

Anexo

Notas da 100ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 14 e 15/9/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (14/9) e do 20º andar (15/9) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (14/9) e 15h55 (15/9)

Horário de término: 19h (14/9) e 19h15 (15/9)

Presentes:

Membros do Copom

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

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 14)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
José Antônio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 15)
Renato Jansson Rosek – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Sergio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 14)

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

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

Evolução Recente da Inflação

1. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,69% em agosto, ante 0,91% no mês anterior, acumulando elevação de 5,14% no período de janeiro a agosto de 2004 e de 7,18% em doze meses. A queda na variação mensal acompanhou o menor impacto das tarifas de energia elétrica e de telefonia fixa, que haviam pressionado o IPCA em julho. Adversidades meteorológicas afetaram os preços dos alimentos *in natura* capturados pelo IPCA em agosto, e os derivados da cana-de-açúcar também tiveram impacto importante, inclusive por intermédio do preço da gasolina, refletindo a parcela adicionada de álcool anidro.

2. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,31% em agosto, ante 1,14%

no mês anterior, totalizando variação de 9,53% nos primeiros oito meses do ano. Em agosto, a aceleração do IGP-DI decorreu tanto do comportamento dos preços no atacado, quanto dos preços ao consumidor. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) elevou-se 0,79% no mês e o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), 1,59%, ante variações respectivas de 0,59% e 1,35% registradas em julho. O aumento dos custos da construção civil mostrou arrefecimento em agosto, tendo o Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) registrado alta de 0,81%, ante 1,12% no mês anterior. No acumulado do ano até agosto, o IPC-Br, o IPA-DI e o INCC acumularam altas de 5,11%, 11,58% e 7,79%, respectivamente.

3. As principais contribuições individuais para a elevação mensal de 0,69% no IPCA decorreram dos aumentos dos preços do álcool combustível e da gasolina, 0,1 ponto percentual (p.p.) e 0,07 p.p., respectivamente. As despesas com alimentos, que subiram 0,85% em agosto, ante 0,67% em julho, responderam por 0,2 p.p. da variação mensal do IPCA, sobressaindo-se a elevação de 8,1% nos preços dos alimentos *in natura*. A valorização da cana-de-açúcar teve reflexo nos preços do açúcar cristal e do açúcar refinado, que registraram elevações respectivas de 5,42% e 14,67%. Contrapondo-se a essas pressões, produtos importantes da cesta básica, como o arroz, o feijão e o óleo de soja, tornaram a registrar quedas de preço em agosto.

4. O conjunto dos preços livres aumentou 0,6% em agosto, contra 0,52% no mês anterior, contribuindo com 0,43 p.p. para a variação mensal do IPCA, enquanto a elevação de 0,92% nos preços monitorados respondeu pelos 0,26 p.p. restantes. Entre os produtos com preços livres, a maior pressão adveio do grupo dos não-comercializáveis, cuja contribuição ao IPCA foi de 0,3 p.p., com destaque para alimentos *in natura* e empregado doméstico. No grupo dos comercializáveis, que contribuiu com 0,12 p.p., destacaram-se as altas nos preços do açúcar e dos automóveis, novos e usados. Em relação aos preços monitorados, além da elevação nos preços do álcool combustível e da gasolina, registraram-se ainda efeitos residuais dos aumentos nas tarifas de energia elétrica residencial, de telefonia fixa e de ônibus urbano, que haviam pressionado o IPCA em julho.

5. No atacado, a aceleração do Índice de Preços no Atacado (IPA) refletiu o movimento tanto dos preços agrícolas quanto dos preços industriais. O IPA-agrícola aumentou 0,53% em agosto, após alta de 0,26% em julho, em decorrência da elevação dos preços de legumes e frutas, da cana-de-açúcar e suínos, enquanto os produtos dos grupos *cereais e grãos* e *lavouras para exportação* continuaram apresentando quedas de preços. A variação dos preços industriais no atacado passou de 1,76% em julho para 1,98% em agosto, pela aceleração dos preços nos gêneros metalúrgica, mecânica, produtos de matéria-plástica, papel e papelão, material elétrico, madeira e borracha. Os produtos *ferro, aço e derivados*, dentro do gênero metalúrgica, com alta de 7,97% em agosto, foram os principais responsáveis pela maior variação do IPA-industrial, enquanto os produtos do gênero química, de maior peso na composição desse índice, subiram 0,83% no mês, em desaceleração ante as altas de 2,96% em julho e de 5,37% em junho.

6. O aumento dos preços industriais (exceto combustíveis) no atacado, refletido no IPA, acumula 4,97% nos três meses findos em agosto. No mesmo período, o IPCA registra elevação de apenas 1,51% nos preços dos produtos industriais (exceto combustíveis). Há, portanto, potencial significativo de impacto defasado sobre o IPCA dos próximos meses, pela perspectiva de repasse de preços industriais do atacado ao varejo.

7. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, foi de 0,56% em agosto, ante 0,46% em julho, acumulando 7,47% em doze meses e 5,59% nos primeiros oito meses do ano. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos registrou 0,55% em agosto, o mesmo resultado de julho, totalizando 8,01% nos últimos doze meses e 4,93% no ano. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização, recuou de 0,59% em julho para 0,53% em agosto, acumulando 5,95% em doze meses e 4,11% no ano.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, mostrou variação de 0,42% em

agosto, ante 0,36% em julho, totalizando alta de 6,18% nos últimos doze meses e 4,09% no ano.

9. Em setembro, os índices de preços ao consumidor devem registrar variações inferiores às de agosto, principalmente pela redução dos impactos dos reajustes de preços monitorados observados nos últimos meses, e pelo arrefecimento dos preços dos produtos *in natura*, cuja contribuição para os índices de preços vem sendo significativa. Persiste, todavia, a tensão decorrente do distanciamento da evolução de preços dos produtos industriais nos segmentos atacadista e varejista. No mesmo sentido, permanece indefinido o cenário internacional dos preços de petróleo, representando risco para a trajetória dos preços domésticos.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) a projeção para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foi mantida em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, as projeções foram revistas para baixo em 0,6 p.p., estando agora em 6,2% no acumulado para 2004;

b) quanto às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom fez uma pequena alteração em suas projeção para 2004, que passou de 11,6% na reunião de agosto para 11,5% atualmente. Em relação às tarifas de telefonia fixa, a projeção foi revista para cima, passando de 12,8% para 13,9%, para o ano de 2004 como um todo;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,95% no IPCA de agosto, projeta-se aumento de 8,5% ao longo de 2004, 0,2 p.p. maior do que o projetado na reunião anterior;

d) a projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, foi elevada em 0,6 p.p. em relação à da reunião de agosto, estando agora em 6,9%. Esse modelo considera componentes sazonais,

variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para o *spread* da taxa de seis meses sobre a Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* de 180 dias em níveis, a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 93 p.b. no terceiro trimestre de 2004 e alcança 63 p.b. no quarto trimestre de 2005.

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

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$ 2,90), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e acima da meta de 4,5% para 2005. Igualmente, no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta para o ano corrente e acima da meta para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. O recuo da inflação medida pelo IPCA, de 0,91% em julho para 0,69% em agosto, resultou do arrefecimento da pressão dos preços monitorados, enquanto a inflação dos preços livres sofreu aceleração, devido primordialmente à alta dos preços dos alimentos *in natura*. Durante o ano corrente, a inflação mensal dos preços livres ficou abaixo de 0,50% apenas em abril, apresentado uma média de 0,60%, exatamente igual à taxa de agosto, excedendo de forma sistemática, portanto, patamares compatíveis com as metas de inflação estabelecidas para este e para os próximos anos. No acumulado de 12 meses, observa-se, desde maio, tendência de aceleração tanto no IPCA quanto em seus componentes, classificados em

comercializáveis, não-comercializáveis e monitorados. A inflação no atacado, medida pelo IPA-DI, havia apresentado alguma desaceleração em meses anteriores, mas voltou a subir, passando de 1,35% em julho para 1,59% em agosto. Em particular, em linha com o ocorrido no passado, a aceleração recente dos preços industriais no atacado deverá ter impacto, ao longo dos próximos meses, sobre os itens correlatos nos índices de preços no varejo. A intensidade desse repasse dependerá, evidentemente, das condições vigentes de demanda final com que se depararão os setores envolvidos.

14. Os núcleos de inflação do IPCA permanecem relativamente estabilizados, mas em níveis elevados. No trimestre de junho a agosto, o núcleo por exclusão de alimentos e de preços administrados acumulou variação equivalente a uma taxa anualizada de 6,4%, bastante inferior à do IPCA cheio (9,6% na mesma medida), divergência que reflete a contribuição preponderante dos preços administrados e dos alimentos para a inflação do período. Ainda assim, a despeito de excluir justamente os focos mais notórios de pressão sobre os preços no varejo nesses três meses, essa variação é indicativa de uma tendência subjacente incompatível com a trajetória das metas para a inflação. No acumulado do ano até agosto, o núcleo por exclusão ainda permanece acima da inflação plena medida pelo IPCA. Os núcleos calculados pelo método de médias aparadas também registram patamares elevados, com taxas anualizadas de 6,6% no caso do núcleo sem suavização e de 7% com suavização, no trimestre de junho a agosto, e taxas anualizadas de 6,2% e 7,5%, respectivamente, no acumulado dos oito primeiros meses de 2004.

15. Os dados divulgados entre as reuniões do Copom de agosto e de setembro indicaram continuidade do forte crescimento do nível de atividade. O PIB, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 4,2% no primeiro semestre em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque para a indústria de transformação (7,3%) e para o comércio (7,6%). Segundo a série dessazonalizada, o PIB completou em junho o terceiro trimestre consecutivo de crescimento a taxas anualizadas superiores a 6%. Na indústria, em julho, a produção medida pela série dessazonalizada do IBGE continuou em sua trajetória

ascendente, com crescimento de 0,5% em relação a junho e de 1,1% na média móvel trimestral. A série dessazonalizada da produção industrial mostra crescimento sem interrupção desde fevereiro, tendo ultrapassado desde maio seu nível recorde anterior, e continuado a exibir, mesmo a partir de patamares elevados como esses, crescimento vigoroso em junho e em julho. No trimestre terminado em julho, verificou-se expansão de 3,8% em relação ao trimestre terminado em abril.

16. O mercado de trabalho continuou a responder à retomada da atividade. Segundo o IBGE, a taxa de desemprego recuou novamente em julho, pelo terceiro mês consecutivo, agora para 11,2%, retornando desde já, a despeito da sazonalidade desfavorável, aos níveis alcançados em dezembro passado, consideravelmente inferiores aos 12,8% registrados em julho de 2003. O pessoal ocupado segue na tendência ascendente observada desde janeiro, com crescimento dessazonalizado de 0,9% em julho. Os dados do emprego formal apurados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) também indicam continuidade da trajetória ascendente, com criação de 1.236.689 vagas entre janeiro e julho de 2004, contra 598.140 e 741.977 em períodos correspondentes de 2003 e 2002. A expansão do emprego formal foi de 4,1% nesses sete primeiros meses do ano, e de 0,8% no mês de julho.

17. Dados da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE permitem inferir que, nas regiões metropolitanas cobertas pela pesquisa, a tendência ascendente da massa salarial real, iniciada em janeiro último, acelerou-se em junho e julho. O rendimento real médio apresenta crescimento mais modesto, refletindo aumento da ocupação de postos cujos salários são relativamente mais baixos. As negociações salariais do primeiro semestre tiveram resultados bastante favoráveis à recuperação da renda do trabalho, na medida em que, segundo o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), 47% delas conquistaram reajustes superiores à inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), e outros 32% tiveram reajustes iguais ao INPC acumulado. Recorde-se que, mesmo com reajuste apenas igual ao INPC acumulado, a média do rendimento real entre dissídios tenderá a aumentar desde que a inflação futura seja menor do que a passada, e, com uma queda

suficientemente marcada da inflação, a média do rendimento real entre dissídios pode aumentar mesmo que o pico salarial anterior não tenha sido plenamente recomposto. O prognóstico corrente é de que as negociações do segundo semestre também favorecerão de forma significativa a recuperação da renda do trabalho.

18. Esse aumento real da renda do trabalho, tanto o já ocorrido quanto o prognosticado para os meses vindouros, representa importante força de sustentação para o incremento da demanda em termos agregados, e é crucial também para que o processo de retomada prossiga de forma cada vez mais disseminada e balanceada entre diferentes setores da economia. Conforme destacado nas Notas da reunião de julho do Copom, itens cujas vendas são menos sensíveis ao crédito e mais dependentes da renda já vem mostrando tendência de aceleração do crescimento, refletindo a recuperação já observada no mercado de trabalho. O desempenho negativo exibido em julho pela produção de semiduráveis e não-duráveis, com queda dessazonalizada de 1% em relação a junho segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, não parece indicar interrupção dessa tendência. Em particular, o resultado do mês reflete um forte desempenho negativo de produtos farmacêuticos, que não cabe atribuir à dinâmica da renda do trabalho, a que se contrapõem resultados positivos espalhados por diversas atividades mais dependentes da renda.

19. Com a produção industrial continuando a crescer a partir de patamares já elevados historicamente, um foco importante de preocupação da política monetária passa a ser a capacidade do setor produtivo de acomodar o prosseguimento da expansão da demanda. A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação realizada pela FGV já indicava que, em julho, a indústria trabalhava com níveis relativamente reduzidos de ociosidade, sendo que em alguns setores a utilização da capacidade instalada estava bem próxima à máxima histórica. Essa informação foi corroborada por dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), segundo os quais o nível de utilização da capacidade instalada da indústria alcançou 82,8% em julho em termos dessazonalizados, recorde da série histórica. É importante esclarecer que, à medida que a capacidade

ociosa vai se reduzindo, essa redução se reflete gradualmente na dinâmica dos preços, pois, mesmo quando a produção ainda está aquém do limite físico último e intransponível das instalações existentes, já começa a aumentar o custo unitário das partidas adicionais que se pretendam fabricar. Medidas emergenciais, como turnos múltiplos de produção ou importações que não seriam competitivas em condições normais de mercado, podem ser capazes de evitar o desabastecimento, mas não mitigam as pressões de custos inerentes a um nível de ocupação progressivamente mais elevado.

20. À medida que vai ficando para trás o impulso direto do relaxamento da política monetária, que age por intermédio das condições de crédito, e que o processo de retomada passa a sustentar-se cada vez mais em seus mecanismos de autopropagação, inclusive nos que envolvem o mercado de trabalho, é natural e saudável que, na margem, as taxas de crescimento da produção e das vendas mostrem uma certa desaceleração. É ainda mais natural e saudável que tal desaceleração aconteça quando se leva em conta que o crescimento dos últimos meses vem se dando, em média, a taxas atipicamente elevadas mesmo para etapas iniciais de um processo de retomada, e que o nível de produção agregado da indústria já alcançou e superou com folga os picos prévios da série histórica. Embora as taxas de crescimento da indústria na série dessazonalizada tenham declinado substancialmente entre maio e junho, e um pouco entre junho e julho, mesmo essa última (0,5% no mês) ainda reflete um ritmo de crescimento bastante intenso.

21. Uns poucos indicadores recentes vêm sendo interpretados como sinais de que uma desaceleração mais pronunciada já se inicia de forma espontânea, em que pesem as dificuldades sempre envolvidas em identificar de imediato pontos de mudança de tendência em séries normalmente voláteis como as que medem o nível de atividade. As vendas industriais sofreram em julho recuo de 0,4%, segundo dados dessazonalizados da CNI, mas para esse resultado contribuiu o impacto pontual da apreciação do câmbio sobre o valor em reais das receitas de exportação. A expedição de papelão ondulado apresentou queda de 4,2% em agosto, segundo dados da Associação Brasileira do Papelão Ondulado (ABPO)

dessazonalizados pelo Banco Central, porém essa queda deve ser interpretada com cautela como indicador coincidente da produção industrial, pois se segue ao aumento extraordinário de 5,1% registrado no mês anterior, ao mesmo tempo em que continuam em expansão outros indicadores coincidentes para agosto, como a produção de autoveículos e a produção de aço. Embora seja plausível que alguma acomodação espontânea esteja de fato em curso ou a caminho, não há elementos que indiquem de antemão uma tendência de acomodação suficientemente intensa para afastar preocupações com o perigo de descompasso entre a demanda e a oferta, e seus reflexos sobre a dinâmica dos preços, dado o patamar de produção já alcançado.

22. Em contrapartida, dados recentes têm sugerido que o processo de retomada dos investimentos está progredindo de forma encorajadora. De acordo com as contas nacionais apuradas pelo IBGE, a formação bruta de capital fixo cresceu 11,8% entre o segundo trimestre de 2003 e o segundo trimestre de 2004, desempenho superior ao dos quatro primeiros trimestres de cada uma das três retomadas anteriores, observadas nos últimos dez anos. Já a absorção doméstica de bens de capital (produção de bens de capital, mais importação, menos exportação) cresceu 27,2% entre junho de 2003 e julho de 2004, desempenho também superior ao dos treze primeiros meses de cada uma das três retomadas anteriores. A série histórica de formação bruta de capital fixo mostra, como é natural, correlação elevada com os índices de utilização da capacidade instalada e, com defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. O comportamento desses indicadores antecedentes sugere que há espaço para ampliação nos próximos meses do nível de investimentos, além da já refletida nas contas nacionais até o segundo trimestre de 2004. Assim, embora o desempenho dos investimentos esteja se mostrando particularmente promissor desde o início do atual ciclo de crescimento, o ritmo de retomada do produto efetivo também tem sido mais intenso do que a norma, o que deixa margem, neste estágio preliminar do ciclo, para as incertezas mencionadas em Notas anteriores sobre a velocidade de preenchimento do hiato do produto.

23. Nas transações com o exterior, as exportações expandiram-se 34,8% no período janeiro-agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto

as importações também apresentaram forte crescimento, de 29,6%. O saldo da balança comercial somou US\$ 22 bilhões e o saldo em transações correntes, US\$ 8 bilhões. No período janeiro-junho, o *quantum* das exportações de manufaturados cresceu 25,9%. Já nos produtos básicos, o aumento de 17,3% no *quantum* de exportações foi acompanhado de aumento de 23,1% nos preços. No lado das importações, o *quantum* cresceu 24,8% no caso de bens de consumo duráveis, e 21,5% no de matérias-primas e bens intermediários, indicando resposta à forte demanda doméstica.

24. Com dados recentes que indicam crescimento mais lento da economia e inflação estável nos Estados Unidos da América (EUA), parece ter ficado afastado o espectro de uma elevação rápida dos juros pelo *Federal Reserve* (Fed). Os mercados financeiros internacionais se acomodaram, não se repetindo as turbulências observadas no segundo trimestre. Esse ambiente favorável, ao permitir que as necessidades de financiamento externo sejam atendidas sem qualquer dificuldade, refletiu-se na redução do prêmio de risco-Brasil e na apreciação da taxa de câmbio. Assim, a taxa média de câmbio em relação ao dólar vem recuando do nível próximo a R\$3,00 em agosto para valores próximos a R\$2,90 nos dez primeiros dias de setembro.

25. Os preços internacionais do petróleo, por outro lado, continuam sendo fonte de preocupação. Embora tenham recuado dos recordes de alta verificados em agosto, os preços do petróleo permanecem em níveis elevados e muito sensíveis a qualquer ameaça à capacidade de fornecimento dos grandes produtores. Ressalte-se que a defasagem corrente do preço doméstico da gasolina, que se reaproximou do reajuste que completaria a projeção de 9,5% mantida pelo Copom para o ano de 2004, está sendo temporariamente mitigada por um descolamento atípico dos preços internacionais da gasolina em relação aos preços do petróleo bruto. Ressalte-se também que, conforme mencionado nas Notas da reunião de agosto do Copom, o risco inflacionário associado ao petróleo se estende além da questão do preço doméstico da gasolina, pelo seu impacto sobre outros produtos cujas cadeias produtivas sejam mais intensivas em petróleo.

26. As expectativas de inflação coletadas pela Gerin sofreram nova deterioração desde a última reunião do

Copom. Para o IPCA de 2004, a mediana das expectativas continuou em tendência de elevação, passando de 7,18% às vésperas da reunião de agosto para 7,37% agora. No tocante às expectativas para o IPCA de 2005, a deterioração que já afetava a média e o desvio padrão da distribuição de projeções afinal sensibilizou a mediana, que subiu de 5,50% para 5,70%. Para um horizonte móvel de doze meses, as expectativas caíram de 6,22% em agosto para 6,19% em setembro, por força do efeito da virada do mês, em que o horizonte de projeção exclui a inflação relativamente alta do mês corrente por uma taxa mais baixa esperada para doze meses adiante. Embora a deterioração de expectativas tenha sido deflagrada pela desvalorização cambial do segundo trimestre, e alimentada por temores em relação ao preço do petróleo, a reversão desse movimento, dada a apreciação recente do câmbio, e na eventualidade de um cenário mais benigno para o petróleo, dependerá também da importância atribuída pelos agentes privados a outros determinantes da dinâmica dos preços, inclusive fatores ligados à demanda doméstica, e dos próprios resultados da inflação ao longo dos próximos meses.

27. As projeções do Copom para a inflação de 2004 não se alteraram substancialmente desde a reunião anterior, quer no cenário de referência, quer no de mercado, permanecendo em ambos os casos acima da meta de 5,5% estabelecida para o ano. Já para 2005, as projeções do cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa Selic em 16% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,90 ao longo do horizonte de projeção, já apontavam para uma inflação superior à meta de 4,5% na reunião anterior, e foram revistas para cima, primordialmente pela incorporação de um aumento maior previsto para os preços administrados no próximo ano, de 6,9% ao invés de 6,3%. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência – portanto acima das metas de inflação –, pois pressupõem uma pequena redução da taxa de juros básica em 2005 e aumento da taxa de câmbio ao longo do horizonte de projeção.

28. O fato de que os diversos índices de inflação superarão em 2004 a meta central de 5,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o IPCA terá implicações, por intermédio de mecanismos de inércia inflacionária, sobre a inflação de 2005. A inércia atinge

tanto os preços administrados, por força de cláusulas contratuais de reajuste de tarifas, quanto os preços livres, cuja formação responde em parte às expectativas de inflação futura mas também à inflação observada no passado. Estimativas do Copom indicam que a inércia inflacionária teria, na ausência de reação da política monetária, um impacto de 0,9 p.p. sobre a inflação do IPCA em 2005. O Copom entende que a flexibilidade inerente ao regime de metas para a inflação permite que a inércia inflacionária não seja integralmente combatida em um só ano, de forma a promover uma transição mais suave para as metas de inflação de médio prazo. À semelhança de estratégia que já adotou no passado, o Comitê entende ser recomendável combater em 2005 1/3 dessa inércia, acomodando temporariamente os 2/3 remanescentes. Essa decisão significa que os instrumentos de política monetária deverão ser calibrados de modo a perseguir em 2005 uma inflação de 5,1%, correspondente à meta central de 4,5% fixada pelo CMN, acrescida de 0,6% a título de acomodação parcial da inércia inflacionária herdada de 2004.

29. Embora o método empregado pelo Copom para estimar a inércia inflacionária seja muito semelhante ao que foi utilizado no passado para o cálculo do componente inercial das metas ajustadas de inflação, o Comitê entende que as circunstâncias atuais não recomendam que se reproduza integralmente o procedimento das metas ajustadas. Em particular, o sistema de metas ajustadas permitia, além da decisão antecipada de acomodar parte da inércia herdada do ano anterior, novos ajustamentos ao longo do próprio ano ao qual a meta dizia respeito, pela incorporação do efeito primário de determinados choques. O quadro de maior estabilidade que o país vive agora possibilita, no entendimento do Copom, que a condução da política monetária se guie ao longo de 2005 por um objetivo predeterminado para a inflação, que se restrinja a crescer à meta central fixada pelo CMN o componente de acomodação parcial da inércia inflacionária. A fixação de tal objetivo neste momento deve-se ao fato de que a política monetária atua com defasagens temporais sobre a atividade e sobre a inflação e, por isso, é necessário calibrá-la com a devida antecipação de forma a obter os efeitos desejados.

30. É importante sublinhar que o Copom interpreta o objetivo de 5,1% para a inflação de 2005 como exercício judicioso da flexibilidade proporcionada pelo intervalo de

tolerância estabelecido pelo CMN em torno de sua meta central para a inflação, intervalo esse que permanece inalterado. O fato de que a política monetária passará a objetivar uma inflação já superior à meta central antes mesmo que se inicie seu período de aferição sugere que novos choques que venham a perturbar a dinâmica inflacionária sejam tratados de forma assimétrica. Assim, o Copom precisará ser ainda menos tolerante em relação a choques que ameacem tornar a inflação maior do que o seu objetivo de 5,1% em 2005, tirando ao mesmo tempo proveito máximo de eventuais choques favoráveis como oportunidade para reaproximar a inflação da trajetória de metas estipulada pelo CMN.

31. Os membros do Copom concordaram que, mantendo-se inalterada a postura da política monetária, a forte expansão da atividade econômica não apresenta sinais de estar em processo espontâneo de acomodação para um ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas. As projeções de inflação do Comitê indicam risco em elevação de que a inflação continue se afastando dessa trajetória. Em particular, essas projeções já apontam para inflação acima dos 5,1% adotados como objetivo para 2005, sob a hipótese de que os juros básicos se mantivessem constantes em 16% ao longo do horizonte de projeção. A tendência subjacente da inflação, capturada pelas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estacionada em patamares incompatíveis com a trajetória das metas. Riscos adicionais à dinâmica dos preços são representados pela tendência de deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados, pela situação ainda bastante indefinida no mercado internacional de petróleo, e pela pressão potencial da aceleração dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.

32. Essas considerações levaram os membros do Copom a concluir consensualmente que seria necessário dar início a um processo de ajuste moderado do instrumento de política monetária. Como existem defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, bancos centrais devem necessariamente atuar de forma preventiva, antes que os dados contemporâneos

permitam identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda. Na verdade, ao considerar o cenário prospectivo para a evolução da economia ao longo de um horizonte de tempo mais longo, a atuação da política monetária busca exatamente evitar que tais sinais possam se consolidar. Se os dados correntes já permitissem identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda, o ajuste na política monetária não poderia ser feito nas bases que estão sendo consideradas pelo Comitê.

33. Esse ajuste moderado terá como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, já incorporado o objetivo de uma variação de 5,1% no IPCA em 2005. Ao compatibilizar o ritmo de preenchimento do hiato do produto no curto e médio prazos com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará que medidas mais drásticas venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, evitar que a inflação possa vir a se acelerar é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

34. Foi também consensual entre os membros do Copom que, à luz do cenário considerado neste momento, esse ajuste moderado deveria ser implementado de forma gradual, diferentemente do tratamento de choque recomendável em episódios de crise como os vividos pelo Brasil em anos anteriores. Cinco membros do Comitê concluíram que um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic seria adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a tornar o mais suave possível a inflexão da trajetória da taxa básica e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto. Os três membros restantes votaram por um aumento de 0,5 p.p., que em sua avaliação proporcionaria uma sinalização mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, e

corresponderia melhor à velocidade ótima de implementação desse processo de ajuste.

35. Diante disso, o Copom decidiu, por 5 votos a 3, aumentar a meta para a taxa Selic para 16,25% a.a., sem viés.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 19 de outubro de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

37. A atividade do comércio varejista manteve, em junho, sua tendência de crescimento, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, de abrangência nacional. O volume de vendas e a receita nominal aumentaram 12,8% e 15,6%, respectivamente, com relação ao verificado em junho de 2003. No primeiro semestre de 2004, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, as taxas de expansão do setor atingiram 9,3% e 10,9%, respectivamente para o volume de vendas e para a receita nominal. Destaque-se que, mantida a base de comparação, o crescimento do volume de vendas foi generalizado, atingindo todos os estados da Federação, à exceção de Roraima. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual em junho, continuando em destaque o desempenho de Móveis e Eletrodomésticos, com taxas de crescimento bem superiores às do agregado.

38. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) referentes a agosto revelaram expansão de 3,1% nas consultas para compras a crédito e recuo de 0,6% no sistema Usecheque, em comparação com os valores observados no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até agosto, esses mesmos indicadores apontam acréscimos respectivos de 7,6% e 1,5%.

39. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou, em setembro, crescimento de 6,2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que atingiu 128,8 pontos em escala que vai de 0 a 200, como resultado

dos acréscimos de 8,6% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) e de 1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (ICEA).

40. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a julho mostraram desaceleração, sem caracterizar, contudo, alteração da tendência expansionista. A absorção doméstica de bens de capital registrou recuo de 0,5% no mês, em relação ao mês anterior, após ajuste sazonal, como resultado da redução, no período, de 1,1% na produção interna e dos aumentos de 1% e 1,1%, respectivamente, das exportações e importações. Apesar desse discreto recuo, a absorção de bens de capital acumulou, nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2003, crescimento de 12,8%, resultante das variações, na mesma base de comparação, de 24,9% na produção e de 7,9% na importação de bens de capital, que mais que compensaram a expansão de 54,5% das exportações desses bens. Em julho, a produção de insumos da construção civil registrou crescimento pelo quinto mês consecutivo, com acréscimo dessazonalizado de 1,6% ante a produção observada no mês anterior. Nos sete primeiros meses do ano, esse indicador mostrou expansão de 4,6% em relação a igual período de 2003. Outro indicador que ratifica a recuperação dos investimentos é o volume de desembolsos do sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES), que aumentou 43% no período de janeiro a agosto de 2004, em relação ao observado em igual período do ano passado. Os desembolsos para infra-estrutura cresceram 67,8% no mesmo período, passando a representar cerca de 39% do total. Para o setor industrial, houve acréscimo de 30,1% e, para o setor agropecuário, o incremento atingiu 65,7%.

41. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira registrou expansão mensal de 0,5% em julho, na série dessazonalizada, atingindo novo nível recorde na série histórica, após cinco meses consecutivos em crescimento. A análise por atividades revelou que, dos 23 setores pesquisados que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, 16 apresentaram crescimento, e que houve expansão em duas das quatro categorias de uso. A produção de bens intermediários aumentou 2,3%, retomando a tendência de expansão interrompida no mês anterior. No período de janeiro a julho, a produção industrial aumentou 7,8%,

comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão produtiva em 22 dos 26 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, com destaque para os acréscimos de 24,9% no segmento produtor de bens de capital e de 24,5% no de bens de consumo duráveis. A produção de bens intermediários cresceu 6,7%, acompanhando os acréscimos nas exportações e nos investimentos, e a de bens de consumo semi e não-duráveis elevou-se 2% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual da renda do trabalho.

42. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação revelaram que suas vendas reais tiveram recuo dessazonalizado de 0,4% em julho, na comparação com junho, e incremento de 1,9% nas horas trabalhadas na produção. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observaram-se acréscimos de 19,5% nas vendas reais e de 7,6% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 82,8% em julho, nível recorde na série histórica, com aumento mensal de 0,3% na série ajustada sazonalmente, e de 2,3% no período de janeiro a julho, relativamente ao nível verificado no mesmo período de 2003.

43. Indicadores relacionados à produção fabril, referentes ao mês de agosto último, sinalizam que o nível da atividade manteve-se em tendência de crescimento. No segmento automobilístico, a produção de 198 mil unidades representou aumento de 3,4%, comparativamente à verificada no mês anterior, na série dessazonalizada, e elevação de 47% em relação à quantidade produzida em agosto de 2003. Em 2004, até agosto, a produção de veículos cresceu 21,3%, as vendas internas, 22,1%, e as exportações, 17,4%, em relação aos valores observados em idêntico período do ano passado. A produção de aço, em agosto, também mostrou variação mensal positiva, ainda que discreta, de 0,3% em termos dessazonalizados. Em sentido contrário, a produção de papel ondulado, após registrar forte expansão em julho, de 5,1% com ajuste sazonal, recuou 4,2% em agosto, acumulando, no ano, crescimento de 13,9%.

Mercado de trabalho

44. O nível de emprego formal aumentou 0,8% em julho, ante junho, com ajuste sazonal, e 5,5% comparativamente ao de julho de 2003, de acordo

com informações do MTE. No período de janeiro a julho, a expansão do emprego formal foi de 4,1%. Destaque-se que os dados do MTE continuam apontando expansão mais intensa do emprego no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

45. Segundo a PME, a taxa de desocupação da População Economicamente Ativa (PEA), medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, recuou pelo terceiro mês consecutivo em julho, situando-se em 11,2%, após o pico de 13,1% em abril. O número de pessoas ocupadas aumentou 0,9% em julho e 2,6% no ano, até julho, enquanto o número de trabalhadores desocupados recuou 4,1% no mês. A PEA estimada para essas regiões atingiu 21,5 milhões de pessoas, com aumento mensal de 0,3% e de 2,3% no ano, até julho.

46. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado aumentou 1% e a massa salarial real ficou praticamente estável em julho, com ligeiro recuo de 0,1%, ambos em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a julho, em relação ao observado no mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 7,9% e o pessoal empregado, 1,6%.

47. Segundo informações do Dieese, no primeiro semestre de 2004 foram realizadas 262 negociações salariais em todo o país, tendo sido obtidos os melhores resultados para os trabalhadores desde 1996. Em cerca de 47% das negociações, registrou-se reajustes salariais em níveis superiores à variação do INPC e, em 32% das negociações, os reajustes acompanharam o índice. Houve ainda sensível redução na proporção de reajustes parcelados, 10% do total em 2004, ante 30% em 2003.

Crédito e inadimplência

48. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,6% em agosto. O saldo das carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos cresceu 3,2%, e com recursos externos recuou 2,9%. Nas operações com pessoas físicas, observou-se acréscimo de 2,6%, acumulando variação de 24,6% em doze meses.

49. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres manteve-se estável em

agosto, situando-se em 43,9% a.a. O resultado decorreu da elevação de 1,1 p.p. na taxa média das operações com pessoas físicas, para 63,1% a.a., apesar da queda de 0,9 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, que se situou em 28,8% a.a.

50. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP subiu para 3,9% em agosto, após ter atingido 3,3% em julho, o nível mais baixo do ano. Na média do ano, até agosto, observou-se recuo de 10,9% em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003. No acumulado do ano até agosto, o número de registros cancelados e o de novos negativos elevaram-se 10,3% e 6,2%, respectivamente. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, manteve-se em 5,1% em julho, o patamar mais baixo do ano.

Ambiente externo

51. Os indicadores recentemente divulgados sugerem fortalecimento da atividade econômica mundial no terceiro trimestre, após certa desaceleração no trimestre anterior. Em julho, nos EUA, na comparação com o mês anterior, houve crescimento das vendas no atacado, nos gastos com construção, na utilização da capacidade instalada e, em agosto, registrou-se expansão da produção industrial e retração das vendas no varejo. A taxa de desemprego recuou em agosto, confirmando um quadro econômico positivo da economia americana. Na Alemanha, a produção industrial e as encomendas à indústria manufatureira aumentaram em julho, após recuos no mês anterior. No Japão, o gasto com bens de capital pelas indústrias aumentou no segundo trimestre, enquanto na China, a despeito das medidas de contenção do crescimento, a produção industrial elevou-se novamente em agosto.

52. Relativamente ao comércio internacional, há sinais de crescimento significativo. No Japão, as exportações aumentaram 14,8% em julho, a segunda maior taxa desde 1985, reforçando a expansão do superávit comercial para US\$42,7 bilhões no ano, até julho, ante US\$38,1 bilhões no mesmo período de 2003. Na Alemanha, também foi registrado incremento das exportações em julho. Na China, em agosto, o comércio exterior mostrou superávit pelo quarto mês consecutivo,

cerca de 40% superior ao do mesmo mês do ano anterior. Nos EUA, o déficit comercial reduziu-se em julho, para US\$50,2 bilhões, enquanto no Reino Unido, ao contrário, o déficit na balança de bens e serviços ampliou-se no mesmo mês.

53. Com relação às expectativas empresariais, houve recuo generalizado nas principais economias em agosto mas, nos EUA, em particular, os patamares continuam elevados, refletindo expansão da economia. Quanto à confiança dos consumidores, o comportamento continuou diferenciado, com expansão no Japão, recuo nos EUA e estabilização na Área do Euro.

54. Os índices de preços ao consumidor, de uma maneira geral, apresentaram recuo nas principais economias no mês de julho, diminuindo os riscos de aceleração inflacionária. Nos EUA, na Área do Euro e no Reino Unido, os respectivos índices de preços ao consumidor indicaram variação negativa em julho, enquanto na China, apesar da elevação da variação mensal em agosto, a variação acumulada em doze meses permaneceu no mesmo patamar, 5,3%. Quanto aos preços no atacado, nos EUA, houve recuo em agosto, refletindo retração nos preços da gasolina, alimentação e automóveis. O núcleo do índice, que exclui preços da energia e dos alimentos, recuou 0,1%, situando-se em território negativo pela primeira vez em seis meses. Já na China, houve em agosto aumento na inflação no atacado.

55. O Banco da Inglaterra optou, em setembro, por manter inalterada a sua taxa de juros, em 4,75% a.a. Nos EUA, na reunião de agosto, o Fed elevou em 25 p.b. a taxa dos *fed funds*, para 1,5% a.a.

56. Nos mercados financeiros internacionais, observou-se redução da volatilidade e valorização dos ativos de mercados emergentes, ante o quadro de crescimento controlado que reforça as expectativas de elevação gradual das taxas de juros nos EUA. No mercado de *commodities*, observou-se ligeira retração nas cotações dos produtos agrícolas, que ainda permaneceram em patamar elevado, e nova elevação dos preços dos metais. O petróleo registrou queda de preços nas últimas semanas, mas o mercado permaneceu volátil e sem tendência definida, ainda representando um risco à estabilidade de preços e ao crescimento econômico mundial.

Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos

57. A balança comercial registrou superávit de US\$3,4 bilhões em agosto, enquanto a corrente de comércio atingiu US\$14,7 bilhões. As exportações cresceram 35% e as importações, 43,9%, comparativamente às médias diárias verificadas no mesmo mês de 2003. Em setembro, até a segunda semana (7 dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão: o saldo comercial totalizou US\$1,2 bilhão, enquanto as exportações cresceram 30,6% e as importações, 24,6%, comparativamente às médias observadas em setembro de 2003.

58. Em agosto, as exportações totalizaram US\$9,1 bilhões. Os embarques de produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados apresentaram recordes históricos para o mês de agosto. As importações atingiram US\$5,6 bilhões, o maior valor para o ano, confirmando a tendência observada a partir do último quadrimestre de 2003. Todas as categorias de produtos importados registraram crescimento, na comparação com os valores de agosto de 2003.

59. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,8 bilhão em agosto, acumulando resultado positivo de US\$8 bilhões no ano. No acumulado do ano até agosto, a balança comercial apresentou superávit de US\$22 bilhões e as transferências unilaterais correntes, resultado positivo de US\$2,2 bilhões, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$16,1 bilhões. Em agosto, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos somou US\$6,1 bilhões, acumulando US\$11,7 bilhões no ano. Ainda no acumulado do ano, as taxas de rolagem de empréstimos diretos e de títulos privados atingiram 109% e 50%, respectivamente. Ao final de agosto, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,6 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, constantes do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,6 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período posterior à reunião do Copom de agosto, as taxas de juros futuros apresentaram

elevação para prazos de até dois anos, e pequena redução para prazos mais longos. O principal condicionante desse movimento foi a percepção dos agentes econômicos quanto ao tom de maior austeridade na política monetária transmitido pelas Notas da reunião de agosto do Copom. Entre 18 de agosto e 15 de setembro, as taxas de juros de três meses, de seis meses e de um ano aumentaram em 0,47 p.p, 0,28 p.p e 0,17 p.p., respectivamente, enquanto que as de dois e de três anos recuaram em 0,01 p.p. e 0,17 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, subiu de 10,6% para 10,9%.

61. Em virtude da fraca demanda por proteção cambial, o Banco Central não realizou leilão para a rolagem de US\$1,1 bilhão em títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 16 de setembro. Dessa forma, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, chegará a US\$24,6 bilhões ao final de setembro.

62. O Tesouro Nacional promoveu quatro leilões de venda e um de compra de Letras do Tesouro Nacional (LTN), totalizando uma colocação líquida de R\$9,3 bilhões. Foram efetuados também quatro leilões de venda de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com vencimento em 2005, 2006 e 2007, no montante de R\$13,2 bilhões. Realizaram-se, ainda, um leilão de compra e outro de venda, tanto para Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C) quanto para Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), com vendas líquidas de R\$493 milhões, sendo R\$155 milhões liquidados em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos do Tesouro Nacional. A expectativa de elevação dos juros reais ocasionou o aumento dos cupons das NTN-C. No leilão de 30 de agosto, a taxa do título com vencimento em 2008 aumentou para 8,60%, ante 7,75% no mês anterior.

63. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas, com prazo de duas semanas, e prefixadas, com prazo de três meses, bem como suas operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. Além disso, atuou em outras quinze

ocasiões, tomando recursos por meio de operações compromissadas, em quatorze delas com prazo de um dia útil e em uma com prazo de três dias úteis. A manutenção da prática de intervenções frequentes no *overnight* permitiu nova redução do diferencial entre a taxa Selic e sua meta, que passou de 0,13 p.p. em 18 de agosto para 0,03 p.p. em 15 de setembro. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo inferior a 30 dias caiu para a média de R\$31,6 bilhões,

e, pelas operações com prazo de três meses, subiu para a média de R\$48,8 bilhões.

64. Em agosto, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se em 0,3%. A participação dos títulos prefixados registrou aumento, de 15,1% para 16,7%, devido à colocação líquida no mês. Já a parcela exposta à variação cambial decresceu de 14,1% para 13,2%, em virtude do resgate líquido de instrumentos cambiais e do efeito da apreciação do real.

Notas da 101ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/10/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/10) e do 20º andar (20/10) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h35 (19/10) e 16h00 (20/10)

Horário de término: 19h15 (19/10) e 18h15 (20/10)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilacqua

Alexandre Schwartzman

Antonio Gustavo Matos do Vale

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyola

João Antônio Fleury Teixeira

Paulo Sérgio Cavalheiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

André Barbosa Coutinho Marques – Gerência-

Executiva de Relacionamento com Investidores

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antônio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de

Estudos e Pesquisas (também presente no dia 20)

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 19)

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães –

Assessor Especial da Diretoria

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Hélio Mori – Consultor da Diretoria

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

Evolução Recente da Inflação

1. Os índices de inflação mostraram arrefecimento em setembro, repercutindo, principalmente, o choque positivo sobre os preços da alimentação, em especial sobre os itens *in natura*. Contribuiu para a queda também a menor pressão de preços monitorados. Apesar do comportamento favorável da inflação recente, é importante ressaltar o caráter transitório de grande parte das influências positivas observadas no período.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,33% em setembro, ante elevação de 0,69% no mês anterior, acumulando aumentos de 5,49% de janeiro a setembro de 2004 e de 6,71% em doze meses. A desaceleração na variação mensal decorreu da reversão de trajetória dos preços dos alimentos, com maior intensidade no caso dos preços dos tubérculos, hortaliças e legumes, que apresentaram

quedas acentuadas no período. Adicionalmente, a evolução dos preços dos combustíveis, em particular a desaceleração do preço do álcool hidratado, contribuiu para a menor variação do IPCA.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,48% em setembro, ante elevação de 1,31% no mês anterior, totalizando variação de 10,06% nos primeiros nove meses do ano. A desaceleração do IGP-DI pôde ser observada em todos os seus componentes. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) aumentou apenas 0,01% em setembro, após alta de 0,79% no mês anterior. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) foi de 0,58%, ante 0,81% em agosto. Já a variação do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou de 1,59% em agosto para 0,65% em setembro, acumulando 12,31% nos primeiros nove meses de 2004. No período de doze meses findo em setembro, o IGP-DI e o IPA-DI acumularam variações de 11,74% e 14,22%, respectivamente.

4. Em relação ao IPCA, o conjunto dos preços livres variou 0,22% em setembro, contra 0,6% no mês anterior, respondendo por 0,16 p.p. da variação mensal do índice, enquanto os preços monitorados tiveram elevação de 0,59%, ante 0,92% em agosto, com participação de 0,17 p.p. no resultado geral. O reajuste extra de 3,13% na conta de telefone fixo, com impacto de 0,1 p.p., foi a principal contribuição individual para o aumento do IPCA em setembro. A taxa de água e esgoto contribuiu com 0,04 p.p., refletindo o reajuste de 6,78% na região metropolitana de São Paulo, em vigor desde 29 de agosto. O aumento dos preços livres coincidiu com a contribuição dos itens comercializáveis, uma vez que o grupo dos não-comercializáveis, na média, não aumentou de preço. A estabilidade registrada na média pelos preços dos não-comercializáveis deu-se graças ao recuo de 4,4% nos preços dos alimentos *in natura*, que contrabalançou os aumentos verificados em outros itens dessa categoria. No grupo dos comercializáveis, destacaram-se as altas nos preços dos automóveis novos e usados – refletindo, em parte, o aumento dos preços de insumos, em particular do aço –, do açúcar refinado, da carne bovina e do vestuário.

5. No atacado, os preços mostraram desaceleração, tendo o Índice de Preços no Atacado (IPA) variado

0,65% em setembro, ante 1,59% no mês anterior. Esse arrefecimento da inflação no atacado atingiu tanto os preços agrícolas como os industriais. O IPA-agrícola registrou variação negativa de 0,64%, após alta de 0,53% em agosto, em decorrência da queda dos preços de legumes e frutas, ovos, batata, trigo e arroz, que prevaleceu diante do aumento dos preços de suínos, milho, café em coco e cana-de-açúcar. A variação dos preços industriais no atacado diminuiu de 1,98% em agosto para 1,13% em setembro. Houve desaceleração na maior parte dos itens compreendidos no IPA-industrial, destacando-se como exceção o gênero química, cuja alta passou de 0,83% em agosto para 1,78% em setembro, refletindo principalmente a aceleração dos preços de matérias plásticas.

6. Não obstante a desaceleração recente dos preços industriais no atacado, vale observar que o IPA-industrial, exceto combustíveis, acumulou alta de 4,8% nos três meses findos em setembro. No mesmo período, os preços dos produtos industriais (exceto combustíveis) no varejo registraram elevação de 1,3%, segundo o IPCA.

7. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados foi de 0,41% em setembro, ante 0,56% em agosto, acumulando 7,5% em doze meses. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização ficou em 0,56%, resultado próximo aos 0,55% do mês anterior, e totalizou 7,69% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculado sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, recuou de 0,53% em agosto para 0,38% em setembro, acumulando 5,71% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, foi de 0,38% em setembro, ante 0,42% em agosto, totalizando alta de 5,87% nos últimos doze meses.

9. Persiste, todavia, o distanciamento já mencionado em Notas de reuniões anteriores entre as trajetórias recentes dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo, que representa uma fonte de pressão sobre a inflação ao consumidor, sobretudo diante do aquecimento sazonal da demanda no final de ano. Ao mesmo tempo, o recrudescimento da

escalada dos preços internacionais do petróleo ampliou os riscos para a trajetória dos preços domésticos de combustíveis e derivados.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, as projeções de setembro foram revistas para baixo em 1,3 p.p., estando agora em 4,9% no acumulado para 2004;

b) em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom manteve inalterada sua projeção de 11,5% para 2004. Já no caso das tarifas de telefonia fixa, houve pequena revisão para cima, passando de 13,9% na reunião de setembro para 14,0% atualmente;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 29,0% no IPCA de setembro, projeta-se aumento de 8,5% ao longo de 2004, valor igual ao projetado na reunião anterior;

d) quanto à projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, não houve alteração, permanecendo em 6,9%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 81 p.b. no quarto trimestre de 2004 e alcança 59 p.b. no último trimestre de 2005.

11. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,5%

do Produto Interno Bruto (PIB) em 2004 e de 4,25% nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16,25% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,85), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta central de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções também se encontram acima da meta central de 5,5% para o ano corrente e acima do objetivo de 5,1% para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. A desaceleração da inflação ao consumidor medida pelo IPCA, de 0,69% em agosto para 0,33% em setembro, refletiu primordialmente a reversão parcial dos aumentos pronunciados sofridos anteriormente pelos preços dos alimentos *in natura*, cuja queda foi de 4,37% em setembro, após alta de 8,14% em agosto. Desconsiderado o item alimentação, a desaceleração nos preços livres foi bem menos intensa: de 0,48% em agosto para 0,42% em setembro. Choques de preços normalmente voláteis como os dos alimentos *in natura* refletem-se na inflação do ano corrente, mas costumam ter impacto muito limitado sobre a trajetória subsequente da inflação.

14. No atacado, o IPA-agrícola também registrou a reversão de trajetória dos preços dos alimentos refletida nos índices de preços ao consumidor. Já os preços de produtos industrializados no atacado, apesar da desaceleração em relação aos meses anteriores, continuaram apresentando incrementos elevados, tendo o IPA-industrial subido 1,13% em setembro e acumulado 15,40% no ano. Comparando-se a dinâmica recente dos preços industriais nos segmentos atacadista e varejista, é possível identificar em potenciais repasses do atacado para o varejo um foco importante de pressão sobre a inflação ao

consumidor nos próximos meses. A intensidade desses repasses dependerá crucialmente das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

15. Quanto aos núcleos de inflação para o IPCA, observou-se em setembro alguma desaceleração dos núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados. Já o núcleo com suavização – procedimento cuja finalidade é, como se sabe, incorporar à tendência subjacente para o IPCA cheio o padrão de contribuição de preços administrados – permaneceu praticamente estável em relação aos resultados dos meses anteriores, apresentando variação anualizada pouco inferior a 7%. É importante notar que os núcleos de inflação são construídos de modo a depurar parte da volatilidade registrada pelos índices cheios, mas não estão inteiramente livres de ruído, de modo que variações pontuais ocorridas na margem não devem ser precipitadamente interpretadas como mudança da tendência subjacente da inflação. O comportamento do conjunto dos núcleos do IPCA ao longo dos últimos meses continua indicando uma tendência subjacente de inflação incompatível com a trajetória de metas.

16. A produção industrial medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) apresentou em agosto crescimento dessazonalizado de 1,1%. Esse crescimento expressivo foi bastante superior ao consenso de mercado às vésperas da divulgação do índice, que previa declínio da atividade industrial no mês. As expectativas pareciam estar sendo negativamente influenciadas pela queda da expedição de papelão ondulado em agosto, em seguida a um aumento ainda maior desse indicador em julho, aumento que não se havia refletido plenamente na produção industrial daquele mês. Conforme mencionado nas Notas da reunião de setembro do Copom, essa seqüência de observações despertava dúvidas a respeito da qualidade da informação contida nas taxas de variação da expedição de papelão em cada um desses meses, tomadas isoladamente do histórico da série, como indicador coincidente da atividade fabril. Embora o Copom trabalhasse com a perspectiva de que a produção industrial se mantivesse em tendência

de crescimento em agosto, esperava observar desaceleração marginal em relação às taxas dos meses anteriores; para setembro, os indicadores antecedentes e coincidentes sugerem um pequeno recuo da série mensal dessazonalizada. Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, a volatilidade característica dessas séries não permite interpretar um resultado mensal surpreendentemente positivo como evidência definitiva de aceleração da trajetória de crescimento da produção industrial, e tampouco tomar qualquer acomodação verificada na margem como sinal inequívoco de perda de ímpeto da expansão. Na verdade, agosto foi o sexto mês consecutivo de crescimento da série dessazonalizada da produção industrial, e desde 1994 não se observava crescimento monotônico tão prolongado, sendo mais usual, mesmo em períodos de forte expansão da atividade, que a série exiba flutuações em torno de sua tendência ascendente.

17. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, a taxa de desocupação permaneceu praticamente estável entre julho (11,2%) e agosto (11,4%), em patamar bastante inferior ao registrado em agosto de 2003 (13,0%). O pessoal ocupado aumentou 0,3% em agosto, mantendo a trajetória ascendente observada desde o início do ano. Já o emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,8% em agosto, e 4,4% no acumulado do ano, o que representa incorporação de 1.466.446 trabalhadores ao mercado formal nos primeiros oito meses de 2004. Indicadores do mercado de trabalho na indústria de transformação compilados pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) continuam mostrando crescimento da massa salarial real. A recuperação progressiva do emprego e da renda deverá desempenhar papel cada vez mais importante na sustentação do processo de crescimento em termos agregados, e deverá contribuir também para tornar a expansão cada vez mais balanceada entre os diversos setores da economia.

18. Os dados de agosto da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE continuaram refletindo a tendência de expansão da demanda por consumo. Agosto foi o nono mês consecutivo de crescimento da série de vendas no varejo (dessazonalizada pelo Banco Central), embora nesse mês a taxa de

crescimento tenha sido relativamente modesta (0,1%); nos últimos dezoito meses, essa série registrou um único recuo mensal (dezembro de 2003), enquanto, no acumulado do ano, o crescimento do volume de vendas chegou a 9,45%. Setores de maior dinamismo nas etapas iniciais da retomada, como móveis e eletrodomésticos e automóveis e motocicletas, continuam apresentando forte crescimento no acumulado do ano (29,78% e 19,24%, respectivamente), a despeito da queda no dado dessazonalizado de agosto. Já as vendas de super e hipermercados, que são menos sensíveis às condições de crédito, apresentaram crescimento de 5,9% no acumulado do ano, e, na série dessazonalizada, crescimento de 1,1% no mês. Dados de outubro da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registraram melhora significativa da confiança do consumidor, com valores recordes tanto para a série de condições econômicas atuais quanto para a de expectativas do consumidor, o que contribui para a sustentação da demanda no comércio varejista.

19. Com mais um mês de aumento expressivo da produção industrial, a partir do patamar historicamente elevado em que já se encontrava após meses seguidos de rápida expansão, mantém-se a preocupação manifestada em Notas de reuniões anteriores do Copom com a velocidade de ampliação da capacidade produtiva, de modo a acomodar a demanda crescente sem ameaçar a convergência futura da inflação para a trajetória de metas. Por um lado, o ritmo de retomada dos investimentos continua dando sinais encorajadores, com crescimento de 15,7% na absorção doméstica de bens de capital no acumulado janeiro-agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior. A utilização da capacidade instalada, por sua vez, continua em tendência ascendente. O índice de utilização da capacidade instalada medido pela CNI apresentou em agosto crescimento de 0,1% na série dessazonalizada, que atingiu o nível recorde histórico de 83,3%.

20. O setor externo mantém o seu dinamismo, com as exportações expandindo-se 33,1% no período janeiro-setembro em relação ao mesmo período do ano anterior. Na mesma base de comparação, as importações elevaram-se 29,1%, em resposta ao forte

aumento na demanda doméstica. No acumulado de doze meses até setembro, o superávit comercial totalizava US\$32,1 bilhões, proporcionando saldo em transações correntes de US\$9,8 bilhões (aproximadamente 1,8% do PIB).

21. Os preços do petróleo no mercado internacional, cuja escalada havia exibido algum arrefecimento, sofreram pressão altista adicional desde a reunião de setembro do Copom. Não só aumentaram as cotações correntes e esperadas para o curtíssimo prazo, como ganhou força a perspectiva de que os preços se sustentem em patamares bastante elevados por um período mais longo. O risco é magnificado pela possibilidade de que, diante de uma alta mais sustentada dos preços do petróleo cru, reduza-se também a defasagem atípica que se observa agora no preço internacional da gasolina. No cenário doméstico, continua indefinida a trajetória de realinhamento dos preços dos derivados de petróleo em relação às cotações internacionais, e aumenta a possibilidade de que o impacto desse realinhamento – na medida em que possa ser postergado, mas não evitado – acabe contaminando mais fortemente a inflação de 2005. Além disso, uma mera proteção reduziria a eficácia da política monetária, ao estender o período durante o qual os agentes privados operam na expectativa de um choque inflacionário iminente, de magnitude incerta, requerendo taxas de juros nominais mais elevadas para produzir uma mesma taxa de juros real esperada.

22. O Copom mantém em seu cenário básico a mesma projeção com que vinha trabalhando para o aumento da gasolina em 2004, e para 2005 ainda trabalha, a esta altura, com as projeções do modelo endógeno de determinação do conjunto de preços administrados. A possibilidade de que os preços do petróleo resultem em condições mais adversas do que essas tem sido cuidadosamente contemplada pelo Copom, mas continua sendo tratada como um risco potencial, embora cada vez mais grave, à concretização do cenário básico. Em breve, o Comitê produzirá projeções desagregadas para os preços da gasolina em 2005, assim como para os demais preços administrados, e nesse momento precisará avaliar em que medida circunstâncias mais adversas do mercado de petróleo deverão ser incorporadas diretamente às premissas do seu cenário básico de projeção.

23. Os mercados internacionais de capitais, que se mostravam tranqüilos nos meses recentes, passaram a refletir maiores preocupações quanto ao dinamismo da retomada do crescimento das principais economias industrializadas. Essa incerteza está fortemente condicionada pelo recrudescimento da escalada dos preços do petróleo, e resultou em maior instabilidade nos mercados, com reflexos imediatos sobre o mercado cambial no Brasil. Nesse contexto, o cenário favorável que propiciou a apreciação do câmbio desde junho passado poderia ficar comprometido na eventualidade de uma deterioração maior das expectativas quanto ao preço do petróleo e quanto ao seu impacto sobre o crescimento da economia mundial.

24. Desde a reunião anterior do Copom, as expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2004 caíram de 7,37% para 7,16%. Essa redução reflete primordialmente o resultado melhor que o esperado da inflação de setembro, graças aos fatores pontuais mencionados acima. Para o ano de 2005, por outro lado, as expectativas tornaram a mostrar elevação, passando de 5,70% para 5,82%. Esse movimento indica que a deterioração das expectativas para a inflação de 2005 ainda não estancou, a despeito da apreciação da taxa de câmbio, do comportamento favorável da inflação corrente, da queda recente dos preços internacionais de importantes *commodities* e da sinalização de aperto da política monetária ao longo dos últimos meses.

25. O Copom ressalta, uma vez mais, que calibra os instrumentos de política monetária com base em seus próprios cenários de projeção para a inflação, cotejando-os com a trajetória de metas, e não guiado pelas expectativas de inflação dos agentes privados. Entretanto, as expectativas dos agentes privados têm impacto importante sobre os resultados que a política monetária produzirá, pois determinam as taxas de juros reais esperadas que correspondem a uma dada estrutura a termo de taxas de juros nominais, e, dadas as condições de demanda, influenciam significativamente a formação corrente de preços. É nessa qualidade que as expectativas de inflação dos agentes privados, seja qual for o seu grau de acerto, são monitoradas pelo Copom e por autoridades monetárias do mundo inteiro.

26. As projeções do Copom para a inflação de 2004 reduziram-se, graças à surpresa favorável da inflação

de setembro. Tanto no cenário de referência como no de mercado, permanecem acima da meta de 5,5% estabelecida para o ano, mas diminuiu a probabilidade de rompimento do limite superior do intervalo de tolerância. Já para 2005, as projeções de ambos os cenários permanecem bastante próximas aos respectivos valores constantes do Relatório de Inflação de setembro. No cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 16,25% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,85 ao longo do horizonte de projeção, a apreciação cambial praticamente compensou a piora das expectativas de inflação, mantendo-se a inflação projetada para 2005 acima do objetivo de 5,1% explicitado pelo Copom nas Notas de reunião de setembro. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência.

27. O Copom reitera que considera natural que o ritmo de expansão apresente alguma tendência espontânea de arrefecimento, à medida que fica para trás o impulso inicial proporcionado pelo relaxamento da política monetária, e o processo passa a se sustentar em mecanismos de autopropagação ligados ao aumento da renda. No entanto, embora algum arrefecimento espontâneo possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia. Em que pese as dificuldades envolvidas na mensuração da capacidade instalada de cada setor da indústria ou, em termos agregados, do produto potencial, é inegável que a ociosidade vem se reduzindo rapidamente nos últimos meses. A partir dos níveis de produção já atingidos, a política monetária precisa permanecer vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda.

28. O ajuste de política monetária iniciado no mês passado tem como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, que incorpora o objetivo de 5,1% para a variação do IPCA em 2005. Compatibilizando o ritmo de preenchimento do hiato do produto com a trajetória de metas para a inflação,

esse ajuste evitará os danos graves ao ciclo de crescimento que ocorreriam caso medidas mais drásticas viessem a ser necessárias para desinflacionar a economia. Evitar que a inflação se acelere é também crucial para que o processo de retomada prossiga de forma saudável e balanceada, preservando as forças que sustentarão os componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. O objetivo último do ajuste da política monetária é, portanto, garantir condições de sustentabilidade ao processo de crescimento da economia brasileira.

29. Assim, diante dos mesmos elementos que, em setembro, levaram-no a dar início a um processo de ajuste moderado da taxa básica de juros, o Copom entende que as atuais circunstâncias recomendam que esse processo tenha prosseguimento na forma prevista. Embora um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic tenha sido considerado adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a suavizar a inflexão da postura de política monetária e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto, o Comitê avalia que um aumento de 0,5 p.p. neste momento é mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas e com a velocidade ótima de implementação desse ajuste.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 16,75% a.a., sem viés.

31. Embora trabalhe mantendo a hipótese de que o ajuste gradual do instrumento de política monetária terá prosseguimento na magnitude e no ritmo originalmente previstos, o Copom ressalva que o quadro atual contém dois potenciais agravantes em relação ao avaliado em sua reunião de setembro. Em primeiro lugar, a escalada dos preços do petróleo recrudescer tanto em termos de intensidade imediata quanto em termos de prognóstico de duração, e talvez venha a ser necessário incorporar alguma deterioração diretamente aos cenários básicos de projeção, em vez de tratá-la, como tem sido feito até agora, como mero risco latente à concretização desse cenário. Em segundo lugar, a deterioração marginal das expectativas de inflação dos agentes privados

para 2005, mesmo após a mudança efetiva da postura de política monetária, é um alerta de que essas expectativas podem apresentar maior rigidez à queda do que se antevia.

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de novembro de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

33. O movimento do comércio varejista registrou elevação de 0,1% no índice do volume de vendas em agosto, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. Os segmentos de tecidos, vestuário e calçados, móveis e eletrodomésticos e automóveis, motos e partes, que vêm mostrando crescimento expressivo ao longo do ano, registraram queda no mês, enquanto as vendas de hiper e supermercados mantiveram-se em alta, considerando as séries ajustadas sazonalmente.

34. Ainda segundo a PMC, no período de janeiro a agosto, comparativamente a idêntico período de 2003, a taxa de expansão do comércio varejista atingiu 9,5%; em relação ao mesmo mês do ano anterior, o crescimento foi de 7,5%, após cinco meses consecutivos com taxas de variação superiores a 10% nessa base de comparação. O crescimento anual no volume de vendas alcançou 26 dos 27 estados da Federação. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual em agosto, continuando em destaque o desempenho de móveis e eletrodomésticos, com taxa de crescimento de 29,8%, bem superior à média do comércio.

35. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram, após ajuste sazonal, quedas de 2% no número de consultas para compras a crédito e de 3,1% nas consultas ao sistema Usecheque, em comparação ao observado no mês anterior. No ano, até setembro, esses mesmos indicadores apontaram acréscimos de 7,4% e 1,1%, respectivamente.

36. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou em outubro crescimento de 10,7% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que atingiu 142,5 pontos em escala que vai de 0 a 200, resultado dos acréscimos de 18,1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 7,5% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). Com esse crescimento, o ICC alcançou o maior patamar desde o início da pesquisa, em 1994. O resultado é atribuído, basicamente, ao quadro econômico promissor.

37. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a agosto mostraram continuidade da tendência de retomada. A absorção doméstica de bens de capital aumentou 4,6% no mês, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, refletindo os acréscimos de 2,3% na produção doméstica e de 1,5% nas importações de bens de capital, além do recuo de 12,7% nas exportações desses bens. A absorção doméstica de bens de capital acumulou expansão de 15,7% no ano até agosto, devido principalmente ao crescimento de 26,2% da produção interna.

38. Os indicadores da construção civil ratificam a tendência de expansão dos investimentos. A produção de insumos da construção civil aumentou 0,5% em agosto, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, em sua sexta expansão mensal consecutiva, acumulando incremento de 5,8% no ano até agosto.

39. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira cresceu 1,1% em agosto, na série dessazonalizada, atingindo novo recorde na série histórica após seis meses consecutivos em crescimento em relação ao mês anterior. Note-se que uma sequência de seis resultados positivos não era observada desde 1994, após o Plano Real, e evidencia o excepcional desempenho da indústria no ano corrente.

40. A análise da produção industrial por atividades revelou crescimento em 12 dos 23 setores pesquisados que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, e expansão em 3 das 4 categorias de uso. No ano, até agosto, a produção industrial aumentou 8,8% comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão em 24 dos 27 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, e com destaque para os segmentos produtores de bens de capital e de bens

de consumo duráveis, cujos acréscimos foram de 26,2% e de 26%, respectivamente. A produção de bens intermediários cresceu 7,3%, acompanhando o aumento das exportações e dos investimentos, e a de bens de consumo semi e não-duráveis elevou-se 3,1% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual dos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho.

41. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em agosto revelaram recuo de 0,1% nas vendas reais e incremento de 0,8% nas horas trabalhadas na produção, em relação ao mês anterior, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observou-se expansão de 20,2% nas vendas reais e de 10,7% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 83,3% em agosto, nível recorde na série histórica, com aumento mensal de 0,1% na série ajustada sazonalmente, e de 2,8% no período de janeiro a agosto, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

42. Indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial apontaram arrefecimento da atividade fabril para setembro, considerando o ajuste sazonal, após seis meses consecutivos de crescimento. A expedição de papelão ondulado e a produção de aço bruto recuaram respectivamente 3,3% e 0,5% no mês, nas séries dessazonalizadas, acumulando expansões respectivas de 13,3% e de 5,6% no ano até setembro. No segmento automobilístico, a produção de 203 mil unidades representou recuo de 1,2% comparativamente à verificada no mês anterior, após ajuste sazonal, e elevação de 25,3% em relação à quantidade produzida em setembro de 2003.

Mercado de trabalho

43. O índice de emprego formal aumentou 0,8% em agosto, ante o de julho, com ajuste sazonal, e 6,1% comparativamente ao de agosto de 2003, de acordo com informações do MTE. No período de janeiro a agosto, houve expansão de 4,4% no emprego formal, destacando-se que a indústria de transformação liderou o dinamismo do emprego com carteira. Os dados do MTE também vêm mostrando

que a expansão do emprego tem sido maior no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

44. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 11,4% em agosto, ante 11,2% no mês anterior. O desemprego cresceu a despeito do aumento de 0,3% do número de pessoas ocupadas, insuficiente para compensar o crescimento de 0,5% da população economicamente ativa (PEA) no mês. Deve-se observar que a expansão da atividade econômica se reflete no mercado de trabalho tanto no aumento do número de ocupações quanto no incremento da PEA, devido à retomada da busca de trabalho por trabalhadores desocupados que estavam desalentados.

45. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada foi de R\$894,81 em agosto, representando queda de 1,4% em relação ao observado no mês anterior. Em relação ao percebido em agosto do ano passado, o rendimento do trabalhador apresentou ganho nominal de 5,3% e queda, em termos reais, de 0,9%, quando deflacionado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC).

46. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real aumentaram respectivamente 1% e 1,6% em agosto, em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 8,1% e o pessoal empregado, 2%.

Crédito e inadimplência

47. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,9% em setembro. O saldo das carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos cresceu 4,1%, respondendo ao aumento da demanda proveniente da atividade econômica mais intensa, enquanto o recuo de 3,3% nas operações com recursos externos está associado à apreciação cambial observada em setembro. Nas operações com pessoas físicas, observou-se incremento de 2,4% em setembro e variação de 25,7% acumulada em doze meses.

48. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres registrou

alta de 1,2 p.p. em setembro, situando-se em 45,1% a.a. O resultado decorreu principalmente do acréscimo de 1,6 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, para 30,4% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas ficou praticamente estável em setembro, 63,2% a.a., ante 63,1% a.a. em agosto.

49. Ainda em relação às operações de crédito com recursos livres, a taxa de inadimplência subiu para 7,5% em setembro, comparativamente à de 7,2% que vigorou de junho a agosto. Nas operações com pessoas jurídicas o atraso manteve-se em 3,6%, enquanto nas operações com pessoas físicas houve elevação de 0,5 p.p., para 13,3%.

50. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP subiu de 3,9% em agosto para 4,4% em setembro. Na média do ano, até setembro, observou-se recuo de 9,3% na taxa de inadimplência em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, cresceu de 5% em agosto para 5,3% em setembro.

Ambiente externo

51. A contínua elevação dos preços do petróleo vem trazendo incertezas sobre a manutenção da trajetória de crescimento da economia mundial. A cotação do barril já subiu mais de 65% neste ano e o movimento do mercado de petróleo tornou-se fonte de volatilidade para os demais mercados financeiros, principalmente os acionários. Nos mercados de títulos, as cotações continuam se ajustando à elevação gradual das taxas de juros nos EUA, movimento que está favorecendo os papéis dos mercados emergentes. O *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+) tem registrado *spread* declinante sobre os títulos do Tesouro dos EUA, favorecendo a emissão de títulos soberanos e corporativos.

52. Apesar das elevações contínuas das cotações do petróleo e algumas *commodities*, os índices de preços ao consumidor e ao produtor vêm apresentando relativa estabilidade nas principais economias. Com a inflação ainda sob controle, o Banco da Inglaterra e o Banco

Central Europeu optaram, em outubro, por manter inalteradas as respectivas taxas de juros, em 4,75% a.a. e 2% a.a. Nos EUA, o *Federal Reserve* elevou a taxa dos *fed funds* em 25 p.b. em setembro, para 1,75% a.a.

53. Nos EUA, os últimos indicadores divulgados apontam para crescimento moderado da economia, com o mercado de trabalho ainda reagindo lentamente, gerando novos postos de trabalho abaixo das potencialidades da economia. As expectativas dos empresários e consumidores recuaram em setembro, mas os empresários permanecem confiantes na expansão da economia. O déficit comercial atingiu US\$54 bilhões em agosto, e o déficit fiscal totalizou US\$412,5 bilhões no ano fiscal de 2004, equivalentes a 3,6% do PIB, levantando dúvidas quanto à sustentabilidade de suas trajetórias crescentes.

54. Na Europa, a recuperação econômica continua lenta, com os últimos indicadores divulgados mostrando desaceleração no crescimento da produção industrial na França e na Alemanha, além de queda na confiança dos investidores alemães. A alta dos preços do petróleo, a baixa confiança dos consumidores e a lenta recuperação do emprego dificultam a reação da demanda doméstica, enquanto a contribuição da demanda externa, que vinha liderando a recuperação econômica na região, começa a dar sinais de esgotamento. Na Alemanha, já se observa redução no superávit comercial e, na França e no Reino Unido, o déficit comercial está se ampliando.

55. A economia japonesa vem crescendo mais consistentemente, comandada pela expansão das exportações. Nos últimos dois meses, no entanto, a produção industrial e as exportações também passaram a crescer mais lentamente. O consumo interno está aumentando de forma moderada, acompanhando a melhora gradual no mercado de trabalho, mas a confiança dos consumidores recuou recentemente. Na China, apesar das medidas de contenção do crescimento econômico, o cenário mantém-se bastante positivo. As exportações continuam com elevada taxa de expansão e, com a desaceleração das importações, o comércio exterior registrou em setembro o quinto superávit mensal consecutivo.

Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos

56. A balança comercial registrou superávit de US\$3,2 bilhões em setembro, acumulando US\$25,1 bilhões no ano e US\$32,1 bilhões em doze meses. As exportações aumentaram 28,4% e as importações, 30,5%, comparativamente às médias diárias registradas em mesmo mês de 2003. A corrente de comércio totalizou US\$14,7 bilhões em setembro, acumulando US\$115,4 bilhões no período de janeiro a setembro e US\$149 bilhões em doze meses. Em outubro, até o final da primeira quinzena (dez dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão, registrando saldo comercial de US\$1,7 bilhão, com taxas de crescimento de 41,4% nas exportações e de 34,7% nas importações, comparativamente às médias observadas em outubro de 2003.

57. Em setembro, as exportações totalizaram US\$8,9 bilhões, mantendo-se pelo quarto mês consecutivo em patamar próximo a US\$9 bilhões. O valor das vendas externas de manufaturados somou US\$4,8 bilhões; as exportações de produtos básicos, US\$2,7 bilhões; e as de semimanufaturados, US\$1,3 bilhão. Além do aumento generalizado das quantidades embarcadas, produtos importantes da pauta de exportação continuaram registrando no mês elevação dos preços externos, particularmente os produtos siderúrgicos e as *commodities* minerais.

58. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,7 bilhão, em setembro, e de US\$9,6 bilhões no acumulado do ano. Nesses nove meses, a balança comercial e as transferências unilaterais correntes apresentaram resultados positivos de US\$25,1 bilhões e de US\$2,4 bilhões, respectivamente, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$17,9 bilhões. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos atingiu US\$646 milhões em setembro e US\$12,4 bilhões no ano. Ainda no acumulado do ano, as taxas de rolagem de empréstimos diretos e de títulos privados atingiram 99% e 48%, respectivamente. Ao final de setembro, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,5 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$23 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

59. Desde a reunião de setembro do Copom, a curva de juros futuros registrou significativa redução de sua inclinação, com elevação das taxas para prazos inferiores a dez meses e queda das taxas para prazos mais longos. A melhora do risco-país, a apreciação da taxa de câmbio, a reafirmação da austeridade fiscal – com elevação da meta de superávit primário – e a continuidade dos bons resultados das contas externas contribuíram, ao longo do período, para o movimento do trecho longo. Já a parte curta da curva foi influenciada pelo receio de que pressões inflacionárias advindas do contínuo aumento no preço do petróleo e do ritmo de aceleração da atividade econômica ensejariam uma intensificação do aperto monetário nos próximos meses. Entre os dias 15 de setembro e 20 de outubro, as taxas de juros de 1, de 3 e de 6 meses aumentaram 0,35 p.p., 0,25p.p. e 0,06p.p., respectivamente, enquanto que as de 1, de 2 e de 3 anos recuaram em 0,23 p.p., 0,39 p.p. e 0,41 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, reduziu-se de 10,9% para 10,7%.

60. A exemplo do ocorrido no período anterior, o Banco Central não realizou leilão para a rolagem de US\$2,3 bilhões em títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 1º, 13 e 14 de outubro. Assim, incluídos os pagamentos de juros, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004 atingirá US\$27,3 bilhões ao final de outubro.

61. A colocação de LTN pelo Tesouro Nacional, em cinco leilões, totalizou R\$20,5 bilhões, em títulos com

vencimento em 01.07.2005 e 01.01.2006. Depois de seis meses, o Tesouro voltou a emitir, em outubro, NTN-F com vencimento em 01.01.2008, no montante de R\$275 milhões. Foram efetuados, também, cinco leilões de LFT, cujas vendas alcançaram R\$11,8 bilhões, em títulos com vencimento em 2005, 2006 e 2007. O Tesouro realizou, ainda, um leilão de compra e outro de venda, tanto de NTN-C quanto de NTN-B, com vendas líquidas de R\$1,0 bilhão, sendo R\$385 milhões liquidados em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos.

62. O Banco Central manteve, nas suas intervenções no mercado aberto, as operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo ampliado de 2 para 4 semanas. Efetuou ainda outras 21 intervenções, tomando recursos por meio de operações compromissadas, 19 delas com prazo de um dia útil e as outras 2 com prazos de dois e três dias úteis. Além disso, realizou operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo de até trinta dias alcançou a média de R\$37,8 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, a média de R\$41,5 bilhões.

63. O estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se 1,2% em setembro. Com a colocação líquida ocorrida no mês de títulos de rendimento prefixado, a participação destes no total da dívida passou de 16,7% para 17,5%. Devido ao resgate líquido e à apreciação da taxa de câmbio, a parcela da dívida exposta à variação cambial voltou a reduzir-se, passando de 13,2%, em agosto, para 12,3%, em setembro.

Notas da 102ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/11/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/11) e do 20º andar (17/11) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (16/11) e 16h30 (17/11)

Horário de término: 18h55 (16/11) e 20h05 (17/11)

Presentes:

Membros do Copom

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

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 16)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Jose Pedro Ramos Fachada da Silva Martins – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
Luiz Fernando Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 17)
Sérgio Goldstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 16)

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Hélio Mori – Consultor da Diretoria

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

Evolução Recente da Inflação

1. A inflação acelerou em outubro, refletindo o recrudescimento da alta dos preços industriais, sobretudo no segmento atacadista, e o aumento tanto dos preços livres como dos monitorados quando considerados os preços ao consumidor. Ressalte-se que a alta da inflação no período foi ainda atenuada pelo choque positivo sobre os preços da alimentação, cujos efeitos tendem a se esgotar nos últimos meses do ano. Persiste, ainda, o distanciamento entre as trajetórias recentes dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,44% em outubro, ante elevação de 0,33% no mês anterior, acumulando aumentos de 5,95% de janeiro a outubro de 2004 e de 6,87% em doze meses. Esse resultado mensal do IPCA refletiu, principalmente, os aumentos de preços de combustíveis, em particular do álcool hidratado, e de outros preços monitorados, como passagens aéreas e planos de saúde. O impacto desses aumentos foi parcialmente compensado pela manutenção de taxa negativa nos preços dos alimentos, em especial dos produtos *in natura*.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,53% em outubro, ante elevação de 0,48% no mês anterior, totalizando variação de 10,65% nos primeiros dez meses do ano. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) subiu 0,1% em outubro, após relativa estabilidade no mês anterior. Ressalte-se que a menor variação desse índice, relativamente ao IPCA, é em parte justificada pelo maior peso dos produtos *in natura*, cujos preços têm apresentado quedas nos dois últimos meses. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC)

atingiu 1,19%, ante 0,58% em setembro, com destaque para a influência dos preços de produtos derivados do aço. A variação do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou de 0,65% em setembro para 0,61% em outubro, acumulando 13% nos primeiros dez meses de 2004. No período de doze meses findo em outubro, o IGP-DI e o IPA-DI acumularam variações de 11,85% e de 14,35%, respectivamente.

4. Em relação ao IPCA, o conjunto dos preços livres variou 0,29% em outubro, contra 0,22% no mês anterior, respondendo por 0,21 p.p. da variação mensal do índice. Os preços monitorados tiveram elevação de 0,80%, ante 0,59% em setembro, com participação de 0,23 p.p. no resultado geral, sendo que 0,11 p.p. adveio do reajuste dos combustíveis. O IPCA de outubro registrou elevação de 5,31% no preço do álcool combustível, refletindo parte dos reajustes efetivados nas usinas sucroalcooleiras, cujos efeitos serão ainda observados no resultado do IPCA em novembro. Além da alta do álcool hidratado, o preço da gasolina aumentou 1,45% no mês, como resultado do reajuste de 2,3% dos preços na refinaria – a partir de 15 de outubro – e do aumento do álcool anidro, misturado à gasolina. A elevação dos preços livres decorreu principalmente dos itens comercializáveis, que aumentaram 0,42%, enquanto o grupo dos não-comercializáveis variou 0,13%. A menor variação registrada por esse grupo deveu-se ao recuo de 7,2% nos preços dos alimentos *in natura*, que amenizou os aumentos verificados em outros itens dessa categoria. No grupo dos comercializáveis, destacaram-se as altas nos preços do vestuário, dos automóveis novos e usados – refletindo, em parte, o aumento dos preços de insumos, em particular do aço – e da carne bovina.

5. No atacado, os preços mostraram desaceleração, tendo o Índice de Preços por Atacado (IPA) variado 0,61% em outubro ante 0,65% no mês anterior. Esse arrefecimento da inflação no atacado decorreu do comportamento dos preços agrícolas, que registraram nova variação negativa de 2,73%, após recuo de 0,64% em setembro. Destacaram-se as quedas nos preços de ovos, arroz, legumes e frutas, soja, bovinos, leite e milho. O movimento de elevação dos preços industriais no atacado intensificou-se no período, alcançando

1,83% em outubro ante 1,13% em setembro. A alta de preços foi mais intensa entre os bens intermediários e as matérias-primas minerais, principalmente ferro, aço e derivados, combustíveis e lubrificantes, tintas e vernizes, minérios, matérias plásticas e produtos de matérias plásticas.

6. Com esse comportamento recente dos preços industriais no atacado, o IPA-industrial, exceto combustíveis, acumulou alta de 5,2% nos três meses findos em outubro. No mesmo período, os preços dos produtos industriais (exceto combustíveis) no varejo registraram elevação de 1,4%, segundo o IPCA.

7. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados alcançou 0,55% em outubro, ante 0,41% em setembro, acumulando 7,7% em doze meses. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização ficou em 0,6%, contra 0,56% no mês anterior, e totalizou 7,51% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,38% em setembro para 0,55% em outubro, acumulando 5,98% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,43% em outubro, ante 0,38% em setembro, totalizando alta de 5,8% nos últimos doze meses.

9. A aceleração dos índices de preços deverá manter-se em novembro, como decorrência do impacto de alguns fatores já definidos para o mês. Dentre os monitorados, destaque-se os efeitos da segunda parcela do reajuste extra das tarifas de telefonia fixa, o aumento dos preços do álcool, bem como os seus impactos sobre a gasolina, e a elevação da tarifa de ônibus urbano em Belo Horizonte. Entre os preços livres, deverá ser menor o efeito favorável do grupo alimentação, sobretudo no que se refere à evolução dos preços dos produtos *in natura*.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

10. Os choques identificados e os impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações

disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:

a) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, a projeção permaneceu praticamente inalterada, passando de 4,9% na reunião de outubro para 5,0% atualmente, no acumulado para 2004;

b) em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom reduziu suas projeções em 1,3 p.p., estando, agora, em 10,2% para 2004. Já no caso das tarifas de telefonia fixa, houve pequena revisão para cima, passando de 14% na reunião de outubro para 14,8% atualmente;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 29,1% no IPCA de outubro, projeta-se aumento de 9,0% ao longo de 2004, 0,5 p.p. acima do projetado na reunião anterior;

d) quanto à projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, houve pequeno aumento, passando de 6,9% da reunião anterior para 7,2%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 101 p.b. no quarto trimestre de 2004 e alcança 62 p.b. no último trimestre de 2005.

11. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,5% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2004 e de 4,25% nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16,75% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do

Copom (R\$2,80), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta central de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções também se encontram acima da meta central de 5,5% para o ano corrente e acima do objetivo de 5,1% para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. A inflação medida pelo IPCA voltou a se acelerar em outubro, subindo para 0,44%, contra 0,33% em setembro. Essa aceleração ocorreu a despeito da queda, pelo segundo mês consecutivo, do índice de preços referente à alimentação, que reflete ainda a reversão dos fortes aumentos sofridos por esse item nos meses anteriores. O aumento dos preços livres sem o item alimentação, que foi de 0,42% em setembro, passou para 0,54% em outubro. Os preços monitorados foram pressionados pela alta nos combustíveis, especialmente no álcool.

14. O IGP-DI apresentou ligeira aceleração em outubro, com aumento de 0,53%, contra 0,48% em setembro, enquanto o IPA-DI apresentou ligeira desaceleração, de 0,65% para 0,61%. Apesar da forte desaceleração do IPA dos produtos agrícolas, a aceleração no IPA dos produtos industriais praticamente neutralizou esses ganhos. Continuam, portanto, as pressões inflacionárias nos produtos industrializados no atacado, que acumulam no ano elevação de 17,52%. O IPA medido segundo o estágio de processamento é outra forma desagregada de avaliação das pressões inflacionárias. Segundo esse critério, a inflação do IPA em outubro resultou de maior pressão no item bens intermediários, cujos preços registraram aumento de 2,62% no mês e de 23,8% no acumulado do ano. O Copom continuará monitorando atentamente nos próximos meses o potencial impacto sobre os preços no varejo dessas pressões identificadas no atacado. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, a intensidade desses repasses dependerá fundamentalmente das

condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

15. Os núcleos de inflação para o IPCA também voltaram a se acelerar em outubro, segundo os três critérios de cálculo utilizados pelo Copom. A aceleração foi mais marcada nos núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados, que haviam caído em setembro, mas que retornaram em outubro aos patamares observados anteriormente. Conforme previsto nas Notas da reunião de outubro do Copom, os núcleos mais baixos registrados em setembro refletiam mais a volatilidade remanescente nessas medidas do que uma mudança da tendência subjacente de inflação. O núcleo por exclusão acusou variação de 6,61% no acumulado do ano, ficando acima do IPCA pleno no mesmo período, e contrariando a tendência de subestimação da inflação exibida nos últimos anos por essa medida de núcleo (em 2003, por exemplo, o índice de exclusão foi de 8,17% contra 9,3% da inflação cheia). Já o núcleo calculado por médias aparadas com suavização está, desde abril, variando entre 0,55 e 0,60. Portanto, os núcleos permanecem estabilizados em níveis elevados e incompatíveis com a trajetória de metas de inflação.

16. A produção industrial, medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), manteve-se estável em setembro na série dessazonalizada, após uma seqüência de seis meses consecutivos de expansão como não se observava desde 1994. Esse comportamento no mês veio a ratificar a expectativa de que haveria uma certa acomodação na margem, embora essa acomodação tenha sido um pouco menos intensa do que sugeriam os indicadores antecedentes e coincidentes, que, conforme observado nas Notas da reunião de outubro do Copom, projetavam um pequeno recuo da série mensal dessazonalizada. No período janeiro-setembro, observou-se a continuidade do forte crescimento da produção iniciado no segundo semestre de 2003, com uma variação acumulada de 9,0% em relação aos mesmos meses do ano anterior.

17. Indicadores antecedentes e coincidentes para outubro novamente apontam tendência de acomodação da produção industrial, com queda na série dessazonalizada. No entanto, conforme discutido em Notas de reuniões

anteriores do Copom, não se pode concluir desse comportamento pontual que a produção industrial esteja revertendo a tendência de crescimento, assim como um forte incremento isolado não é indicador seguro de aceleração do ritmo da produção. Após a seqüência mensal observada de crescimento da produção no passado recente, alguma acomodação seria plenamente esperada, pois taxas mensais de variação da atividade industrial apresentam a característica de serem voláteis, com oscilações de curto prazo em torno de uma tendência de crescimento. Critérios que procuram depurar pelo menos em parte essa volatilidade, como a média móvel trimestral da série dessazonalizada, indicam expansão contínua da produção industrial desde fevereiro deste ano, mas em ritmo menos acelerado nos meses recentes.

18. Além de convergir para um ritmo mais moderado de crescimento, a produção industrial continua apresentando mudança qualitativa em sua dinâmica. Ao longo dos últimos meses, vem aumentando progressivamente a importância relativa dos setores mais sensíveis ao crescimento da renda real, em detrimento dos setores mais sensíveis ao crédito, que lideraram os estágios iniciais do processo de retomada. Essa mudança, favorecendo um maior equilíbrio entre diferentes setores em termos de ritmo de expansão, é característica da convergência da economia para um padrão de crescimento sustentado.

19. O dinamismo na atividade econômica nos últimos cinco trimestres continua tendo reflexos favoráveis no mercado de trabalho. Segundo dados do IBGE, prosseguiu em setembro a nítida tendência de queda da taxa de desemprego aberto, que vem sendo observada desde abril, com breve interrupção em agosto. A taxa declinou de 11,4% em agosto para 10,9% em setembro. O emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,5% em setembro e 4,6% no acumulado do ano, o que representa incorporação de 1.666.188 trabalhadores ao mercado formal nos nove primeiros meses do ano. Dados desagregados indicam que o maior contingente de contratações líquidas nesse período verificou-se na indústria de transformação, onde o número de contratações líquidas mais do que duplicou em relação ao mesmo período do ano anterior. Números da Confederação Nacional da Indústria (CNI) corroboram tal dinamismo, indicando crescimento contínuo do emprego industrial desde dezembro passado.

Segundo o IBGE, o número de ocupados nas principais regiões metropolitanas do país cresceu 3% de janeiro a setembro. No mesmo período, a massa salarial real aumentou 1,8%. Estatísticas da CNI mostram que a massa salarial real na indústria de transformação manteve crescimento em setembro, sustentando a tendência observada desde março de 2003.

20. Segundo dados mensais da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, dessazonalizados pelo Banco Central, as vendas no varejo permaneceram estáveis entre agosto e setembro. As vendas e as receitas nominais cresceram 9,32% e 12,06%, respectivamente, no acumulado de janeiro a setembro. Os itens que apresentaram crescimento mais significativo em termos de volume, nesse período, continuam sendo móveis e eletrodomésticos e veículos e motos, segmentos fortemente impulsionados pelo crédito. No entanto, a exemplo do que ocorre com a produção industrial, já se observa uma mudança qualitativa na composição das vendas, ganhando dinamismo segmentos menos sensíveis ao crédito, tais como tecidos, vestuário e calçados e super e hipermercados. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) medido pela Federação de Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) continuou em elevação em novembro, seguindo tendência observada desde agosto. Isso sinaliza, em conjunto com o crescimento do emprego e da massa salarial real, a manutenção do dinamismo das vendas no comércio nos próximos meses.

21. Dada a forte expansão da atividade, em particular a seqüência expressiva de aumentos da produção industrial e das vendas desde o segundo semestre de 2003, um foco importante de preocupação do Copom em relação à dinâmica prospectiva da inflação centra-se no desempenho da oferta agregada. A utilização média da capacidade instalada na indústria, medida pela FGV, elevou-se para 86,1% em outubro, contra 84,5% em julho, atingindo nível sem precedentes desde o início da mensuração do índice em 1990. O setor que apresentou maior aumento foi o de materiais de construção, passando de 80,5% para 85,8%. Bens de consumo final e de consumo intermediário, que já se encontravam em níveis elevados, experimentaram incremento adicional, enquanto os bens de capital apresentaram ligeiro declínio. Em termos de gêneros industriais, mecânica, material elétrico e de comunicações e produtos alimentares tiveram não

somente forte elevação no uso da capacidade instalada ao longo de 2004, mas também atingiram em outubro patamares sem precedentes. Já o índice de utilização da capacidade instalada da CNI registrou ligeiro declínio em setembro, na série dessazonalizada, após ter atingido recorde histórico em agosto.

22. O indicador de investimento representado pela absorção doméstica de bens de capital apresentou ligeiro recuo de 0,6% em setembro, tendo em vista a queda na produção doméstica de 2,5% no mês, segundo a série dessazonalizada do IBGE. Esse comportamento também não pode ser caracterizado como esgotamento ou reversão da tendência de recuperação dos investimentos, cuja evolução costuma ser altamente volátil, especialmente em séries mensais, haja vista a expansão de 2,0% desse mesmo setor registrada no mês imediatamente anterior. No acumulado do ano, a absorção de bens de capital ainda apresenta crescimento expressivo de 16,2%, tendo como principal determinante a produção doméstica de bens de capital, que se expandiu em 25,7% no período. Como ressaltado em Notas de reuniões anteriores, a série histórica de formação bruta de capital fixo mostra correlação elevada com os índices de utilização da capacidade instalada e, com defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. O comportamento desses indicadores antecedentes continua sugerindo que há espaço para ampliação, nos próximos meses, do nível de investimentos, além da já refletida nas contas nacionais até o segundo trimestre de 2004.

23. Nas transações com o exterior, as exportações mantêm forte ritmo de crescimento, com taxa acumulada de 31,1% nos dez primeiros meses do ano. Os produtos manufaturados, o grupo de maior participação na pauta de exportações (em torno de 56% do total), expandiram-se 23,8% em termos de volume exportado no período janeiro-setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior. As importações apresentaram dinamismo semelhante, com aumento de 27,3% no período janeiro-outubro, em resposta à expansão da demanda doméstica. Nesse contexto, dados de *quantum* de importações no período janeiro-setembro indicam que os itens de maior crescimento foram matérias-primas e bens de consumo duráveis, com taxas de 22,9% e 24,6%, respectivamente. No acumulado de doze meses até outubro, o superávit comercial totalizava US\$32,6

bilhões, proporcionando saldo positivo em transações correntes de US\$10,8 bilhões, ou 1,95% do PIB.

24. Os mercados internacionais apresentaram comportamento mais favorável desde a reunião passada do Copom, inclusive com queda nos preços do petróleo, propiciando redução do prêmio de risco-Brasil e apreciação do real em relação ao dólar. Esse cenário favorável, porém, estará sujeito, conforme observado em Notas de reuniões anteriores do Copom, à incorporação pelos agentes de novas informações sobre o desempenho esperado das economias industrializadas, especialmente a dos Estados Unidos, e dos desenvolvimentos nos preços internacionais do petróleo. Por ora, as perspectivas continuam sendo de que o *Federal Reserve* (Fed) dos Estados Unidos prosseguirá em sua política de aumento moderado nas taxas de juros. Dados divulgados recentemente sobre alguns indicadores do nível de atividade e da inflação nos Estados Unidos, porém, sugerem maior incerteza a respeito da tendência prospectiva da economia e, por conseguinte, do comportamento futuro do Fed.

25. Os preços do petróleo no mercado internacional, após registrarem recordes históricos em outubro, vêm apresentando mais recentemente tendência de redução. Embora tenha havido recuo considerável em relação aos valores máximos de outubro, os preços correntes e futuros ainda continuam em níveis elevados, quando comparados, por exemplo, aos valores que prevaleciam às vésperas da reunião do Copom de setembro. As previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência da mudança recente de tendência. Em todo caso, a reversão da escalada de preços do mês anterior permite vislumbrar com maior segurança condições no mercado de petróleo que referendem o cenário de projeção mantido pelo Copom, que, conforme ressaltado nas Notas da reunião de outubro, continuou a tratar aquela deterioração mais intensa como um risco latente e não como parte de suas premissas básicas.

26. No campo doméstico, o impacto advindo da elevação recente do preço do álcool ocupou boa parte do espaço restante na projeção de 9,5% para o reajuste total do preço da gasolina ao longo de 2004,

que, mesmo assim, foi mantida pelo Copom como hipótese de trabalho. Para 2005, o Comitê continua trabalhando com projeções agregadas para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, geradas pelo modelo econométrico de determinação endógena desses preços. Um exame ainda preliminar dos componentes desagregados desse conjunto, entretanto, corrobora em linhas gerais as projeções do modelo para o agregado, sob a premissa de que os preços domésticos da gasolina guardarão em 2005 sua correlação histórica com as cotações internacionais do petróleo.

27. Desde a reunião de outubro do Copom, as expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2004 voltaram a apresentar ligeiro aumento, de 7,16% para 7,19%. Para o ano de 2005, as expectativas continuaram a se deteriorar, passando de 5,81% para 5,90%. Esse movimento indica que a deterioração das expectativas para a inflação de 2005 ainda não se estancou, a despeito da apreciação da taxa de câmbio, da queda recente dos preços internacionais de importantes *commodities* e da sinalização de aperto da política monetária ao longo dos últimos meses.

28. As projeções do Copom para a inflação de 2004 não se alteraram, mas decresceu ainda mais o risco de a inflação superar o intervalo superior da meta neste ano. Já para 2005, as projeções de ambos os cenários apresentaram queda em relação às produzidas no mês anterior. No cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 16,75% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,80 ao longo do horizonte de projeção, a apreciação cambial e a elevação da curva de juros mais do que compensaram a piora das expectativas de inflação e o aumento da projeção dos preços administrados, resultando em queda da projeção de inflação, que se manteve contudo acima do objetivo de 5,1%. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência devido à depreciação cambial esperada durante o horizonte de projeção.

29. Desde a reunião de outubro, houve redução dos preços internacionais do petróleo, apreciação da taxa de câmbio e indícios de algum arrefecimento da atividade

econômica. Tais fatores ainda não foram capazes de alterar suficientemente as perspectivas para a dinâmica futura da inflação, apesar da mudança evidente na postura de política monetária em meses recentes. Por essa razão, os membros do Copom entenderam que o processo de ajuste gradual dos juros básicos deveria prosseguir de maneira a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas no horizonte relevante para a atuação da política monetária.

30. Esse ajuste evitará que medidas mais fortes venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, consolidar a convergência da inflação para a trajetória das metas é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último reduzir a volatilidade do produto e oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

31. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 17,25% a.a., sem viés.

32. Tal como na reunião de outubro, o Copom ressalva que a manutenção do processo de ajuste do instrumento de política monetária na magnitude e no ritmo originalmente previstos requer que não haja exacerbação de fatores de risco que vêm sendo acompanhados atentamente pelo Comitê nos últimos meses. Entre outras considerações, é necessário que o cenário recente dos preços internacionais do petróleo não se deteriore e que se reverta a rigidez observada na dinâmica das expectativas de inflação até o momento. Caso avalie que o risco de que a inflação se distancie da trajetória de metas não esteja se reduzindo de forma satisfatória, a autoridade monetária estará preparada para alterar o ritmo e a magnitude do processo de ajuste nos juros básicos iniciado na reunião de setembro do Copom.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 14 de dezembro de 2004 para

as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

34. O movimento do comércio varejista registrou estabilidade no índice do volume de vendas em setembro, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. O segmento de móveis e eletrodomésticos, que vem mostrando crescimento expressivo ao longo do ano, registrou queda no mês, enquanto as vendas de hiper e supermercados, combustíveis, tecidos, vestuário e calçados, mantiveram-se em alta, considerando as séries ajustadas sazonalmente. O segmento de automóveis, motos e partes, que não integra a composição do índice geral, mostrou recuperação no período, após dois meses de queda.

35. Ainda segundo a PMC, no período de janeiro a setembro, comparativamente a idêntico período de 2003, a taxa de expansão do comércio varejista atingiu 9,3%. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o crescimento alcançou 8,9%, tendo atingido 25 dos 27 estados da Federação.

36. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram, após ajuste sazonal, queda de 1,1% no número de consultas para compras a crédito e aumento de 3,9% nas consultas ao sistema Usecheque em outubro, em comparação ao observado no mês anterior. No ano, até outubro, esses mesmos indicadores apontaram acréscimos de 6,5% e 1%, respectivamente.

37. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou, em novembro, aumento de 2,2% no ICC, que atingiu 145,6 pontos em escala que vai de 0 a 200, resultado dos acréscimos de 0,4% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 3% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC).

38. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a setembro mostraram ligeiro arrefecimento

na trajetória ascendente que tem prevalecido desde o segundo semestre de 2003. A absorção doméstica de bens de capital recuou 0,6% no mês, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, refletindo, principalmente, a diminuição de 2,5% na produção de bens de capital, enquanto as importações e as exportações desses bens cresceram 4,3% e 2,1%, respectivamente. A despeito do aumento de 47,7% nas exportações de bens de capital no ano, até setembro, a absorção doméstica acumulou expansão de 16,2%, devido ao crescimento de 25,7% na produção interna e ao incremento de 11,6% nas importações, no mesmo período.

39. Os indicadores da construção civil também denotaram acomodação em setembro, após seis meses consecutivos em expansão. A produção de insumos da construção civil caiu 0,3%, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, mas manteve incremento de 6,3% no acumulado do ano, até setembro.

40. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira manteve-se estável em setembro, na série dessazonalizada, em relação à do mês anterior, permanecendo no patamar recorde atingido em agosto, após seis meses consecutivos em expansão. No trimestre findo em setembro, a produção industrial registrou elevação de 2,6% em relação ao segundo trimestre do ano, com ajuste sazonal, e situou-se 10,5% acima da observada no terceiro trimestre de 2003.

41. A análise da produção industrial por atividades revelou que a estabilidade na produção em setembro decorreu do equilíbrio entre as doze atividades que expandiram a produção e as onze que registraram recuo. Dentre aquelas que cresceram, destacaram-se as indústrias de alimentos, bebidas, refino de petróleo e produção de álcool. As principais quedas na produção foram observadas nas indústrias de fumo, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, e outros produtos químicos. Por categorias de uso, observou-se acréscimo mensal apenas na produção de bens de consumo semi e não duráveis. Nas demais categorias, os recuos significaram movimento de acomodação após as altas consecutivas nos meses anteriores.

42. No ano, até setembro, a produção industrial aumentou 9% comparativamente à do mesmo período

de 2003, com expansão em todos os 27 setores pesquisados, com exceção da indústria farmacêutica com crescimento zero, e em todas as categorias de uso. Os segmentos produtores de bens de capital e de bens intermediários expandiram-se 25,7% e 7,4%, respectivamente, acompanhando o aumento das exportações e dos investimentos. A produção de bens de consumo durável aumentou 25% e a de bens de consumo semi e não duráveis elevou-se 3,9% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual dos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho.

43. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em setembro revelaram recuos de 2% nas vendas reais e de 0,1% nas horas trabalhadas na produção, em relação às do mês anterior, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observaram-se acréscimos de 15,6% nas vendas reais e de 7,3% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 82,9% em setembro, com recuo mensal de 0,4% na série ajustada sazonalmente, e elevação de 3% no período de janeiro a setembro, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

44. Indicadores do desempenho da indústria apontam recuo da produção fabril em outubro, considerando o ajuste sazonal. A expedição de papelão ondulado, a produção de aço bruto, o número de pedágios de caminhões pesados em rodovias e a produção de autoveículos registraram quedas no mês, considerando dados dessazonalizados. Ressalte-se que, apesar das taxas negativas em outubro, essas variáveis têm mostrado expressivo crescimento ao longo do ano, atingindo patamares historicamente elevados, quando não recordes, a exemplo da atividade industrial.

Mercado de trabalho

45. O índice de emprego formal cresceu 0,5% em setembro, ante o de agosto, após ajuste sazonal, e 6,2% comparativamente ao de setembro de 2003, de acordo com informações do MTE. No período de janeiro a setembro, houve expansão de 4,6% no emprego formal, tendo sido criados 1.666 mil empregos líquidos. A indústria de transformação tem liderado esse movimento, seguida da construção civil

e serviços. Os dados do MTE continuam mostrando que a expansão do emprego tem sido maior no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

46. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 10,9% em setembro, ante 11,4% no mês anterior. O recuo mensal da taxa de desocupação refletiu os efeitos da expansão da atividade econômica sobre o mercado de trabalho, com aumento de 1% no número de pessoas ocupadas, superior à expansão de 0,5% da população economicamente ativa (PEA) no mês.

47. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual recebido pela população ocupada atingiu R\$910,10 em setembro, com acréscimo de 1,9% em relação ao observado no mês anterior. Em relação ao percebido em setembro do ano passado, o rendimento do trabalhador apresentou ganho nominal de 9,1%, equivalente em termos reais ao incremento de 3,2%, tendo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como deflator.

48. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real aumentaram respectivamente 0,8% e 0,9% em setembro, em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 8,5% e o pessoal empregado, 2,4%.

Crédito e inadimplência

49. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres aumentou 2% em outubro. As carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos registraram crescimento de 3,4% no mês, como reflexo, principalmente, do aumento sazonal da demanda no período. Em doze meses, esse segmento acumula expansão de 27,4%, repercutindo a atividade econômica mais intensa. As operações com recursos externos tiveram queda de 0,5% em outubro, mas acumulam crescimento de 10,4% no ano. O recuo está associado à apreciação cambial observada no mês e à liquidação de obrigações. Nas operações com pessoas físicas, o incremento de 1,9% em outubro e de 25,8% nos últimos doze meses, resultou, basicamente, do maior volume de operações na modalidade de crédito pessoal.

50. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres registrou alta de 0,5 p.p. em outubro, situando-se em 45,6% a.a. O resultado decorreu do acréscimo de 0,7 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, atingindo 31,1% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas permaneceu estável no mês, em 63,2% a.a.

51. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP recuou de 4,4% em setembro para 4,1% em outubro. Na média do ano, até outubro, observou-se recuo de 10,6% na taxa de inadimplência em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003.

Ambiente externo

52. As cotações do petróleo bruto atingiram recorde histórico em 22 de outubro, quando o WTI e o Brent se situaram em US\$56,17 e US\$51,92, respectivamente. Desde então, os preços do petróleo vêm declinando paulatinamente, o que acena para menores riscos para o crescimento mundial. As bolsas de valores responderam favoravelmente a esse novo cenário, passando a se valorizar concomitantemente.

53. O déficit em transações correntes dos EUA continua influenciando a trajetória do dólar. Recentemente, a moeda norte-americana voltou a depreciar-se, levando a cotação do euro a ultrapassar o recorde histórico de US\$1,30. Ainda que em menor intensidade, os bancos centrais asiáticos mantiveram a política de intervenções no mercado de câmbio, tendo em vista a manutenção da competitividade de suas moedas nacionais. Assim, a depreciação do dólar permaneceu sendo absorvida principalmente pela moeda européia.

54. A escalada dos rendimentos dos *Treasuries* de 2 e de 10 anos, iniciada em abril, foi revertida em meados de junho, à medida que ficou mais nítida a estratégia do Fed de alta moderada das taxas de juros. Desde então, o rendimento dos *Treasuries* tem oscilado conforme a divulgação dos indicadores econômicos dos EUA e o desenrolar das tensões geopolíticas no Iraque. A compra de títulos norte-americanos pelos bancos centrais asiáticos tem ajudado a manter os *yields* em níveis relativamente contidos.

55. A taxa de crescimento do PIB dos EUA no terceiro trimestre contrariou previsões mais otimistas, mas mostrou que a economia norte-americana continua em expansão. No Japão, o crescimento real mantém-se já por seis trimestres consecutivos, embora se tenha desacelerado para apenas 0,3% no último trimestre. Ainda no Japão, a deflação não dá mostras consistentes de que venha a ser erradicada no futuro próximo, notadamente quando se observa o comportamento do deflator do PIB, muito embora os preços ao consumidor estejam no limiar da inflação. Na Área do Euro houve arrefecimento do crescimento no terceiro trimestre, para 1,2% em termos anualizados.

56. O Fed elevou a meta para os “*fed funds*” para 2% na última reunião, confirmando a estratégia de convergência moderada à taxa de juros de “equilíbrio”. Pressionada pelo preço do petróleo, a inflação norte-americana ao produtor teve alta anual de 4,4% em outubro; o núcleo do índice, contudo, evoluiu abaixo do ritmo anual de 2%. Na Área do Euro e no Reino Unido, os bancos centrais conservaram as taxas básicas em 2% e 4,75%, nessa ordem. No Reino Unido, a decisão do Banco da Inglaterra pode ter sido influenciada pela desaceleração do crescimento no terceiro trimestre, bem como pela primeira queda nos preços dos imóveis em três anos, em setembro.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. Pelo sexto mês consecutivo, em outubro, o superávit da balança comercial brasileira situou-se em patamar acima de US\$3 bilhões, acumulando US\$28,1 bilhões no ano e US\$32,6 bilhões em doze meses. As exportações aumentaram 34,4% e as importações, 33,4%, comparativamente às médias diárias registradas em mesmo mês de 2003. A corrente de comércio somou US\$14,7 bilhões em outubro, acumulando US\$130,1 bilhões no período de janeiro a outubro e US\$151,1 bilhões em doze meses. Em novembro, nas duas primeiras semanas (nove dias úteis), o saldo comercial brasileiro continuou em ascensão, registrando US\$1,2 bilhão, com taxas de crescimento de 41% nas exportações e de 33,7% nas importações, comparativamente às médias observadas em novembro de 2003.

58. Em outubro, as exportações totalizaram US\$8,8 bilhões, mantendo-se em patamar próximo de US\$9 bilhões pelo quinto mês consecutivo. O valor das vendas externas de manufaturados somou US\$5,3 bilhões, as exportações de produtos básicos, US\$2,3 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,1 bilhão. Além do aumento generalizado nas quantidades embarcadas, produtos importantes da pauta de exportação, tais como, siderúrgicos, petróleo, gasolina, alumínio bruto, carne suína, café, açúcar, algodão e fumo, entre outros, continuaram registrando elevação de preços externos. As importações atingiram o mais elevado valor do ano, US\$5,8 bilhões no mês. Houve crescimento nas aquisições de todas as categorias de produtos, comparativamente a outubro de 2003.

59. No final de outubro, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,4 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,2 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período posterior à reunião do Copom de outubro, os juros futuros para prazos até um ano subiram, reduzindo-se os referentes a prazos mais longos. Em consequência, diminuiu significativamente a inclinação da curva de juros. A elevação da meta da taxa Selic acima das expectativas de uma parcela dos analistas de mercado foi o principal determinante do aumento na parte curta da curva. Os juros de longo prazo, no entanto, não foram afetados da mesma forma, tendo mostrado maior sensibilidade à queda dos preços do petróleo, ao recuo do risco-país, à apreciação da moeda nacional, às operações nos mercados de derivativos por parte de investidores estrangeiros e à visão de que a política monetária possibilitará uma convergência mais rápida da inflação à sua trajetória de metas. Entre 20 de outubro e 17 de novembro, as taxas de juros de um mês, de seis meses e de 1 ano aumentaram, respectivamente, 0,71 p.p., 0,49 p.p. e 0,20 p.p., enquanto as taxas de 2 e 3 anos recuaram 0,12 p.p. e 0,26 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, atingiu 10,8%.

61. Devido à baixa demanda por proteção cambial, o vencimento de US\$656 milhões em instrumentos cambiais do dia 10, o único do período e do mês de novembro, não foi rolado pelo Banco Central, tal como ocorrera com os vencimentos dos dois meses anteriores. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, atingirá US\$28,2 bilhões ao final do mês.

62. No período entre as reuniões de outubro e novembro do Copom, a colocação líquida de LTN pelo Tesouro Nacional somou R\$9,7 bilhões, em quatro leilões de venda e dois de compra. No decorrer do período, o Tesouro alongou as emissões de LTN, substituindo os vencimentos de julho de 2005 e janeiro de 2006 por outubro de 2005 e julho de 2006. Realizaram-se também dois leilões de NTN-F com vencimento em janeiro de 2008, tendo colocado R\$169 milhões, e seis leilões, quatro de venda e dois de troca, de LFT com vencimento em 2005, 2006 e 2007. As vendas líquidas de LFT totalizaram R\$9,8 bilhões. No mesmo período, o Tesouro efetuou um leilão de compra e outro de venda, tanto de NTN-C quanto de NTN-B, com vendas líquidas de R\$363 milhões.

63. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central efetuou, em duas ocasiões, um novo

tipo de operação, com o objetivo de reduzir a liquidez bancária a partir do início de 2005. Essa operação consistiu numa venda de LTN de vencimento em abril de 2005 conjugada a uma compra de LTN de vencimento em janeiro de 2005. O volume financeiro total dessas operações foi de R\$4,0 bilhões. As operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis, bem como as operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo de quatro semanas, foram mantidas pelo Banco Central no período. Além disso, foram feitas outras dezessete intervenções por meio de operações compromissadas, sendo quinze tomadoras de recursos *overnight*, uma tomadora de recursos por dois dias úteis e uma doadora *overnight*. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo de até trinta dias alcançou a média de R\$30,1 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, a média de R\$39,2 bilhões.

64. O estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se em 0,7% em outubro. Destaque-se que, em razão do resgate líquido de instrumentos cambiais, a parcela da dívida exposta à variação cambial voltou a registrar redução, passando de 12,3%, em setembro, para 11,2%, em outubro.