 de outubro. Merecem ainda atenção as pressões do setor agrícola, sobretudo dos preços de produtos cuja oferta encontra-se retraída por causa da entressafra. Observe-se, entretanto, que essas são pressões pontuais, não havendo expectativa de aumento generalizado de preços, haja vista a retração na demanda e a ausência de mecanismos de indexação na economia.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros apresentou aumento de volatilidade desde a última reunião do Copom, em razão dos efeitos dos ataques nos EUA e do aumento das incertezas em relação à Argentina. A inclinação da curva, medida pelo *spread* entre a Taxa Selic e a taxa para 90 dias apresentou aumento de 255 pontos-base para 370, entre 19 de setembro e 9 de outubro. Entretanto, após as eleições parlamentares na Argentina, ocorreu uma reversão parcial da inclinação e o *spread* se reduziu para 300 pontos-base em 15 de outubro.

Foram realizadas 21 ofertas extraordinárias de títulos cambiais entre 11 de setembro e 11 de outubro, totalizando um volume financeiro de R\$ 23,4 bilhões. Desde o final de setembro, as colocações extraordinárias passaram a ser feitas por meio de NTN-D. Nos dias 3 e 4 de outubro, o Tesouro Nacional procurou alongar o prazo dos títulos, ofertando vencimentos em 2003 e 2004. No entanto, observou-se menor demanda e elevação dos prêmios pedidos, retornando-se, então, às ofertas de NTN-D com vencimento em 2002.

Foram realizados, ainda, entre 19 de setembro e 16 de outubro, quatro leilões para rolagem de vencimentos de títulos cambiais. Para o giro do vencimento de R\$ 1,2 bilhão, em 25 de setembro, foram efetuados dois leilões. No primeiro, houve a colocação integral de R\$ 0,6 bilhão em NBCE de 5 anos. No segundo, foi vendido R\$ 0,2 bilhão em NTN-D de 3 anos. Apesar do encurtamento do prazo, a demanda foi inferior à oferta. A rolagem do vencimento de R\$ 4,1 bilhões de NBCE em 18 de outubro ocorreu mediante dois leilões de NTN-D. A primeira oferta, de títulos de 5 anos, foi colocada parcialmente, em razão das altas taxas propostas. Já a segunda oferta, reduzindo o prazo para um ano, foi integralmente vendida. A emissão do título de maior prazo representou apenas 7% do valor do resgate.

Em 2 de outubro, o Tesouro Nacional retornou com as ofertas de LTN, que haviam sido interrompidas em razão dos efeitos sobre os mercados dos atentados nos Estados Unidos. Até o dia 16, foram realizadas três ofertas de títulos de 6 meses, totalizando R\$ 3,1 bilhões. As taxas médias apresentaram decréscimo (24,28%, 24,19% e 23,71%, respectivamente). Verificaram-se altas relações demanda/oferta (2,5, 3,4 e 2,0), uma vez que a curva de DI apresentava um prêmio significativo em relação à Taxa Selic.

Em 25 de setembro, ofertou-se LFT de 5 anos, no montante de R\$ 0,6 bilhão, ao deságio médio de 0,33%. Em outubro, apesar de ter havido encurtamento do prazo de vencimento do título, de 5 para 2 anos, a demanda foi inferior à oferta nos dois eventos do mês. No leilão do dia 2, colocou-se R\$ 1,3 bilhão ao deságio médio de 0,16%. Na semana posterior, colocou-se R\$ 0,5 bilhão ao deságio médio de 0,24%.

Considerando as liquidações financeiras entre 19 de setembro e 16 de outubro, houve um impacto monetário contracionista de R\$ 5,1 bilhões. A emissão líquida de títulos cambiais, de R\$ 14,8 bilhões, mais do que compensou os resgates líquidos de LTN e de LFT.

Para um total de 19 dias úteis, o Banco Central atuou em dezesseis oportunidades no mercado aberto, com o objetivo de administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Em todas as intervenções, houve compra de títulos federais com compromisso de revenda, com as taxas mínimas variando entre 19,05% e 19,10%. O volume médio das intervenções atingiu R\$ 14,2 bilhões. O Banco Central realizou ainda dois *go-around* de compra definitiva de LFT para reduzir a escassez de liquidez do sistema. No primeiro evento, em 2 de outubro, nenhuma proposta foi aceita. Já no segundo evento, em 5 de outubro, houve a compra de R\$ 4,3 bilhões, ao deságio médio de 0,06%.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

1. a taxa de inflação de setembro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,28%, valor menor que o esperado;
2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para o preço médio do barril do *Dated Brent* foi reduzida substancialmente para US\$20,4 no quarto trimestre de 2001. Para 2002, trabalha-se com a hipótese de que os preços dos derivados no mercado interno venham a sofrer uma redução relevante em contraste com a hipótese de elevação significativa utilizada na última reunião;
3. para o conjunto ampliado de preços administrados, o reajuste esperado em 2001 reduziu-se para 10,0% em outubro, ante 11,0% em setembro;
4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2001 e 2002 foi mantida em aproximadamente 20% por ano;
5. projeta-se uma inclinação para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, com média de 450 pontos-base no quarto trimestre de 2001, que declina linearmente para uma média de 300 pontos-base no último trimestre de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir queda para 2,5% no primeiro trimestre de 2002 e posterior estabilidade;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco foi revista, passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 pontos a partir do segundo trimestre de 2002.

O crescimento do PIB do segundo trimestre de 2001 foi alterado para refletir a revisão efetuada pelo IBGE de 0,79% para 1,82% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, permaneceu estável em setembro com 0,57%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,41%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas,

declinou em setembro para 0,50%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,05%. O núcleo da inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,6% no IPCA em setembro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,25% em agosto, com variação acumulada em 12 meses de 4,04%.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA, considerando a amostra composta pelo agregado das instituições pesquisadas, coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, aumentou de 6,5% para 6,6%, e para 2002, elevou-se de 4,5% para 5,0%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 5,35% em setembro, refletindo uma contribuição dos preços administrados de 2,4% (variação de 8,3%) e dos preços livres de 2,9% (variação de 4,1%). Para o restante do ano, espera-se que os preços administrados contribuam com 0,5% (variação de 1,6%). A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 2,9% para a inflação do ano, ante 3,2% previstos em setembro.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação próxima ao valor central da meta de 3,5% para o ano.

Diretrizes de política monetária

A produção industrial em agosto mostra sinais de acomodação do nível de atividade em patamar inferior ao registrado no início do ano, resultado da desaceleração observada a partir do primeiro trimestre. Esta desaceleração tem gerado uma queda diferenciada na utilização dos fatores de produção. Por um lado, observa-se um nível de utilização menor da capacidade instalada na indústria em várias regiões do país, que apresentou queda pelo quinto mês consecutivo. Por outro lado, os indicadores de emprego apontam para estabilidade no número de novos postos de trabalho em agosto, após um período de crescimento entre março e maio deste ano. Da mesma forma, a taxa de desemprego aberto dessazonalizada apresentou pequena redução em agosto.

A redução mais acentuada do uso da capacidade instalada pode estar refletindo a reação defasada do emprego ao ritmo de atividade e ao efeito da crise de energia. Alternativamente, a estabilidade do emprego pode estar indicando que a desaceleração da economia é percebida como apenas temporária. Essa possibilidade é corroborada pelos indicadores de consumo que mostraram ligeira recuperação

em agosto e setembro, após as fortes quedas observadas no segundo trimestre, o que poderia sinalizar possível reversão de tendência.

No entanto, estes indicadores de consumo ainda são incipientes e não incorporaram plenamente os impactos da crise internacional, principalmente a partir dos eventos de setembro último. O consumidor mantém-se cauteloso, como indica o índice de intenções de consumo em outubro, diante da piora nas condições do crédito, da queda em seus rendimentos reais e da deterioração do cenário externo. A produção industrial vem sendo sustentada pelo atendimento de encomendas, particularmente aquelas ligadas à superação da crise de energia. Além disso, ao se delinear as perspectivas para os próximos meses, há de se considerar a decisão da indústria automobilística em reduzir o ritmo produtivo, bem como os impactos decorrentes dessa decisão sobre os demais segmentos industriais. Portanto, tendo em vista o efeito dos diversos choques na economia, e, em particular, o efeito dos ataques recentes nos EUA, é prematuro concluir sobre a recuperação do nível de atividade.

As incertezas sobre o cenário externo aumentaram recentemente. Nos países industrializados, em resposta aos acontecimentos que se seguiram aos atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos, observam-se tendências de retração do consumo, a despeito da redução drástica das taxas de juros promovida pelos principais bancos centrais. Os mercados de ativos financeiros mantêm-se ainda voláteis, após as quedas pronunciadas observadas nas semanas que se seguiram aos eventos de setembro. Os fluxos de capitais responderam negativamente aos acontecimentos e prevê-se, ainda, retração do fluxo de comércio internacional em decorrência do menor nível de atividade da economia mundial. Na Argentina, as dificuldades prosseguem. O risco soberano atingiu níveis superiores a 1800 pontos-base nas semanas que antecederam as eleições de 14 de outubro. No Brasil, a deterioração do cenário externo e a preocupação sobre o fluxo de capitais pressionam a taxa de câmbio. Mais favoravelmente, os preços do petróleo devem responder ao crescimento menor da demanda, mantendo-se em níveis significativamente menores do que aqueles observados este ano.

As expectativas de inflação para o ano de 2002, quando medidas pela mediana das respostas coletadas por pesquisa do Banco Central, aumentaram recentemente e encontram-se num patamar consideravelmente mais elevado que a expectativa do Copom. Na medida em que estas expectativas possam ser interpretadas como indicadores das verdadeiras projeções dos formadores de preços e salários da economia Brasileira, a sua elevação recente poderia indicar pressões futuras sobre os preços. Na realidade, as expectativas dos empresários indicadas em pesquisas de opinião parecem refletir com mais intensidade a dificuldade conjuntural em repassar aos preços os aumentos de custos.

A comparação das expectativas dos analistas da nossa pesquisa com a projeção do Copom suscita três considerações relevantes. Em primeiro lugar, a expectativa para a trajetória da inflação dos analistas na pesquisa tende a considerar uma depreciação adicional da taxa de câmbio em 2002. O Copom tem considerado como referência metodológica para o período da sua projeção o nível da taxa de câmbio vigente à véspera da sua reunião. Há o risco de que depreciações adicionais possam

ocasionar repasses para os preços e aumentar a projeção de inflação para este e o próximo ano. No horizonte relevante, contudo, alguns fatores podem contribuir mais diretamente para a estabilização da taxa de câmbio, como as medidas recentes de redução da liquidez do sistema financeiro e uma demanda menor por *hedge* cambial pelas empresas que buscam proteção para os passivos expostos à variação cambial. Nesse sentido, uma menor volatilidade no mercado de câmbio tende a atenuar o comportamento defensivo. Mais substantivamente, a melhora na balança comercial e a redução na conta-corrente deverão crescentemente sinalizar a tendência a uma maior oferta permanente de divisas no médio prazo e aumentar o grau de confiança no crescimento sustentado da economia brasileira nos próximos anos.

Em segundo lugar, a projeção dos analistas considera um repasse maior da depreciação recente, ou acumulada neste ano, aos preços no próximo ano. O Copom considera que o risco de repasse da depreciação para os preços depende do grau de aquecimento da demanda (ver evidências empíricas no Relatório de Inflação de setembro de 2001). Neste sentido, o Copom avalia que o arrefecimento da demanda pela menor expansão do crédito e pela queda na confiança dos consumidores tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada, gerando um hiato de produção que tem o efeito de conter as pressões inflacionárias. Além disso, o Copom tem como referência metodológica a taxa Selic constante no período da sua projeção enquanto a mediana da projeção dos analistas espera uma redução gradual desta taxa.

Em terceiro lugar, alguns analistas acreditam que a inflação mais elevada em 2001 deverá pressionar a inflação no ano que vem. É importante, contudo, observar que a elevação da inflação este ano deve-se, sobretudo, a uma combinação de choques adversos que não necessariamente propagam-se para o ano seguinte. Há evidências sólidas da queda da inércia da inflação na economia brasileira nos últimos anos. A queda da inflação prevista para o quarto trimestre deste ano, a partir de um patamar mais elevado no terceiro trimestre reforça essa hipótese.

O Copom mantém-se atento aos riscos maiores de repasses adicionais aos preços e/ou maior inércia na inflação brasileira do que o esperado. No entanto, o Copom considera que na presença das incertezas externas, a estabilidade da demanda a um nível abaixo do esperado no início do ano associada a perspectivas ainda não claras quanto a recuperação da economia limitam as possibilidades de repasse da depreciação da taxa de câmbio para inflação e indicam que a política monetária se encontra adequada para assegurar o cumprimento da meta para a inflação no ano que vem.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 20 de novembro, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Notas da 65ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 20 e 21/11/2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 20) e 20º andar (no dia 21) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:00 h dia 20 e 16:26 h dia 21

Horário de término: 19:51 h dia 20 e 19:10 h dia 21

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 20)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 20)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenadora do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Atividade econômica

As estatísticas mais recentes indicam que a atividade econômica estabilizou-se na passagem do terceiro para o quarto trimestre do ano, interrompendo a trajetória de queda vigente desde abril. A acomodação da economia revela que o ajuste da demanda aos diversos choques que a afetaram neste ano pode estar concluído, conforme sinalizado pelo comportamento do varejo e das intenções de consumo.

As expectativas dos consumidores para o curto prazo melhoraram. O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) elevou-se 0,2% em novembro, ante o mês anterior. O componente que mede as intenções atuais de consumir aumentou 7%, mostrando que os consumidores superaram o impacto emocional negativo gerado pelos recentes acontecimentos no cenário internacional. Entretanto, a pesquisa revelou também que o consumidor permanece cauteloso quanto à situação econômica futura, temendo o aumento do desemprego e da inflação, motivos que se destacaram na justificativa para a queda de 3,4% nas intenções futuras de consumo.

Em relação às vendas no varejo, observou-se, em outubro, elevação pelo terceiro mês consecutivo. O crescimento de 1,2% no faturamento real do comércio na Região Metropolitana de São Paulo, segundo dados da FCESP, dessazonalizados pelo Departamento Econômico do Banco Central (Depec) resultou da recuperação nas vendas das concessionárias de veículos em decorrência, basicamente, da concessão de condições especiais de financiamento. Nos demais segmentos observou-se queda ante setembro, confirmando patamar do movimento varejista inferior ao observado no ano passado.

Na indústria, as vendas reais apresentaram expansão de 3,79% em setembro (dados dessazonalizados), acumulando no ano crescimento de 14,5%, conforme a Confederação Nacional da Indústria (CNI). A produção industrial recuou 0,3% em setembro, dados dessazonalizados, mantendo expansão de 3,1% no ano. Essa queda refletiu o comportamento negativo de doze dos vinte ramos industriais e de três das quatro categorias de uso. A produção de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis foi a exceção, com aumento de 0,2%, graças ao desempenho da indústria de produtos alimentares, particularmente de produtos voltados para exportações.

O nível de utilização da capacidade instalada na indústria atingiu 79,15% em setembro, segundo dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Depec. No mês, observou-se queda de 0,57%, a sétima consecutiva, mas no acumulado do ano ainda se verifica expansão de 0,29%, ante o mesmo período de 2000.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,15% em setembro ante 6,18% em agosto, levando a taxa média dos primeiros nove meses do ano a alcançar 6,24%, ante 7,54% em igual período de 2000. Ressalte-se a expansão de 0,2% no emprego formal (dados dessazonalizados), que acumula crescimento de 3% no ano, percentual que representa a geração de 772,7 mil postos de trabalho, até setembro.

Os indicadores gerais de investimentos no país continuam apresentando desempenho favorável neste ano, apesar das quedas registradas pela produção e pelas importações de bens de capital, em setembro, 4,9% e 11,3%, respectivamente. Em resposta à crise energética, a produção interna de bens de capital para esse setor cresceu 46,4% no ano, ante expansão de 15,2% da produção de bens de capital. Destaque-se, também, a elevação de 18,2% na produção de máquinas agrícolas devida, em parte, às exportações. A produção de insumos para a construção civil também recuou em setembro, 2,3%, considerando série isenta de influências sazonais, levando o resultado do ano até o mês a apresentar declínio de 0,4%. Com base no comportamento dos indicadores de investimento, a formação bruta de capital representou 21,5% do PIB, em setembro, conforme estimativa do Depec.

A exportação de farelo e grãos de soja registou crescimento de 25,7% no período de janeiro a outubro de 2001, comparativamente ao mesmo período de 2000. Destaque-se que esse crescimento ocorreu devido ao aumento das quantidades embarcadas, uma vez que os preços médios praticados registraram queda na mesma base de comparação. Além do complexo soja, cabe ressaltar a expansão das exportações de carnes, estimuladas pela conquista de novos mercados graças à qualificação do produto brasileiro que ocupou espaço gerado pelas doenças nos rebanhos europeus. Os crescimentos de 23,7% nas vendas de produtos básicos e de 2,4% nas de manufaturados garantiram expansão de 7,3% nas exportações totais, em termos de média diária, no período considerado.

Considerando-se a balança comercial até a terceira semana de novembro, transcorridos dez dias úteis no mês, computou-se saldo de US\$213 milhões, elevando o acumulado no ano para US\$1,7 bilhão. Essa melhora no resultado da balança comercial está refletindo a redução nas importações, consequência da depreciação do real e da desaceleração da atividade econômica interna, uma vez que a expansão das exportações de produtos manufaturados está ocorrendo em ritmo mais lento, dada a retração do mercado externo.

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 0,8% em outubro, alcançando R\$335,4 bilhões. Desse total, R\$199,1 bilhões referem-se a créditos contratados com recursos livres, que apresentaram incremento de 0,6%. Esse crescimento foi determinado pela redução de 0,2% nos estoques de recursos contratados pelas pessoas jurídicas, com destaque para o recuo acentuado dos estoques de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), enquanto os créditos direcionados a pessoas físicas cresceram 2,2%.

Quanto às novas concessões, foi observado, em outubro, crescimento de 14,4% nas operações com empresas. Esse resultado está associado ao maior número de dias úteis no mês, em relação a setembro, e também à sazonalidade do período, destacando-se as operações de capital de giro e conta garantida. No que se refere à demanda por parte das famílias, incremento de 14,1%, continuaram a sobressair as concessões por meio de cartões de crédito.

A arrecadação de impostos e de contribuições administrados pela Secretaria da Receita Federal

atingiu R\$17,1 bilhões em outubro, com incrementos de 17,3% no mês e de 14,7% no acumulado do ano, respectivamente, em relação ao volume arrecadado nos mesmos períodos de 2000. O crescimento no mês deveu-se, basicamente, ao crescimento da arrecadação do Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF), em especial sobre os ganhos de capital, da Contribuição sobre Movimentação Financeira (CPMF), do Imposto sobre a Renda (IR) e da Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL) das instituições financeiras, influenciada pelo maior lucro dessas entidades. Deve-se destacar que os impostos mais ligados ao nível de atividade registraram taxas de crescimento abaixo da média total da arrecadação dos impostos e contribuições, refletindo a desaceleração da atividade econômica.

Em resumo, há indícios de que a atividade econômica já absorveu os choques representados pela deterioração do cenário externo e pela crise de energia, o que aponta para uma retomada gradual do crescimento. Essa perspectiva se sustenta também no comportamento favorável do emprego formal, ao fortalecer as expectativas positivas quanto às encomendas visando as vendas de final de ano, as quais foram postergadas pelas incertezas que dominaram as expectativas dos empresários e consumidores.

Ambiente externo

Os indicadores econômicos dos países industrializados apontam para transformação da desaceleração, observada a partir do começo do ano, em contração da atividade, iniciada ao final do terceiro trimestre. Nos Estados Unidos, o PIB reduziu-se 0,4% nesse trimestre, em relação ao anterior, dados dessazonalizados e anualizados. Na Área do Euro, os indicadores regionais e nacionais disponíveis indicam redução significativa na taxa de crescimento no terceiro trimestre. A economia japonesa já registrara decréscimo do PIB no segundo trimestre, levando o Banco do Japão a reduzir as projeções para o corrente ano fiscal.

Nos Estados Unidos, o PIB do terceiro trimestre apresentou a primeira variação negativa desde 1993, 0,4%, refletindo os impactos da contração econômica agravada pelos ataques terroristas de 11 de setembro. O resultado foi afetado pelo comportamento do investimento privado, -10,7%, em contração acima de 10% há três trimestres. O consumo, que vinha sustentando o produto, variou 1,2%, de 2,5% no trimestre anterior. A diminuição de 1,1% na produção industrial em outubro, décima-terceira contração consecutiva, reduziu a variação do acumulado em 12 meses para -1,4%, de -0,5% no mês anterior. A taxa de desemprego elevou-se meio ponto percentual, para 5,4% em outubro, mês em que houve diminuição de 415 mil postos de trabalho no setor não-agrícola.

Os indicadores de demanda permaneceram em declínio. As despesas pessoais de consumo reduziram-se 1,3% em setembro, com variação acumulada em 12 meses de 3,4%, mantendo trajetória descendente. As encomendas às fábricas e a produção de bens de capital foram negativas em 5,8% e em 2,3%, respectivamente, em setembro, registrando variações no acumulado em 12 meses de -

5,7% e de 1,8%, na ordem. As vendas no varejo, após queda de 2,2% em setembro, elevaram-se 7,7% no mês seguinte, resultado influenciado pelo crescimento de 25,9% nas vendas de automóveis. O núcleo do índice, que exclui veículos e partes e componentes, avançou 1%, em linha com a expectativa do mercado. O crédito ao consumidor elevou-se 0,2% em setembro, levando o acumulado em 12 meses a passar de 7,4% para 6,8%, entre agosto e setembro. Por fim, apesar de o início de construções habitacionais ter apresentado contração de 1,3% em outubro, o resultado acumulado em 12 meses tornou-se positivo pela primeira vez desde fevereiro de 2000, alcançando 0,4%. Refletindo o arrefecimento da atividade econômica e a nova orientação governamental, além dos primeiros impactos das medidas fiscais pós 11 de setembro, o resultado fiscal do governo federal passou a ser inferior ao do ano precedente a partir de junho, invertendo a tendência de superávites crescentes que se mantinha desde o ano fiscal de 1998. O ano fiscal de 2001 foi superavitário em US\$ 127,2 bilhões, 46,3% abaixo do resultado recorde de US\$ 236,7 bilhões em 2000.

Os ataques terroristas atingiram as expectativas dos agentes econômicos, captadas pelas pesquisas entre empresários (NAPM) e consumidores (*Conference Board*). O indicador de expectativas do setor manufatureiro, medido pela NAPM, reduziu-se de 47 para 39,8 entre setembro e outubro, voltando a representar contração econômica. No setor de serviços, a diminuição no mesmo período foi 50,2 para 40,6. A confiança dos consumidores também foi afetada, com o índice reduzindo-se 28,5 pontos entre agosto e outubro, para 85,5.

Com a diminuição da atividade e a redução dos preços da energia, especialmente do petróleo, os índices de inflação mostraram-se em queda, ampliando o espaço para relaxamento ainda maior da política monetária. Os preços ao consumidor (IPC) reduziram-se 0,3% em outubro, com variação anual de 2,6% em setembro e de 2,1% em outubro. O núcleo do IPC, em outubro, apresentou variação mensal de 0,2% e anual de 2,6%. Os preços ao produtor (IPP) mostraram diminuição mais acentuada, -1,6% no mês de outubro, com variação anual negativa de 0,4%.

As diversas estatísticas dos Estados Unidos indicam cenário sem dinamismo, com a provável repetição do resultado negativo do PIB nos dois trimestres seguintes, iniciando-se a recuperação a partir do segundo trimestre de 2002, com o pleno efeito das medidas de política monetária e fiscal.

Na Área do Euro, a desaceleração econômica mundial afetou negativamente a atividade. Não obstante, as vendas no varejo e a balança comercial elevaram-se em agosto. Na primeira, a variação anual elevou-se de 1,5% para 1,8%, enquanto o superávit comercial acumulado nos últimos doze meses até agosto atingiu US\$ 18,7 bilhões, US\$ 5,6 bilhões acima do resultado do mês anterior. A produção industrial registrou, em setembro, a terceira variação anual negativa do ano, 0,6%, enquanto a taxa de desemprego permaneceu estável em 8,3% em setembro. O Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) reduziu a variação anual, que alcançara 3,4% em maio, para 2,4%, em outubro. A variação da média móvel trimestral do M3, primeiro pilar da política monetária da região, entretanto, acelerou-se a partir de março e atingiu 6,9% em agosto, superior à referência de 4,5%. Nos principais

países da Área do Euro, as expectativas dos negócios permanecem desfavoráveis, destacando-se a diminuição de 12 pontos percentuais no indicador da Itália, entre agosto e setembro.

No Japão, a contração dos principais indicadores de demanda interna - encomendas às fábricas, início de construções habitacionais e dispêndio -, o desaquecimento da demanda externa, a deflação e a não reação da oferta à política monetária de juros zero, compõem cenário de permanência da recessão. O Banco do Japão reviu suas expectativas de crescimento do PIB para o ano fiscal, do intervalo entre 0,3% e 0,8%, para contração entre 0,6% e 1,6%.

Na Argentina, a permanência do cenário recessivo dificulta o alcance da meta de “déficit zero” entre outubro e dezembro, principalmente pela redução da arrecadação. O governo iniciou o programa de *swap* das dívidas com credores locais, com o objetivo de reduzir os juros pagos, o que foi interpretado pelas agências de *rating* como “default seletivo”, provocando nova redução nas notas atribuídas ao país. As dificuldades do país refletiram-se nos indicadores de risco soberano, com o *spread* dos títulos argentinos em relação ao dos Estados Unidos superando 3000 pontos.

Preços

Em outubro, as taxas de inflação medidas tanto pelos índices gerais como pelos índices de preços ao consumidor voltaram a subir, refletindo principalmente o reajuste nos preços dos combustíveis e as elevações dos preços dos cigarros, do arroz - pela quebra da produção -, e das carnes - pela entressafra e pelo efeito câmbio, relacionado ao aumento das exportações.

O IPCA subiu 0,83% em outubro, ante 0,28% em setembro, acumulando 6,22% no ano e 7,19% em 12 meses. Os preços dos alimentos aumentaram 1,15% devido, principalmente, às altas de 10,7% e de 5,23% registradas nos preços do arroz e da carne, responsáveis por 0,23 ponto percentual na variação do índice no mês. Os preços dos produtos não-alimentícios elevaram-se 0,74%, sendo que a gasolina, com alta de 3,58%, foi responsável pela maior contribuição individual no IPCA do mês, de 0,16 ponto percentual. O preço dos cigarros subiu 6,38%, refletindo reajuste médio de 14%, em vigor a partir de 12 de outubro.

O IGP-DI variou 1,45% em outubro, comparativamente a 0,38% em setembro, acumulando 9,36% no ano e 10,62% em 12 meses. Relativamente ao mês anterior, houve aceleração em todos os índices que o compõem, destacando-se o IPA, que passou de 0,48% para 1,88%, respondendo por 1,13 ponto percentual do resultado do IGP. A alta nos preços no atacado em outubro refletiu tanto o comportamento dos preços agrícolas, de 0,48% para 1,74%, quanto dos industriais, de 0,75% para 1,94%. A menor oferta de importantes produtos agrícolas - causada pela entressafra e pela quebra de safra -, a influência da depreciação cambial e os reajustes de combustíveis foram as principais razões para a alta nos preços no atacado, destacando-se a carne bovina, o arroz, a laranja e os combustíveis. No varejo, as principais influências foram dos grupos alimentação, com 0,27pp, transportes, com 0,16pp, habitação com 0,13pp e despesas pessoais com 0,1pp.

Para novembro, espera-se menor elevação em todos os índices, mas os resultados ainda serão influenciados pelas pressões exercidas pelos reajustes ocorridos em outubro, particularmente em combustíveis e cigarros. Os preços das carnes e derivados continuarão em alta pela redução da oferta, dada a entressafra e o aumento das exportações. Os reajustes de energia elétrica na área de distribuição da Light, de tarifas de ônibus urbanos no Rio de Janeiro e dos preços dos remédios também serão captados pelos resultados de novembro.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Desde a última reunião do Copom, a curva de juros apresentou contínua redução de sua inclinação. A queda dos juros ganhou impulso com a melhora nas perspectivas da economia doméstica. As previsões mais otimistas acerca do Balanço de Pagamentos, a valorização do câmbio e o superávit fiscal expressivo formaram a base para uma percepção mais favorável em relação aos fundamentos da economia interna, levando ao descolamento entre os riscos soberanos do Brasil e da Argentina. Como resultado, o spread entre a taxa de juros para 3 meses e a Taxa Selic estreitou-se de 210 p.b., em 17 de outubro, para 13 p.b., em 19 de novembro. Da mesma forma, o spread relativo à taxa de 1 ano caiu de 560 p.b. para 150 p.b.

Foi realizado um único leilão extraordinário de NTN-D em 25 de outubro, em que foi ofertado R\$ 1,6 bilhão de NTN-D, após a venda maciça de títulos cambiais entre 13 de setembro e 10 de outubro (R\$ 23,4 bilhões). A menor demanda por hedge cambial resultou da melhoria do cenário interno. Realizaram-se, ainda, leilões para rolagem de três vencimentos de títulos cambiais em novembro. A estratégia seguida foi a de alongamento do prazo de emissão. Foi colocado um montante de R\$ 5,5 bilhões, sendo 83% com títulos de prazo entre 3 e 7 anos.

O Tesouro Nacional deu continuidade à realização de ofertas semanais de LTN de 6 meses, retomadas no início de outubro. Desde o dia 23 do mês anterior, foram realizadas cinco ofertas, perfazendo um financeiro total de R\$ 7,3 bilhões. As melhores perspectivas da economia doméstica acentuaram o interesse por títulos prefixados a partir de novembro. As taxas médias apresentaram tendência declinante, passando de 23,04% em 23 de outubro para 20,02% em 20 de novembro. As relações demanda/oferta nos leilões oscilaram entre 1,6 e 2,7.

Considerando as liquidações financeiras entre 17 de outubro e 20 de novembro, houve expansão monetária de R\$ 5,2 bilhões. Esse impacto resultou principalmente de resgates líquidos de LTN (R\$3,2 bi), de LFT (R\$ 1,2 bi) e de títulos cambiais (R\$ 1,1 bi).

Para um período de 21 dias úteis, o Banco Central atuou em nove oportunidades no mercado aberto para administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Todas as operações foram doadoras de recursos à taxa de corte de 19,05%. O volume médio das intervenções foi de R\$ 18,3 bilhões, com prazo médio de 2,3 dias.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

1. a taxa de inflação de outubro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,83%, valor acima do esperado;

2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para a trajetória do preço médio do barril do *Dated Brent* foi reduzida substancialmente para US\$19 no quarto trimestre de 2001 atingindo US\$20 no fim de 2002. Esta trajetória projeta uma redução nos preços dos derivados do petróleo para o consumidor em 2002 de 4,9%;

3. para o conjunto ampliado de preços administrados, o reajuste esperado em 2001 elevou-se para 10,8% em novembro, ante 10,0% em outubro. Para 2002, o reajuste esperado é de 5,8%;

4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2001 foi mantida em aproximadamente 20%. Para 2002, estima-se um reajuste maior, que pode alcançar 30%;

5. projeta-se uma inclinação significativamente menor para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, com média de 297 pontos-base no quarto trimestre de 2001, declinando para 250 p.b. no primeiro trimestre de 2002 e permanecendo estável no restante do ano;

6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir uma taxa média de 2,2% no quarto trimestre de 2001, que se reduz para 1,9% no primeiro trimestre de 2002 e, a partir daí, apresenta elevação moderada;

7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco utilizando o Bônus Global 04 incorpora uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 p.b. a partir do segundo trimestre de 2002 e posterior estabilidade.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, permaneceu estável em outubro com 0,57%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,57%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, elevou-se em outubro para 0,56%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,42%. O núcleo de inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,6% no IPCA em outubro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,48% em outubro, com variação acumulada em 12 meses de 4,28%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 6,22% em outubro, refletindo uma contribuição dos preços administrados de 2,8% (variação de 9,5%) e dos preços livres de 3,4% (variação de 4,8%). Para o restante do ano, espera-se que os preços administrados contribuam com 0,4% (variação de 1,3%). A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação do ano, ante 2,9% previstos em outubro. Em 2002, espera-se que esses preços aumentem 5,8% (contribuição direta de 1,8%, que exclui os efeitos de segunda ordem sobre a inflação), influenciados pelos aumentos de até 30% na eletricidade para o consumidor residencial.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo. Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação em torno de 4%.

Diretrizes de política monetária

Expectativas positivas quanto ao desempenho da economia brasileira neste e no próximo ano contribuíram para a valorização do real e redução do risco Brasil. O real apreciou-se significativamente desde a última reunião do Copom, passando para R\$ 2,50-2,55 por dólar às vésperas da reunião de novembro. O prêmio de risco Brasil medido pelo diferencial de rendimento do Global 04 com título de duração equivalente do tesouro dos Estados Unidos também melhorou, como pode ser atestado pela queda superior a 250 p.b. neste período. Houve, assim, uma reversão da tendência de alta que se observava até meados de outubro, que se torna ainda mais importante quando se compara com o aumento no risco de países emergentes, em especial o da Argentina. Em particular, a expectativa de uma redução no déficit em Conta Corrente e uma melhora no financiamento externo do país, amparadas pelos ajustes das políticas monetária e cambial, contribuíram para uma valorização do real e para a redução do risco Brasil.

Esta melhora foi acompanhada também de uma redução significativa dos preços internacionais do petróleo, de US\$ 22 para US\$ 19 por barril do tipo *brent* desde a última reunião. Além do benefício direto da queda do preço internacional do petróleo sobre a inflação, há ainda um benefício indireto causado pela menor pressão sobre o mercado cambial, dado o peso desse item nas nossas importações.

A expectativa quanto ao crescimento da economia também melhorou. Há sinais de uma reversão suave da tendência de arrefecimento, que se seguiu aos choques sofridos pela economia, como a desaceleração da economia mundial, a crise na Argentina, os ataques de 11 de setembro nos Estados Unidos e o racionamento de energia, assim como do efeito da política monetária doméstica mais

restritiva a partir de março deste ano. A reversão, ainda incipiente, pode ser observada pelos aumentos do movimento do comércio varejista em São Paulo, no número de consultas ao SPC e no índice de intenções do consumidor e pela estabilidade na atividade da indústria.

Acompanhando uma menor pressão cambial e uma queda no risco Brasil, houve uma redução da inclinação da estrutura a termo da taxa de juros. A inclinação para o prazo de seis meses caiu de uma média de 524 p.b. no terceiro trimestre para cerca de 130 p.b. às vésperas da reunião do Copom.

No entanto, o desempenho favorável da economia não foi acompanhado de uma melhora nas perspectivas de inflação. A mediana das expectativas para a variação do IPCA, considerando a amostra composta pelo agregado das instituições pesquisadas, coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou um aumento de 6,6% para 7,1% para 2001, e de 5,0% para 5,1% para 2002.

Há vários fatores que podem ter contribuído para a piora nas expectativas para a inflação. Em primeiro lugar, o IPCA de outubro registrou aumento acima do esperado, refletindo um repasse maior aos preços da depreciação cambial ocorrida ao longo do ano. O aumento da inflação neste ano tende a alimentar a inflação esperada para o próximo ano, através do componente inercial. De fato, os indicadores de núcleo de inflação, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, continuam em patamar elevado.

Em segundo lugar, a menor inclinação da estrutura a termo da taxa de juros contribui também para a recuperação da demanda, podendo acarretar uma maior pressão sobre os preços no próximo ano. Esse efeito pode atenuar os impactos baixistas da recente apreciação do real sobre a inflação de 2002.

Finalmente, as perspectivas quanto ao reajuste de preços administrados por contrato no ano que vem continuam elevadas. Em particular, o aumento do preço da eletricidade pode chegar a 30%. Além disso, cogita-se a redução do subsídio ao preço do gás de bujão, o que implica aumento de preços. Esses aumentos significam um importante choque de oferta para a economia em 2002. De modo geral, o comportamento dos preços administrados deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação neste ano e no mínimo com 1,8% no ano que vem (mesmo excluindo os efeitos de segunda ordem desses aumentos sobre a inflação).

Em síntese, a melhora de vários indicadores da economia brasileira não foi acompanhada pela melhora na perspectiva de inflação, apesar dos impactos favoráveis da apreciação do câmbio e da queda do preço internacional do petróleo. Os aumentos dos preços administrados esperados para o ano que vem representam choques de oferta que vêm se somar ao impacto secundário sobre os preços dos choques ocorridos este ano. Isso impõe limites estreitos à inflação dos preços livres no próximo ano. Nesse contexto, a ainda incipiente recuperação da demanda, que poderá ser estimulada pela menor inclinação da curva de juros e por uma melhora nas expectativas em geral, deve ser monitorada de forma a evitar o repasse dos choques de 2001 para a inflação de 2002.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 18 de dezembro de 2001, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Glossário

a.a. ao ano

a.m. ao mês

ac.12m. acumulado em 12 meses.

ac.a. acumulado no ano

ACC Adiantamento de Contrato de Câmbio

BM&F Bolsa de Mercadorias & Futuros

CDI Certificado de Depósito Interfinanceiro

CETIP Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CNI Confederação Nacional da Indústria

CPMF Contribuição sobre Movimentação Financeira

CSLL Contribuição sobre o Lucro Líquido

DI Depósito Interfinanceiro

FCESP Federação do Comércio do Estado de São Paulo

FED *Federal Reserve System*

FOMC *Federal Open Market Committee*

FRA *Forward Rate Agreement*

IBGE Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IF Instituição Financeira

IGP-DI Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

IIC Índice de Intenções do Consumidor

IPA Índice de Preços por Atacado

IPC Índice de Preços ao Consumidor

IPCA Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPCH Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado

IPP Índice de Preços ao Produtor

IR Imposto sobre a Renda

IRF-M Índice de Renda Fixa de Mercado

IRRF Imposto sobre a Renda Retido na Fonte

NAPM National Association of Purchasing Managers

NTN-D Notas do Tesouro Nacional - série D

p.b. pontos-base

p.p. ponto percentual

PEA População Economicamente Ativa

PIB Produto Interno Bruto

STN Secretaria do Tesouro Nacional