

### Notas da 128ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 17 e 18/7/2007

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (17/7) e do 20º andar (18/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h30 (17/7) e 17h (18/7)

**Horário de término:** 19h10 (17/7) e 20h (18/7)

**Presentes:**

**Membros do Copom**

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Alexandre Antonio Tombini

Antonio Gustavo Matos do Vale

Mário Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Paulo Sérgio Cavalheiro

Paulo Vieira da Cunha

**Chefes de Departamento (presentes no dia 17)**

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)

João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

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

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria  
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria  
Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-Executivo

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 economia**

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) manteve, em junho, o patamar observado no mês anterior (0,28%), uma vez que a aceleração dos preços livres foi compensada pela desaceleração dos preços administrados. Assim, a inflação mensal média recuou de 0,42% no primeiro trimestre para 0,27% no segundo. Por outro lado, no primeiro semestre de 2007, a inflação acumulada atingiu 2,08%, ante 1,54% no mesmo período do ano anterior, com a inflação de preços livres igual a 2,43%, e a de administrados, 1,29%, ante 0,92% e 2,76% no primeiro semestre de 2006, respectivamente. Com isso, a inflação acumulada em doze meses tem se acelerado consistentemente, de 2,96% em março para 3% em abril, 3,18% em maio e 3,69% em junho. Essa aceleração se deve à substituição das taxas de inflação reduzidas observadas no segundo trimestre de 2006 (média mensal de apenas 0,03%), refletindo o forte recuo dos preços de alimentos naquela conjuntura, pelas taxas mais elevadas observadas nos últimos três meses (média mensal de 0,27%). Interrompendo

uma relação observada por bastante tempo, desde maio os preços administrados passaram a apresentar variação para o acumulado em doze meses inferior à dos preços livres. De fato, em junho, a variação, nessa base de comparação, foi de, respectivamente, 2,78% e 4,10% para itens monitorados e preços livres. Em outro nível de desagregação, nota-se que a inflação dos preços livres tem sido, determinada, em sua maior parte, pelo comportamento dos preços dos itens não comercializáveis. No acumulado em doze meses até junho, os preços de itens não comercializáveis subiram 5,02%, enquanto os dos itens comercializáveis se elevaram 3,14%. Isso ocorreu a despeito da expressiva desaceleração dos preços dos serviços, com variação de 4,95% em doze meses até junho, ante os 6,27% observados no mesmo período do ano passado. Em que pese a aceleração da inflação no primeiro semestre, frente às taxas observadas em igual período de 2006, o Copom avalia que o processo inflacionário deve continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

2. O recuo da inflação plena ao longo do segundo trimestre não se refletiu nas medidas de núcleo da variação do IPCA, haja vista que, no período, somente uma das três medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central mostrou arrefecimento, frente às médias observadas no primeiro trimestre. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio registrou variação média de 0,28% no segundo trimestre, ante 0,39% no primeiro. Por sua vez, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos mantiveram-se estáveis, com as variações médias, respectivamente, no patamar de 0,31% e de 0,27%. Por outro lado, no primeiro semestre, esses três núcleos registraram, respectivamente, variações de 2,03%, 1,86% e 1,63%, portanto inferiores aos 2,08% da inflação plena. Houve, também, reduções importantes quando a comparação leva em conta os valores registrados no primeiro semestre de 2006. A variação se deslocou de 2,15% para 2,03% no caso do núcleo por exclusão, de 2,75% para 1,86% no do núcleo com suavização, e de 1,84% para 1,63% no do núcleo sem suavização. Note-se, ainda, que todas as medidas de núcleo mostram expressiva queda nas variações em doze meses até junho, em comparação com junho de 2006: 3,43% contra

4,09% no caso do núcleo por exclusão, 3,72% contra 5,71% no caso do núcleo por médias aparadas com suavização e 2,55% contra 4,16% no caso do núcleo por médias aparadas sem suavização. Em todos os casos, as variações mostraram elevação frente às taxas acumuladas nos doze meses até maio, mas se encontram abaixo do valor central de 4,5% para a meta de 2007.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) se acelerou ao longo do segundo trimestre e alcançou 0,26% em junho, ante 0,16% em maio e 0,14% em abril. No primeiro semestre de 2007, a inflação situou-se em 1,44%, ante 1,28% no mesmo período do ano passado. Esse movimento se deveu ao comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), que variou 2,51%, ante 0,62% em 2006, enquanto a inflação medida pelo Índice Nacional de Construção Civil (INCC) permaneceu praticamente estável (3,51% contra 3,36%), e a medida pelo Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), recuou de 1,22% em 2006 para 0,70% em 2007. Em doze meses até junho, a variação do IGP-DI atingiu 3,96%, ante 0,98% em junho de 2006. Ao longo do segundo trimestre, o comportamento do IPA-DI mostrou estabilidade, refletindo elevação dos preços industriais e um comportamento heterogêneo dos preços agrícolas, que apresentaram fortes quedas de abril a maio, seguido por recuperação em junho. O comportamento dos preços no atacado continua refletindo, em suma, pressões contraditórias derivadas, de um lado, da elevação de preços internacionais de commodities e alimentos e, de outro, do fortalecimento do real. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A produção industrial geral, que engloba as indústrias extrativas e de transformação, acelerou-se nos últimos meses. A média móvel trimestral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 0,8% em maio, frente ao mês anterior, ante

um crescimento, na mesma base de comparação, de 0,6% em abril. De fato, se considerarmos a revisão dos números referentes a abril, maio registrou a oitava expansão mensal consecutiva da produção industrial geral. O crescimento da produção industrial alcançou 4,9% em maio, na comparação com maio de 2006, 4,4% no acumulado de 2007, com tendência de aceleração na margem; e 3,3% em doze meses, também com tendência de aceleração na margem. Os dados do IBGE indicam que a atividade na indústria de transformação também registra importante intensificação. A média móvel trimestral do índice de produção na indústria de transformação cresceu 0,4% em fevereiro, 0,5% em março, 0,7% em abril e 0,8% em maio. Em doze meses até maio, a produção da indústria de transformação se expandiu 3,1%, enquanto a produção extrativa mineral avançou 5,4%. Dentre as categorias de uso, destaque-se o forte crescimento, nos primeiros cinco meses de 2007, da produção de bens de capital (16,3%). Adicionalmente a produção de bens intermediários aumentou 3,9% no período, após apresentar desempenho inferior à média da indústria no biênio 2005/06. Para junho, os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial disponíveis sinalizam a continuidade do ciclo de crescimento. Além disso, os diversos fatores de estímulo à atividade econômica, inclusive a flexibilização monetária já realizada, sugerem que a tendência de expansão da indústria deve continuar nos próximos trimestres.

5. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se, em maio, pelo terceiro mês consecutivo, no patamar de 10,1%, portanto, 0,1 p.p. abaixo do valor anotado em maio de 2006. Nos primeiros cinco meses de 2007, a taxa média de desemprego reduziu-se 0,2 p.p. na comparação com igual período do ano anterior. Apesar do lento declínio da taxa de desemprego, o número de ocupados aumentou 2,7% nos doze meses findos em maio, reflexo do crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), processo típico de momentos de expansão econômica. Na comparação mês a mês, o poder de compra da população ocupada subiu 0,3% em maio, mesmo percentual observado no mês anterior, e 3,9% em relação a maio de 2006. Nos primeiros cinco meses de 2007, o crescimento

atingiu 4,8%, o que contribuiu para a expansão de 7,8% na massa de rendimento real. Por sua vez, o nível de emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, cresceu 0,4% em maio, em relação a abril, e 3,5% na comparação com maio de 2006. Com isso, nos primeiros cinco meses do ano, o emprego na indústria manufatureira cresceu robustos 4,1%. No que diz respeito ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam a continuidade do forte processo de expansão, com a abertura de 182 mil postos de trabalho em junho, o maior saldo para o mês registrado na série histórica iniciada em 1985. Isso representou crescimento de 0,4%, em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, e expansão acumulada no ano de 4,9% e nos últimos doze meses de 4,8%. Assim, foram criados 1.095,5 mil postos de trabalho formais no primeiro semestre de 2007, ante 924 mil postos em igual período de 2006 (um crescimento de 18,6%), e 1,4 milhão nos últimos doze meses. O Copom avalia que os desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho continuarão sendo um importante canal de sustentação da demanda agregada ao longo dos próximos trimestres.

6. O volume de vendas do comércio varejista registrou elevação de 0,5% em maio frente a abril, na série dessazonalizada pelo IBGE, a quinta expansão consecutiva. Na comparação do trimestre findo em maio com o mesmo trimestre de 2006, o comércio geral apresentou crescimento real de 9,9%, contra 9,4% em abril, e o comércio ampliado, que também inclui a comercialização de veículos, motos, partes e peças e material de construção, mostrou expansão de 13,7% (13,4% em abril). Em maio, o crescimento alcançou 10,4% na comparação com igual mês do ano passado, e 9,5% nos primeiros cinco meses do ano. Em doze meses até maio, a expansão alcançou significativos 7,5% e vem se acelerando na margem. Na comparação com maio de 2006, as vendas no segmento de “móveis e eletrodomésticos” cresceram 10,3% e no segmento de “tecidos, vestuário e calçados”, 16%. O sólido desempenho do comércio varejista reflete tanto a expansão da renda e do emprego quanto à melhora das condições do crédito ao consumidor.

No comércio varejista ampliado, o crescimento real atingiu 13% na comparação com maio de 2006, e configurou-se, nessa base de comparação, no décimo primeiro mês consecutivo no qual o crescimento das vendas no comércio ampliado supera a expansão das vendas no comércio varejista. Espera-se, para o resto do ano, a continuidade do fortalecimento das atividades de comércio varejista, que deverá ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda (inclusive por meio de transferências governamentais), pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor. Além disso, o desempenho das vendas no varejo sugere continuação e provável fortalecimento do crescimento da demanda agregada.

7. Segundo dados da CNI, sem ajuste sazonal, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação foi, em média, de 81,5% nos primeiros cinco meses de 2007, frente a 79,5%, 80,4% e 79,8% em igual período de 2006, 2005 e 2004, respectivamente. A taxa de utilização da capacidade, para a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central, situou-se em 82,7% em maio, 0,7 p.p. acima do valor registrado em abril, tendo estabelecido novo ponto de máximo. Não só a utilização média da capacidade tem se elevado significativamente, como há sinais de que esse processo estaria se tornando mais generalizado, com vários setores operando com taxas próximas a seus pontos de máximo. Dados compilados pela Fundação Getulio Vargas (FGV) também mostram tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, que atingiram 84,7% em junho ante 82,3% em junho de 2006. O aumento das medidas de UCI reflete, inequivocamente, a aceleração da atividade econômica, e ocorre apesar da forte expansão do volume de investimentos na economia. De fato, no ano, até maio, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 16,1%, em linha tanto com o aumento expressivo das importações (30,7% em volume) quanto com a produção de bens de capital (16,3%). Note-se ainda que, no mesmo período, a produção de insumos para a construção civil aumentou 3,7%. Os dados mais recentes indicam que, apesar de bastante robusto, o investimento tem sido insuficiente para evitar uma elevação significativa das taxas de utilização da capacidade

na indústria. Tal situação pode refletir defasagens na maturação de projetos de expansão da capacidade ou um aquecimento mais significativo do que se esperava da atividade produtiva. Nesse contexto, a ampliação do investimento será fundamental para evitar descompassos agudos no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. Como ressaltado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à expansão da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento à demanda.

8. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto, a despeito da continuação do fortalecimento da moeda nacional, e corrobora avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. Depois de atingir, em 2006, o saldo recorde de US\$46,5 bilhões, com crescimento de 3,4% sobre o saldo de 2005, a balança comercial permanece com desempenho fortemente positivo. O saldo acumulado até junho totalizou US\$20,6 bilhões, valor 6,2% superior ao verificado no mesmo período do ano anterior. Esse resultado se deve aos US\$73,2 bilhões em exportações e aos US\$52,6 bilhões em importações, com crescimento, respectivamente, de 20,2% e 26,7%. Na margem, as importações crescem em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do maior nível de atividade como do fortalecimento do real, o que sinaliza um processo saudável de ajustamento da balança comercial. Mesmo nesse contexto, o Copom avalia que a demanda por exportações brasileiras tem se mostrado mais intensa do que se antecipava, levando, inclusive, a uma aceleração na margem do quantum exportado. Dessa forma, à semelhança do verificado em anos anteriores, as expectativas mais pessimistas serão novamente frustradas em 2007, de modo que a balança comercial permanecerá apresentando um desempenho bastante positivo.

9. Com relação ao cenário externo, persistem as dúvidas quanto aos próximos passos da política monetária americana. A expectativa dominante por parte dos investidores parece ser de que o início de um ciclo de flexibilização monetária nos Estados Unidos da América (EUA) teria sido adiado para o

ano que vem, e que, conseqüentemente, a taxa básica de juros naquela economia permaneceria estável por vários meses, mas não se pode descartar por completo o risco de novas elevações de taxas de juros. Da mesma forma, não se pode descartar a possibilidade de desaceleração mais forte do que o esperado da economia dos EUA, particularmente se os efeitos das dificuldades no setor imobiliário sobre instituições financeiras e o consumo das famílias se mostrarem mais intensos e generalizados. Em contraposição, até o momento, o maior nível de atividade econômica na Europa, associado à continuidade da forte expansão em grandes economias asiáticas, tem sustentado o crescimento mundial em nível mais elevado do que se antecipava, a despeito da desaceleração em curso nos EUA. A manutenção de taxas de crescimento em níveis historicamente elevados em diversas regiões tem levado ao aumento das pressões inflacionárias, notadamente, mas não exclusivamente, no caso de matérias-primas e alimentos, ensejando respostas de política monetária por parte de um número importante de bancos centrais. Não obstante, a demanda externa por mercadorias, serviços e ativos brasileiros tem, até o momento, beneficiado-se significativamente do estágio do ciclo econômico e das condições financeiras globais, mostrando resistência às flutuações de curto prazo na atividade e no sentimento dos mercados. Esse contexto externo, que na avaliação do Copom continua favorável, tem contribuído para que a economia continue em um ciclo de crescimento com estabilidade de preços.

10. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, elevou-se de forma relevante desde a última reunião do Comitê, e segue mostrando acentuada volatilidade. De um lado, esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial e, de outro, episódios recorrentes de incerteza geopolítica. Dentro dessa perspectiva, a persistirem as tendências observadas nas últimas semanas, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007, poderia se tornar menos plausível. Além disso, a despeito da eventual estabilidade do preço interno da gasolina, deve-se reconhecer que essas variações nos preços internacionais do petróleo se transmitem, inexoravelmente, à economia doméstica, por exemplo, por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, e também pelo

impacto que terminam produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos.

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

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

a) Comparadas com os valores considerados na reunião do Copom de junho, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2007;

b) as projeções de reajustes das tarifas de eletricidade para o acumulado de 2007 foram modificadas para -3,6%, ao passo que, para as tarifas de telefonia fixa, mantiveram-se em 3,3%;

c) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados, no acumulado de 2007, foi alterada para 3,2%, ante os 3,6% considerados na reunião do Copom de junho. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 31,01% do total do IPCA de junho;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 foi redimensionada para 4,5%, com base em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) o modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR), baseado nos níveis da taxa Selic e do swap de 180 dias, estima um spread, no cenário de referência, de -5 p.b. no quarto trimestre de 2007. A trajetória do swap indica, ainda, que o spread atinge 71 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

12. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de



que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

13. Desde a reunião de junho do Copom, houve incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,5% para 3,7%. Essa elevação deve-se, basicamente, à incorporação da inflação ocorrida em maio e em junho. As expectativas para doze meses à frente deslocaram-se de 3,37% para 3,5%. Para 2008, as expectativas de inflação permaneceram em 4%. Esses desenvolvimentos continuam sugerindo a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável.

14. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,90 e da taxa Selic em 12%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2007 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho, mas permaneceu posicionada abaixo do valor central de 4,5% para a meta desse ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 também sofreu incremento em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho, mas permanece abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação. Por sua vez, as projeções de inflação para 2008 mostraram reduções em ambos os cenários, quando comparadas às projeções obtidas em junho, e ficaram abaixo do valor central de 4,5%.

### **Implementação da política monetária**

15. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica apontam para um fortalecimento possivelmente

mais intenso da expansão da demanda, mas ainda não sugerem uma probabilidade elevada de que observemos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. Além da expansão do investimento, o crescimento das importações tem contribuído de forma fundamental para esse processo, complementando a produção doméstica e assim permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo limitados. Além disso, a despeito da incerteza sobre a continuidade do forte crescimento da economia internacional observado nos últimos anos, das perspectivas de restrição monetária adicional em importantes economias e blocos econômicos, e de certo aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção, a combinação de vultosos superávits comerciais com crescente atração de fluxos de capitais sugere que o balanço de pagamentos deve continuar tendo desempenho robusto. Dessa forma, as perspectivas para a trajetória da inflação permanecem benignas. Tal como nas reuniões recentes, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

16. O Copom avalia que a emergência de pressões inflacionárias globais ainda não apresenta riscos para a trajetória de inflação doméstica no curto prazo, mas o aquecimento da demanda poderia ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê observa também que a elevação das expectativas de inflação para 2007 e para os próximos doze meses, ainda que para níveis inferiores à meta estabelecida para 2007 e 2008, é processo que deve ser monitorado. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços, analisando seu impacto sobre as expectativas de inflação a curto e médio prazo e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

17. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção. O Copom considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação continuem apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos trimestres.

18. O Copom considera relevante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 775 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

19. Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais ocorridos no primeiro semestre e esperados para os próximos trimestres. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam

ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão efeitos limitados sobre 2007, e passarão a ter impactos predominantemente sobre 2008.

20. Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, a aproximação progressiva entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, os membros do Copom entendem que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, demandará que, a partir de um determinado ponto, a flexibilização da política monetária passe a ser conduzida com maior parcimônia.

21. O Comitê avalia que, desde sua última reunião, as influências de fatores externos e internos sobre o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação continuaram atuando em direções opostas. O setor externo, que vem contribuindo de forma importante para ampliar a oferta agregada, continua tendo influência predominantemente benigna sobre as perspectivas para a inflação, ao passo que o ritmo de expansão da demanda doméstica pode vir a colocar riscos para a dinâmica inflacionária.

22. Membros do Copom entenderam que, diante da extensão do processo de flexibilização já implementado, das incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia, do comportamento esperado dos outros fatores de sustentação do dispêndio, como o crescimento da renda, em um quadro de sólida expansão da demanda doméstica por bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, e do fortalecimento da atividade econômica, a desaceleração do ritmo de redução da taxa básica de juros para 25 p.b. contribuiria para estender no tempo o processo de flexibilização.

23. A maioria do Copom, entretanto, argumentou que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação no horizonte

de projeção, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida, mitiga riscos presentes no cenário prospectivo para a inflação. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Com isso, quatro membros do Comitê entenderam que o balanço de riscos para a evolução da trajetória futura da inflação ainda justificaria reduzir a taxa básica de juros em 50 p.b.

24. Diante disso, avaliando as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés, por quatro votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,25 p.p. O Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

25. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, e analisa diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. Ainda que persistam incertezas quanto ao desempenho da economia norte-americana, a conjuntura internacional permanece positiva, e favorece a contribuição do setor externo para a manutenção de um cenário inflacionário benigno. Por outro lado, a demanda doméstica se expande a taxas cada vez mais robustas, sustentando a recuperação da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

26. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 4 de setembro de 2007, para as

apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 15.011, de 31/10/2006.

## Sumário dos dados analisados pelo Copom

### Inflação

27. O IPCA cresceu 0,28% em junho, uma repetição do resultado do mês anterior. A variação mensal refletiu elevações de preços nos grupos habitação, vestuário e, em especial, alimentação e bebidas, e recuos nos preços dos demais grupos, com ênfase em transportes e despesas pessoais. A alta dos preços do item leite e derivados respondeu por 0,14 p.p. da variação mensal do índice, ante 0,07 p.p. em maio, e exerceu, mais uma vez, a influência individual mais expressiva sobre o resultado mensal do IPCA.

28. A variação dos preços livres passou de 0,25% em maio para 0,43% em junho, enquanto a dos preços monitorados recuou de 0,35% para -0,05%. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 4,1%, e os preços monitorados, de 2,78%. O comportamento dos preços livres refletiu elevações de 5,02% nos preços dos produtos não comercializáveis e de 3,14% nos preços dos produtos comercializáveis.

29. O IPCA aumentou 2,08% no primeiro semestre de 2007, ante 1,54% no mesmo período de 2006, e acumulou variação de 3,69% em doze meses até junho, ante 3,14% em 2006. A aceleração registrada no primeiro semestre evidenciou a continuidade da reversão da tendência declinante dos preços dos alimentos, iniciada no último trimestre de 2006, principalmente pela elevação dos preços internacionais. Nesse sentido, embora os preços dos alimentos tenham crescido 1,23% em 2006, bem abaixo do IPCA, elevaram-se 2,34% no trimestre encerrado em dezembro. No primeiro semestre de 2007, os preços do grupo alimentação e bebidas cresceram 3,94%, acumulando alta de 6,62% em doze meses até junho.

30. As variações mensais dos núcleos de inflação, nos conceitos por exclusão e de médias aparadas sem suavização, atingiram 0,22% e 0,23%, respectivamente, em junho, ante 0,33% e 0,30%



em maio. A variação acumulada nos últimos doze meses totalizou, na mesma ordem, 3,43% e 2,55%, em junho, ante 3,04% e 2,39%, em maio. A variação mensal no conceito de médias aparadas com suavização passou de 0,30% em maio para 0,34% em junho, e acumulou expansões em doze meses de 3,68% e 3,72%, respectivamente.

31. O IGP-DI variou 0,26% em junho, ante 0,16% em maio, acumulando 1,44% no primeiro semestre do ano e 3,96% em doze meses. Considerando os componentes do índice, o IPA-DI cresceu 0,09% em junho, após recuo de 0,04% em maio, e acumulou 0,70% no ano e 3,76% em doze meses. A variação do IPC-Br passou de 0,25% para 0,42%, no período, totalizando 2,51% no primeiro semestre e 3,98% em doze meses. O INCC cresceu 0,92% em junho, ante 1,15% em maio, e refletiu desacelerações nos preços dos itens materiais e serviços e mão-de-obra. O índice acumulou, em junho, variações de 3,51% no ano e de 5,20% em doze meses.

32. A maior variação do IPC-Br em junho esteve associada à alta de 1,02% nos preços dos alimentos, ante recuo de 0,01% em maio. O núcleo do indicador variou 0,34% em junho, ante 0,30% no mês anterior, acumulando alta de 1,66% no ano e de 2,91% em doze meses.

33. A variação do IPA-DI, em junho, refletiu tanto a reversão na tendência dos preços agrícolas, que se elevaram 0,67% no mês, ante recuo de 1,94% no mês anterior, quanto a desaceleração nos preços industriais, que caíram 0,09% em junho, ante elevação de 0,58% em maio. As principais contribuições para a alta dos preços agrícolas, no período, resultaram do comportamento dos preços do leite *in natura*, soja em grão, ovos e aves, enquanto, em sentido inverso, registraram-se reduções nos preços da cana-de-açúcar, laranja e mandioca. Dentre os preços industriais, assinalam-se as altas nos preços dos óleos combustíveis, óleos e gorduras, e leites e derivados, e as quedas dos preços do álcool etílico hidratado, açúcar e do ferro gusa para fundição. O IPA por estágios de processamento evidenciou, em junho, estabilidade nos preços das matérias-primas brutas, desaceleração em bens intermediários e alta em bens finais. No primeiro semestre do ano, destacou-se a retração de 3,62% nos preços das matérias-primas brutas, após expressiva

elevação em 2006, enquanto os preços dos bens finais e dos bens intermediários registraram ligeira aceleração comparativamente ao semestre anterior. Esses preços acumularam altas de, respectivamente, 7,44%, 2,63% e 2,73%, em doze meses até junho.

### Atividade econômica

34. Considerando dados dessazonalizados, o PIB cresceu 0,8% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao trimestre anterior, ante alta de 1,1% no quarto trimestre de 2006. Comparativamente ao mesmo período de 2006, o PIB aumentou 4,3% no primeiro trimestre de 2007, e acumulou variação de 3,8% em quatro trimestres, ante 3,7% em 2006.

35. A evolução do PIB segue associada ao desempenho da demanda interna. Considerando dados dessazonalizados, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 2,1% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao trimestre encerrado em dezembro do ano anterior, enquanto o consumo do governo aumentou 3,5%; o consumo das famílias, 0,9%; as exportações, 1,2%; e as importações, 4,1%. Comparativamente ao primeiro trimestre de 2006, a FBCF expandiu-se 7,2%; o consumo das famílias, 6%; o consumo do governo, 4%; as exportações, 5,9%; e as importações, 19,9%.

36. Na ótica da oferta, considerando dados dessazonalizados, a produção agropecuária recuou 2,4% no primeiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, enquanto nos segmentos indústria e serviços registram-se crescimentos respectivos de 0,3% e 1,7%. Comparativamente ao mesmo período do ano anterior, o primeiro trimestre de 2007 registrou acréscimos de 2,1% na agropecuária, de 3% na indústria e de 4,6% nos serviços.

37. Indicadores relativos ao segundo trimestre de 2007 sugerem a continuidade da expansão da atividade econômica.

38. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista registrou alta de 0,5% em maio, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, com crescimento em todas as atividades, à exceção de combustíveis e lubrificantes,

-1,2%; e veículos, motos, partes e peças, -0,1%, que não compõe o indicador geral.

39. O volume de vendas cresceu 10,3% em relação a maio de 2006, impulsionado, principalmente, pelos crescimentos nas vendas de tecidos, vestuário e calçados, 16%; e de móveis e eletrodomésticos, 10,4%; segmentos influenciados tanto pela continuidade do crescimento do emprego e da renda, como pelas melhores condições de crédito.

40. As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, cresceram 13% em maio, em relação ao mesmo período do ano anterior, com crescimentos respectivos de 20% e 4,7% nas vendas das atividades mencionadas. O desempenho positivo desses segmentos deverá persistir ao longo de 2007, evidenciando os efeitos das medidas de incentivos ao setor de construção e das condições favoráveis de crédito. No acumulado do ano, as vendas do comércio varejista ampliado aumentaram 12,7%.

41. Em maio, as vendas do comércio varejista aumentaram em vinte das 27 unidades da Federação, comparativamente ao mês anterior, com dados dessazonalizados. As maiores expansões ocorreram em Pernambuco, 6%; Sergipe, 5,6%; Rio Grande do Norte, 5,1%; e Roraima, 4,8%; enquanto as reduções mais acentuadas registraram-se no Paraná, 3,4%; Tocantins, 1,6%; e em Minas Gerais, 1,4%. As vendas acumuladas em 2007 cresceram em todas as unidades da Federação, com ênfase para o desempenho nos estados de Alagoas, 31%; Acre, 17,4%; e Maranhão, 15,8%. A evolução das vendas do comércio varejista nas regiões Norte e Nordeste reflete, em parte, o impacto dos programas assistenciais do governo federal nessas regiões.

42. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque cresceram 1,2% em junho, comparativamente ao mês anterior, enquanto as direcionadas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) mantiveram-se estáveis. Em relação a junho de 2006, registraram-se acréscimos respectivos de 8,8% e 6,4%.

43. Relativamente ao comportamento dos indicadores de investimento, em maio, as produções de insumos da construção civil e de bens de capital aumentaram 0,3% e 5,1%, respectivamente, e as importações de bens de capital recuaram 4,9%, comparativamente ao mês anterior, com dados dessazonalizados. A retração dessas importações não representa uma alteração da tendência, haja vista a intensidade de sua expansão nesse ciclo, evidenciada pelas taxas de crescimento de 31,7% nos primeiros cinco meses do ano e de 26,7% nos últimos doze meses. No ano, até maio, assinala-se também a expansão de 16,3% da produção doméstica de bens de capital, com elevações representativas nas produções de equipamentos tipicamente industrializados, 18,6%; para uso misto, 17,3%; e para energia elétrica, 16,4%. A produção de bens de capital para a agricultura se expandiu 23,3% no mesmo período, assinalando-se que a variação da produção acumulada em doze meses nesse segmento diminuiu de -8,9%, até março, para -4,3% até abril, e atingiu -0,6% até maio, evidenciando a retomada da produção no setor.

44. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para investimentos de médio e longo prazos alcançaram R\$19,1 bilhões no período de janeiro a maio de 2007 e superaram em 39,9% aqueles desembolsados no mesmo período de 2006. No acumulado em doze meses até maio, os desembolsos totalizaram R\$57,7 bilhões, com expansão de 26% em relação ao mesmo período anterior e realçaram a aceleração recente desse indicador de investimentos.

45. A produção da indústria brasileira cresceu 1,3% em maio, em relação a abril, após ajuste sazonal, e acumulou expansão de 2,2% no período de março a maio. Pelo critério de média móvel trimestral, que atenua oscilações pontuais, a atividade industrial atingiu patamar recorde pelo décimo quarto mês consecutivo em maio. A produção industrial aumentou 4,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior e acumulou altas de 4,4% nos primeiros cinco meses do ano e de 3,3% em doze meses.

46. Considerando dados dessazonalizados, observou-se crescimento mensal de 1,3% na produção da indústria

de transformação e recuo de 0,2% na produção extrativa. Todas as categorias de uso registraram acréscimos na comparação mensal, e atingiram 5,1% em bens de capital; 1,5% em bens de consumo; e 0,6% em bens intermediários. No ano, até maio, a produção de bens de capital também liderou a expansão industrial, com alta de 16,3%, seguida pelas relativas a bens intermediários, 3,9%; bens de consumo duráveis, 3,7%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 2,5%.

47. A análise desagregada da atividade industrial mostrou que, em maio, das 23 atividades pesquisadas, passíveis de ajuste sazonal, quinze apresentaram crescimento, com destaque, pela ordem de contribuição no resultado, para veículos automotores, farmacêutica, máquinas e equipamentos, e alimentos. As principais influências negativas decorreram do desempenho de outros produtos químicos e de bebidas.

48. Ainda no setor industrial, conforme estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, observou-se expansão de 0,3% nas horas trabalhadas na produção e recuo de 0,6% nas vendas industriais reais em maio, comparativamente ao mês anterior. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 3,6% e de 4%, em comparação a igual período de 2006. O nível de UCI atingiu 82,7% em maio, ante 82% em abril, após ajuste sazonal. Considerando os dados observados, o nível de utilização atingiu 83,2% no mês, 1,8 p.p. acima do patamar de maio de 2006.

49. A produção de autoveículos atingiu 246,4 mil unidades em junho, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 2,4% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 9,6% em relação ao mesmo mês de 2006. Considerando a série com ajuste sazonal, as vendas internas cresceram 1,7%, e as externas recuaram 7,1%, respectivamente. Comparativamente ao primeiro semestre de 2006, a produção de autoveículos cresceu 6,3% em 2007, e as vendas internas, 19,1%, enquanto as exportações diminuíram 10,9%. Ainda segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 20,6%, e a de caminhões 21,3%, no mesmo período em comparação, reflexo do aumento dos investimentos e da recuperação do setor agrícola na atual safra.

50. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado em junho pelo IBGE, a safra de grãos deverá crescer 14% em 2007, em relação ao ano anterior. A produção nacional de grãos deverá atingir 133,4 milhões de toneladas, em decorrência das boas condições climáticas e do incentivo à produção associado à elevação dos preços internacionais dos produtos agrícolas. Destacaram-se os aumentos previstos nas produções de trigo, 60,6%; caroço de algodão, 31,2%; milho, 21,4%; e soja, 11,3%; e as quedas nas produções de café, 15,1%; e arroz, 4,5%. Ressaltem-se, ainda, as perspectivas favoráveis à cultura de cana-de-açúcar, em linha com o interesse crescente pela produção do álcool combustível. Em 2007, a área plantada de cana aumentou 9,1%, e sua produção deverá aumentar 12,7% em relação ao ano anterior.

### **Expectativas e sondagens**

51. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou estabilidade no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em julho, comparativamente ao mês anterior. Os dois componentes do ICC registraram comportamento distinto na comparação mensal, com o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) aumentando 1% e o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) diminuindo 0,8%. Em julho, pelo sétimo mês consecutivo, o Icea manteve-se acima do IEC. Em relação aos índices de julho de 2006, o ICC e o IEC recuaram 3,1% e 10,9%, respectivamente, enquanto o Icea aumentou 9,5%.

52. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, que abrange cerca de dois mil domicílios em sete das principais capitais do País, o ICC subiu 0,6% em junho, em relação ao mês anterior, resultado de melhoras de 1,5% na avaliação sobre a situação presente e de 0,1% nas expectativas em relação aos próximos seis meses. O ICC cresceu 8% em relação a junho de 2006, com elevação de 9,9% no índice de expectativas.

53. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI), composto por seis quesitos contidos na Sondagem da Indústria de Transformação, diminuiu 0,6% em junho, segunda queda mensal após o patamar recorde observado em abril. O ICI cresceu 13,2% em

relação a junho de 2006, e acumulou expansão de 10,5% no primeiro semestre de 2007, relativamente a igual período de 2006, com destaque para os aumentos das avaliações positivas sobre o nível esperado de demanda e das previsões de novas contratações de pessoal pela indústria. O nível de utilização da capacidade instalada situou-se em 84,7% em junho, ante 82,3% no mesmo mês de 2006.

## **Mercado de trabalho**

54. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram abertos 182 mil postos de trabalho formais em junho. No ano, até junho, foram gerados 1.095,5 mil empregos, recorde da série histórica para o período, 18,6% a mais que no mesmo período de 2006. Essas contratações elevaram o nível de emprego em 4,9% no período, relativamente ao do 1º semestre de 2006. Em doze meses, a expansão atingiu 4,8%, com destaque para os acréscimos de 7,4% do emprego na construção civil e de 5,8% no comércio. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego, em junho, apresentou elevação de 0,4% sobre o de maio, e registrou acréscimos em todos os setores.

55. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto permaneceu em 10,1% em maio de 2007, e repetiu o patamar verificado em março e em abril. A estabilidade da taxa de desemprego refletiu as oscilações de 0,1% no número de trabalhadores ocupados e na PEA, registradas em maio. Por posição na ocupação, destacaram-se o recuo de 3,7% no número de empregadores e a expansão de 1,6% no número relativo aos trabalhadores por conta própria. No ano, até maio, observou-se aumento de 2,9% no número médio de trabalhadores ocupados, em relação a igual período de 2006, o que refletiu, sobretudo, a expansão dos investimentos e a recuperação da atividade no setor agrícola.

56. O pessoal ocupado no setor privado aumentou 2,7%, com expansão de 4,1% no número de empregados com carteira e recuo de 1,4% no número de empregados sem carteira de trabalho, o que ratifica a tendência de melhora qualitativa no mercado de trabalho.

57. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas alcançou R\$1.120,30 em maio, com elevações de 0,3% em relação a abril e de 3,9% ante maio de 2006. A massa salarial real, produto entre o rendimento médio habitual e o número de trabalhadores ocupados, cresceu 0,4% no mês e 6,8% em relação a maio de 2006, aumento acumulado de 7,8% no ano.

58. Segundo estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,4% em maio, em relação ao mês anterior. Em 2007, até maio, observaram-se acréscimos de 3,4% no pessoal empregado e de 5,5% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

## **Crédito e inadimplência**

59. O saldo do crédito referencial para taxas de juros, que compreende as principais operações de crédito com recursos livres, registrou aumento de 1,4% em junho, e acumulou crescimento de 20,3% em doze meses. O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1% no mês e acumulou expansão de 22,8% em doze meses. Em relação às carteiras de pessoas jurídicas, as operações com recursos domésticos evoluíram 2,8% em junho e 19,6% em doze meses, enquanto o saldo daquelas referenciadas em moeda estrangeira diminuiu 1,3% no mês, mas cresceu 27,7% em doze meses.

60. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 37% a.a. em junho, a menor da série histórica, 6,2 p.p. inferior ao patamar de junho de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 48,4% a.a., ante 55,8% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 5,1 p.p. em doze meses, ao atingir 23,7% a.a.

61. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas, excluindo-se o cheque especial, atingiu 431 dias em junho, ante 356 no mesmo mês de 2006. Considerada a carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 433



dias, com alongamento de 95 dias na comparação interanual, reflexo do crescente aumento do peso do crédito consignado nessa carteira.

62. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial com atraso superior a noventa dias alcançou 4,7% em junho, 0,1 p.p. abaixo da observada no mês anterior, permanecendo estável em relação a junho de 2006. Por grupos, a taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas situou-se em 2,6%, mantendo-se estável no mês e subindo 0,3 p.p. em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência situou-se em 7,1%, com recuo de 0,1 p.p. em termos mensais e de 0,2 p.p. comparativamente ao mesmo mês de 2006.

63. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 5,1% em junho, ante 5% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006.

#### **Ambiente externo**

64. A taxa de expansão da atividade econômica global prossegue acima de sua tendência de longo prazo, o que contraria as estimativas de arrefecimento do início do ano. O crescimento anualizado do PIB de 3,1% para a Área do Euro, de 3,3% para o Japão e de 11,1% para a economia chinesa no primeiro trimestre, em relação ao do mesmo período de 2006, juntamente com a solidez da expansão em outras importantes economias, vem compensando com folga a desaceleração da economia norte-americana.

65. As condições financeiras globais permanecem favoráveis em função da ampla liquidez, espelhada no desempenho positivo das bolsas de valores, nas cotações dos títulos da dívida soberana dos países emergentes e nos sólidos lucros corporativos. Esse panorama é reforçado pela ampla recuperação da produção industrial mundial, pelo crescimento robusto do emprego, pelo término da correção dos estoques nos Estados Unidos e pelas expectativas otimistas de expansão global.

66. Ainda, alguns riscos ameaçam esse cenário favorável. Dentre os principais, inclui-se a retomada de alta do preço do petróleo, que beira o máximo de agosto de 2006; a probabilidade de adoção de

fortes medidas restritivas para combater pressões inflacionárias e conter o superaquecimento, sobretudo na China; a continuidade da correção do mercado imobiliário norte-americano; e a contaminação dos mercados, notadamente de países emergentes, em consequência de turbulências no mercado financeiro asiático, no mercado imobiliário subprime norte-americano e nos hedge funds.

#### **Comércio exterior e reservas internacionais**

67. No primeiro semestre de 2007, o comércio exterior brasileiro manteve-se em expansão. O superávit comercial atingiu US\$20,6 bilhões e acumulou US\$47,6 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$125,8 bilhões e US\$252,3 bilhões, respectivamente, nos mesmos períodos.

68. Em junho, as exportações alcançaram US\$13,1 bilhões, com valor médio diário recorde de US\$656 milhões, 20,2% superior ao observado no mês corresponde de 2006. A expansão das quantidades embarcadas, associada à elevação de preços, resultou em crescimento das vendas externas brasileiras nas três categorias de produtos. As exportações de produtos manufaturados totalizaram US\$7 bilhões, com valor médio diário recorde de US\$350,8 milhões, 19% acima do registrado em junho de 2006. As vendas de produtos básicos totalizaram US\$4 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,8 bilhão, com acréscimos respectivos de 26,8% e 10%, na mesma base de comparação. Importantes produtos da pauta de exportação continuaram apresentando elevações de preços na comparação interanual, com destaque para suco de laranja, 64,1%; óleo de soja em bruto, 41,6%; carne de frango, 33,8%; semimanufaturados de ferro e aço, 31,5%; couros e peles, 31,2%, e laminados planos, 22,4%. Destaque-se a continuidade do processo de maior diversificação da pauta, com aumento generalizado nos embarques, particularmente de itens manufaturados com pequena participação, e a ampliação de mercados de destino para as vendas brasileiras.

69. As importações totalizaram US\$9,3 bilhões em junho, com valor médio diário recorde de US\$465,2 milhões, 32,6% acima do verificado no mesmo mês de 2006. Todas as categorias de produtos

apresentaram expansão: matérias-primas, 38,7%; bens de capital, 32,1%; bens de consumo, 31,8%; e combustíveis e lubrificantes, 17%, na mesma base de comparação. Dentre as compras externas de matérias-primas e intermediários, destacaram-se as aquisições de produtos alimentícios primários, acessórios para equipamentos de transporte, químicos e farmacêuticos, agropecuários não alimentícios e produtos minerais. Entre os bens de consumo, observou-se crescimento nas compras de vestuário, automóveis de passageiros, bebidas e tabaco, produtos de tocador, móveis e farmacêuticos. Nas importações de bens de capital, sobressaíram maquinaria industrial, máquinas e aparelhos para escritório e serviço científico, e partes e peças para bens de capital.

70. Em junho, as reservas internacionais totalizaram US\$147,1 bilhões, valor que representa aumento de US\$10,7 bilhões no mês, de US\$61,3 bilhões no ano e de US\$84,4 bilhões em relação ao saldo de junho de 2006.

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

71. No período compreendido entre as reuniões do Copom de junho e de julho, as taxas de juros futuros de curto prazo apresentaram redução, influenciadas, principalmente, pelo cenário econômico interno favorável e pela perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento da política monetária. A decisão do Copom de reduzir a meta para a taxa Selic em 50 p.b. na reunião de junho, a continuidade do movimento de valorização do real frente ao dólar e a divulgação, no início de julho, de índices de inflação corrente dentro do intervalo das projeções contribuíram para o recuo das taxas de prazo de até um ano. As incertezas relacionadas ao desempenho da economia norte-americana, as perdas financeiras ocorridas no setor de hipotecas de alto risco dos EUA e a expectativa de aperto monetário nas principais economias incentivaram um movimento de migração de aplicações para ativos considerados de menor risco, o que provocou um aumento das taxas futuras domésticas para prazos superiores a um ano. Entre 4 de junho e 16 de julho, as taxas de um, 3 e 6 meses e de 1 ano cederam, respectivamente, 0,55 p.p., 0,50 p.p., 0,39 p.p. e 0,24 p.p.. As taxas para os prazos de 2 e de 3 anos apresentaram elevação de 0,13 p.p.

e de 0,34 p.p., respectivamente. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses caiu de 7,31%, em 4 de junho de 2007, para 6,95%, em 16 de julho de 2007.

72. Em 21 de junho, o Banco Central realizou leilão de swap cambial reverso destinado à rolagem integral do vencimento de 2 de julho. A operação totalizou o equivalente a US\$1,5 bilhão.

73. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 5 de junho a 16 de julho, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$79,4 bilhões, dos quais R\$56,4 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 27 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, destinadas a retirar recursos excedentes do sistema bancário. Além disso, atuou em uma única oportunidade tomando recursos pelo prazo de 29 dias úteis. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de 1 e 2 dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$34,4 bilhões.

74. Entre 5 de junho e 16 de julho, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$56,3 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$28,3 bilhões, R\$14,1 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008 e 2009, e R\$14,2 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F), de vencimento em 2010, 2011, 2012, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), de vencimento em 2010, 2012 e 2013, totalizaram R\$6,4 bilhões. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), o Tesouro vendeu R\$21,6 bilhões em títulos de vencimento em 2009, 2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, dos quais R\$8,1 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos.

75. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em abril e outubro de 2008, conjugada à compra de LTN de vencimento

em julho e outubro de 2007 e em janeiro de 2008, em um total de R\$4,9 bilhões. Realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2010, 2012 e

2013, no montante de R\$4,7 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007; e leilões de compra de NTN-B, no valor de R\$153 milhões.

## Notas da 129ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

**Data:** 04 e 05/09/2007

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (04/09) e do 20º andar (05/09) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 17h (04/09) e 17h (05/09)

**Horário de término:** 19h20 (04/09) e 19h30 (05/09)

### Presentes:

#### Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente  
Alexandre Antonio Tombini  
Antonio Gustavo Matos do Vale  
Mário Gomes Torós  
Mário Magalhães Carvalho Mesquita  
Paulo Sérgio Cavalheiro  
Paulo Vieira da Cunha

#### Chefes de Departamento (presentes no dia 04)

Altamir Lopes – Departamento Econômico  
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 05)  
Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto  
Luiz Fernando Cardoso Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos  
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais  
André Barbosa Coutinho Marques – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

#### Demais participantes (presentes no dia 04)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas  
Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria  
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 economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,24% em julho, ante 0,28% em maio e em junho, acumulando 2,32% nos sete primeiros meses de 2007, ante 1,73% no mesmo período do ano passado. Apesar de a inflação em doze meses (3,74%) ter se situado em patamar inferior àquele registrado em julho de 2006 (3,97%), observa-se aceleração na margem pelo quarto mês consecutivo. Em parte, esse movimento era esperado, devido ao fato de a inflação no segundo trimestre de 2006 ter sido excepcionalmente baixa (média mensal de apenas 0,03%), em função do recuo, à época, nos preços dos alimentos. Cabe notar, ainda, que a aceleração recente da inflação reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que em 2007 vêm subindo mais rapidamente do que os preços administrados, dinâmica inversa àquela observada ao longo dos últimos anos. De fato, os preços livres e os administrados registraram, respectivamente, aumentos de 2,89% e de 1,07% até julho e de 4,43% e 2,22% no acumulado de doze meses. Por sua vez, a despeito da apreciação cambial observada em 2007, nota-se pressão, dentro do conjunto de preços livres, associada aos bens comercializáveis. Com efeito, em doze meses até julho, o grupo dos comercializáveis registrou inflação de 4,00%, ante 0,46% observado no mesmo período do ano passado, ao passo que, no caso dos não-comercializáveis, a aceleração foi mais

modesta, com o deslocamento da inflação de 4,28% em 2006 para 4,85%. Indicadores preliminares para agosto, como o IPCA-15, mostram continuidade da aceleração inflacionária, e sugerem também que tal processo poderia estar se tornando mais disseminado. Apesar de desenvolvimentos recentes menos benignos do que antecipado, a dinâmica dos preços ainda indica que a inflação tende a continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

2. Em consonância com a inflação plena, as três medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central apresentaram redução em julho, com destaque para o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio, que se deslocou de 0,22% em junho para 0,07% em julho. Neste mês, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos alcançaram 0,20% e 0,17%, respectivamente. Até julho, a inflação medida pelo núcleo por exclusão atingiu 2,10%, taxa inferior tanto à verificada no ano passado (2,30%) quanto à própria inflação plena (2,32%) neste ano. Por sua vez, na mesma base de comparação, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização, no acumulado do ano até julho, também se posicionam abaixo da inflação plena, nos patamares de 2,06% e de 1,81%, respectivamente, frente às taxas de 3,05% e de 2,04% observadas em 2006. Para o período de doze meses até julho, assim como ocorre com a inflação plena, os núcleos se encontram abaixo do valor central de 4,50% para a meta. De fato, o núcleo por exclusão e os núcleos por médias aparadas com e sem suavização alcançaram 3,36%, 3,63% e 2,53%, ante valores de 3,85%, 5,53% e 4,04% verificados no mesmo mês de 2006. Assim como para o índice cheio, as medidas de núcleo do IPCA-15 de agosto sugerem aceleração e maior disseminação do processo inflacionário.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) situou-se em 1,39% em agosto, ante 0,37% em julho, e em 3,24% nos oito primeiros meses de 2007, ante 1,87% em igual período do ano passado. Em doze meses até agosto, a aceleração foi mais acentuada, com a variação dos preços passando de 2,78% em 2006 para 5,19% neste ano. Isso foi reflexo de movimentos similares do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), cuja variação passou de 2,40% para 4,47%, e do Índice de Preços no

Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), cuja inflação passou de 2,56% para 5,49%. Por sua vez, embora posicionada em patamares mais elevados, a inflação medida pela variação do Índice Nacional da Construção Civil (INCC) mostrou estabilidade (5,05% neste ano, frente a 5,23% no ano passado). No que se refere aos preços no atacado, destaque-se o forte aumento dos preços dos itens agrícolas, que resultou em variação de 14,87% do IPA agrícola em doze meses até agosto, ante uma deflação de 2,42% em agosto de 2006. Por sua vez, os preços dos itens industriais apresentaram comportamento benigno nesse período, com elevação de 2,65%, ante 4,17% em agosto do ano passado. Entretanto, há sinais, na margem, de aceleração da inflação de preços de produtos industriais no atacado. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da série de produção industrial, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 0,6% em julho, continuando trajetória de expansão robusta, ainda que relativamente menos intensa que em junho. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, a produção física da indústria mostrou recuo de 0,4% em julho, frente ao mês anterior. Não obstante, quando a comparação é feita com o mês equivalente do ano passado, registra-se expansão de 6,8%. Além disso, note-se que o crescimento acumulado no ano até julho alcançou 5,1% e, em doze meses, 4,2%. A retração observada em julho, contra junho, deveu-se exclusivamente ao desempenho da indústria de transformação, com recuo de 0,7%, haja vista que na indústria extrativa mineral houve expansão de 1,0%. Em doze meses até julho, a produção da indústria de transformação avançou 4,0%, enquanto na extrativa mineral o incremento foi de 6,1%. Para agosto, os escassos indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial disponíveis não são inconsistentes com a continuidade do ciclo de expansão da indústria, que de resto será favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, inclusive a flexibilização monetária já realizada.



5. Entre as categorias de uso, somente o setor de bens duráveis apresentou crescimento em julho (0,8%), na comparação mês a mês, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, ao passo que o maior recuo ocorreu na produção de bens de consumo semi e não duráveis (3,3%). Por outro lado, no acumulado do ano, destaque-se o forte crescimento (17,0%) da produção de bens de capital, assim como a expansão de 5,9% da produção de bens de consumo duráveis. Em particular, o dinamismo da produção de duráveis em grande parte reflete a substancial melhora nas condições de crédito que a economia vem experimentando, quando comparadas aos padrões históricos. Já no caso da produção de bens de capital, a expansão acelerada decorre da consolidação das perspectivas favoráveis de continuidade do crescimento da demanda interna, a qual tem refletido não apenas a melhora do nível de renda e a ampliação do volume de crédito, mas a percepção de maior estabilidade macroeconômica.

6. O mercado de trabalho continua apresentando desempenho bastante positivo. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) diminuiu novamente em julho e situou-se em 9,5%. Comparativamente a igual mês de 2006, recuou 1,2 p.p. em julho, a sexta queda seguida nessa base de comparação, de modo que a média da taxa de desemprego, nos sete primeiros meses de 2007, mostra-se 0,4 p.p. abaixo da verificada no mesmo período do ano anterior. O poder de compra dos trabalhadores, por sua vez, diminuiu em 1,2% em julho em relação a junho. Contudo, em relação ao mesmo período do ano passado, o poder de compra aumentou 2,5%, e no acumulado deste ano até julho, 4,2%. Em consequência, a massa salarial real aumentou 7,2% nos primeiros sete meses do ano, frente ao mesmo período de 2006, constituindo-se em um dos fatores-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. No que se refere especificamente ao emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) dessazonalizados pelo Banco Central, em julho houve crescimento de 0,3% em relação a junho e de 3,7% frente ao mesmo mês do ano passado. Com relação ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do forte processo de

expansão. Com efeito, em julho houve crescimento de 0,3% do número de postos de trabalho, com relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, o que fez a expansão alcançar 4,9% nos sete primeiros meses de 2007, bem como em doze meses. Os destaques, em 2007, são o crescimento do emprego na indústria da construção civil (6,8%) e no comércio (6,0%). Os supracitados números estão associados à criação de 1,2 milhão de postos celetistas em 2007 e de 1,4 milhão nos últimos doze meses.

7. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho, e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua registrando desempenho favorável. De fato, em junho, o volume de vendas cresceu 0,4% comparativamente ao mês anterior, na série dessazonalizada pelo IBGE, sexto incremento nessa base de comparação. No confronto com igual mês do ano passado, o aumento situou-se em 11,8%. No primeiro semestre, a expansão das vendas atingiu 9,9%, ante mesmo período do ano anterior e em doze meses, 8,2%. Entre os segmentos que mais se destacaram, encontram-se o de tecidos, vestuário e calçados e de móveis e eletrodomésticos, respectivamente, com expansão de 16,6% e de 16,2%, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Esses desenvolvimentos reforçam avaliação constante de Notas de reuniões anteriores, no sentido de que tanto a expansão da renda quanto a maior facilidade de acesso ao crédito contribuem de forma decisiva para sustentar a demanda doméstica. De fato, no comércio varejista ampliado, conceito que incorpora a comercialização de veículos, motos, partes e peças e de material de construção ao varejo geral, observou-se crescimento de 17,4% no volume de vendas na comparação com junho de 2006, em linha com o desempenho observado nos últimos meses. Para os próximos trimestres, as perspectivas são de fortalecimento das atividades de comércio varejista, que continuará a ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda, bem como do crédito, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor, que até o momento não parece ter sido abalada pelo aumento da volatilidade observado nos mercados financeiros.

8. A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação situou-se em 82,4% em julho, 0,3 p.p. acima do nível observado em junho,

o qual, por sua vez, havia recuado 0,3 p.p. frente a maio, de acordo com a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central. Dessa forma, o grau de utilização em julho praticamente volta ao patamar observado em maio, isto é, ao ponto de máximo da série. Na comparação com o mesmo mês do ano passado, o nível de julho situou-se 2,0 p.p. acima do patamar vigente em 2006. Nessa métrica, julho registrou a décima segunda expansão consecutiva. Nos primeiros sete meses do ano, a taxa média de utilização da capacidade foi 1,8 p.p. superior à observada em igual período de 2006, diferença que alcança 1,2 p.p. quando a comparação é feita em relação a 2005 e a 2004. O aumento do grau de utilização da capacidade instalada, para níveis historicamente elevados, reflete inequivocamente a aceleração da atividade econômica, e ocorre apesar da expansão do volume de investimentos na economia. De fato, no ano, até julho, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (17,2%), o que reflete o aumento expressivo das importações (30,3% em volume) e da produção de bens de capital (17,0%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,1%. Os dados mais recentes sugerem que o investimento tem contribuído para retardar a elevação das taxas de utilização da capacidade, mas tem sido insuficiente para evitar que estas se mantenham em níveis historicamente elevados, os quais no passado coincidiram com períodos de aceleração inflacionária. Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a continuidade da expansão e a maturação tempestiva de projetos de investimento serão fundamentais para evitar descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. Como ressaltado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. Ainda que com certo arrefecimento na margem, a balança comercial continua apresentando desempenho robusto, o que corrobora avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom, sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. O saldo acumulado até agosto totalizou US\$27,5 bilhões,

cifra 7,5% inferior à verificada no mesmo período do ano anterior. Esse resultado adveio de exportações no valor de US\$102,4 bilhões e de importações de US\$74,9 bilhões, com crescimento, respectivamente, de 15,9% e de 27,8%, na mesma base de comparação. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do fortalecimento do real como, principalmente, do maior nível de atividade econômica no País. Por outro lado, os reflexos da crise no mercado imobiliário norte-americano sobre a atividade econômica global podem no futuro determinar alguma desaceleração no crescimento do valor das exportações. De qualquer maneira, esses dois movimentos sinalizam um processo de ajustamento da balança comercial, em função das mudanças estruturais importantes registradas no passado recente.

10. Os mercados financeiros internacionais entraram em um período de significativa turbulência desde a última reunião do Copom. Cresceu a percepção de que investimentos em ativos originados no setor imobiliário norte-americano teriam ocasionado perdas, de extensão e distribuição até o momento não inteiramente conhecidas, em instituições financeiras de economias maduras. Essa situação de considerável incerteza acarretou o surgimento de problemas de liquidez nos mercados interbancários. Os bancos centrais, particularmente na Europa e nos Estados Unidos (EUA), reagiram prontamente, elevando a provisão de liquidez e facilitando o recurso às operações de redesconto. Entretanto, essas economias continuam convivendo com problemas de assimetria no acesso ao crédito interbancário, ainda que de forma atenuada frente ao que se observou em meados de agosto. Esses desenvolvimentos tiveram impacto importante sobre as perspectivas para a política monetária em economias maduras, geralmente no sentido de limitar, pelo menos no curto prazo, o escopo para ações contracionistas. Em particular, a probabilidade de aperto monetário adicional nos EUA parece ter se reduzido de forma bastante considerável, não apenas por causa dos problemas de liquidez interbancária, mas porque, mesmo considerando que parte do ajuste da atividade nos EUA em resposta à crise no mercado hipotecário possa já ter ocorrido, aumentou a possibilidade de que os efeitos colaterais das dificuldades do setor

imobiliário sobre o setor financeiro e a confiança do consumidor ensejem uma desaceleração econômica mais forte. Na Europa e nas grandes economias asiáticas, a atividade econômica se apresenta mais robusta, ainda que com certo arrefecimento no Japão. Entretanto, esse cenário de atividade global vigorosa pode sofrer reflexos negativos da crise norte-americana. Não obstante, a economia brasileira continua dando sinais de solidez e de maior resistência à turbulência nos mercados internacionais, que até o momento não parece ter impactado de forma significativa a inflação e a atividade econômica doméstica, evidência inequívoca dos benefícios oriundos da acentuada melhora em sua solvência externa ao longo dos últimos anos. É forçoso reconhecer, porém, que o cenário externo se tornou mais incerto do que se apresentava na reunião anterior do Copom, e que as mudanças de sentimento e o aumento de percepção de risco devem ser monitorados de perto.

11. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, permanece elevado e segue mostrando acentuada volatilidade, refletindo não apenas mudanças estruturais no mercado energético mundial, mas também episódios recorrentes de incerteza geopolítica. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007. A volatilidade dos preços de outras commodities também tem sido relativamente elevada nas últimas semanas, reflexo do aumento da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da turbulência nos mercados financeiros globais.

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

12. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:

a) Comparadas com os valores considerados na reunião do Copom de julho, as projeções de reajustes

nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2007;

b) As projeções de reajustes das tarifas de eletricidade e de telefonia fixa para o acumulado de 2007 foram modificadas ante as previstas para a reunião de julho, com os reajustes projetados agora se situando, respectivamente, em -4,4% e em 2,8%;

c) O Copom manteve a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2007 em 3,2%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 30,91% do total do IPCA de julho;

d) A projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 permaneceu em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de julho. Essa projeção baseia-se no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) O modelo VAR, baseado nos níveis da taxa Selic e do swap de 180 dias, estima um spread, no cenário de referência de 5 p.b. no quarto trimestre de 2007. A trajetória do swap indica, ainda, que o spread atinge 74 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

13. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

14. Desde a reunião de julho do Copom, houve incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,7% para 3,92%. Essa elevação deve-se à incorporação da inflação de julho e ao aumento das expectativas de inflação para os demais meses do terceiro trimestre de 2007. As expectativas

para doze meses à frente deslocaram-se de 3,5% para 3,87%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2008, as expectativas de inflação permaneceram em 4%. Esses desenvolvimentos continuam sugerindo a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,95 e da taxa Selic em 11,5%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2007 elevou-se marcadamente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho, mas permaneceu posicionada abaixo do valor central de 4,5% para a meta deste ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 também foi maior que a considerada na reunião do Copom de julho; entretanto, ainda se posicionou abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação. No que diz respeito ao próximo ano, a projeção do cenário de referência foi sensivelmente maior que o valor previsto na reunião de julho, e a projeção do cenário de mercado sofreu redução. Essas projeções, em ambos os cenários, permanecem abaixo do valor central de 4,5 para a meta de 2008.

### **Implementação da política monetária**

16. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda pode elevar a probabilidade de observarmos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. A expansão do investimento e o crescimento das importações, entretanto, têm contribuído para retardar esse processo, complementando a produção doméstica e assim permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo moderados. Além disso, a despeito

da maior incerteza sobre a continuidade do rápido crescimento da economia internacional observado nos últimos anos e do forte aumento da volatilidade que caracterizou os mercados globais desde a reunião anterior do Copom, as perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção sugerem, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Dessa forma, ainda que cercadas de maior incerteza, as perspectivas para a inflação permanecem consistentes com a trajetória de metas. Tal como nas reuniões recentes, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

17. O Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, cabe notar que o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. O Comitê observa também que a elevação das expectativas de inflação para 2007 e para os próximos doze meses, ainda que para níveis inferiores à meta estabelecida para 2007 e 2008, é processo que deve ser monitorado com atenção. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

18. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando



de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção. O Copom considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e oferta agregadas, continuem apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que têm se configurado nos últimos trimestres.

19. O Copom considera relevante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 825 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

20. Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica, a despeito da própria aceleração da inflação corrente e de certa elevação das taxas de juros de mercado. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para os próximos trimestres deste ano e para 2008. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão

efeitos bastante limitados sobre 2007, e passarão a ter impacto predominantemente sobre 2008.

21. O ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentada, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Por outro lado, os últimos desdobramentos sugerem que a contribuição do setor externo para consolidar um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva.

22. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom tem optado por uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. Nesse contexto, o Copom considerou a opção de manter a taxa básica de juros inalterada.

23. Apesar de entender que diversos fatores respaldariam a decisão de manter a taxa de juros inalterada já nessa reunião, o Comitê avaliou o cenário macroeconômico e considerou que, neste momento, o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva da inflação ainda justificaria estímulo monetário adicional. Dessa forma, o comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

24. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, e analisa diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta a recuperação da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes

fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, ainda que aparentemente não constitua risco iminente para as perspectivas de inflação, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

25. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de outubro de 2007, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 15.011, de 31/10/2006.

## Sumário dos dados analisados pelo Copom

### Inflação

26. O IPCA-15 variou 0,42% em agosto, ante 0,24% em julho e 0,29% em junho, e acumulou alta de 2,85% no ano e de 3,95% em doze meses. Os preços do grupo alimentação e bebidas aumentaram 1,61%, ante 1,27% em julho, respondendo por 0,34 p.p. do resultado do período, principalmente pelas maiores altas nos preços de leite e derivados, e de bovinos. Os preços dos alimentos in natura recuaram novamente em agosto, seguindo o padrão delineado desde maio. O aumento médio de 1,02% nas tarifas de telefone fixo contribuiu com 0,04 p.p. para a alta do IPCA-15. Por sua vez, energia elétrica, gasolina e álcool foram itens cujos preços recuaram em agosto e influenciaram em conjunto o IPCA-15 de agosto com -0,14 p.p.

27. A variação dos preços livres aumentou de 0,35% em julho para 0,66% em agosto, enquanto a dos preços monitorados recuou de -0,01% para -0,12%. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 4,72%, e os preços monitorados, 2,25%. Entre os livres, os preços dos produtos não comercializáveis aumentaram 4,88% e os preços dos produtos comercializáveis, 4,56%.

28. As diversas medidas de núcleo de inflação, calculadas a partir da desagregação do IPCA-15, mostraram elevação em agosto, tanto na variação mensal como em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,34% ante 0,21% em julho. No acumulado em doze meses, a variação passou de 3,52% para 3,60%. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador variou 0,37% em agosto, ante 0,15% em julho, e acumulou 2,76% em doze meses. A taxa do núcleo por exclusão de preços monitorados e dos alimentos no domicílio passou de 0,1% em julho para 0,26% em agosto, tendo alcançado variação de 3,38% em doze meses.

29. O IGP-DI variou 1,39% em agosto ante 0,37% em julho, maior taxa desde junho de 2004. Em doze meses, o IGP-DI acumula 5,19% (ante 4,17% em 12 meses até julho). Os aumentos de preços dos produtos no atacado foram os responsáveis pela aceleração do IGP-DI devido, principalmente, à maior elevação dos preços agrícolas. O IPA-DI variou 1,96%, ante 0,42% em julho, e acumula 5,49% em doze meses e 4,02% até julho. Os produtos agrícolas elevaram-se 6,15% ante 1,79% em julho e os industriais, 0,61% ante -0,01%.

### Atividade econômica

30. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas no segmento varejista do País registrou alta de 0,4% em junho, em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. Todas as atividades que compõem o indicador geral mostraram expansão das vendas na comparação mensal, com destaque para móveis e eletrodomésticos, com elevação de 1,2%. O item veículos e motos, partes e peças, que não integra o indicador de comércio varejista geral, registrou crescimento de 4,2% no mês. Regionalmente, 15 das 27 unidades da Federação obtiveram resultados positivos no período.

31. Em relação ao volume de vendas de junho de 2006, observou-se crescimento de 11,8% no comércio varejista. Esse resultado decorreu dos acréscimos observados em todos os segmentos nessa base de comparação, principalmente em tecidos, vestuário e calçados, 16,6%, e móveis e eletrodomésticos, 16,2%. No indicador do comércio

varejista ampliado, que inclui as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, a alta atingiu 17,4%, com destaque para a expansão de 31,8% no segmento automotivo.

32. O desempenho das vendas no varejo tem refletido a continuidade do crescimento da massa salarial, as melhores condições de crédito, os impactos dos programas assistenciais, além dos efeitos da recuperação do setor agrícola. No primeiro semestre de 2007, a expansão do volume de vendas do comércio varejista atingiu 9,9%, relativamente a igual período de 2006, enquanto no comércio varejista ampliado a elevação alcançou 13,6%. Os destaques no semestre foram os aumentos de 22,8% nas vendas de veículos e de 16,5% em móveis e eletrodomésticos. Regionalmente, todas as unidades da Federação registraram crescimento no volume do comércio varejista nessa base de comparação, e os maiores acréscimos foram observados nas regiões Nordeste e Norte, sobretudo pelo maior impacto dos programas assistenciais do Governo Federal nessas regiões.

33. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque e ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) recuaram 0,8% e 0,2%, respectivamente, em agosto deste ano, comparativamente a julho. Em relação a agosto do ano anterior, as consultas cresceram 5,5% e 5,9%, na mesma ordem.

34. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil recuou 0,2% em julho, relativamente ao mês anterior, e a produção doméstica de bens de capital recuou 1,3%, segundo dados dessazonalizados. A retração da produção mensal de bens de capital não deve ser interpretada como uma alteração da tendência, haja vista a intensidade da expansão nesse ciclo, evidenciada pelas taxas de crescimento de 17% nos primeiros sete meses do ano e de 12,3% nos últimos doze meses. Nos primeiros sete meses do ano, relativamente a igual período de 2006, a produção de bens de capital tipicamente industrializados cresceu 19,7%; energia elétrica, 18,7%; para uso misto, 15%; e construção, 13,6%. A produção de bens de capital para a agricultura expandiu 35,3% nos primeiros sete meses, enquanto a produção acumulada em

doze meses aumentou de 7,5% em junho para 14,6% em julho, o que confirmou o bom desempenho nos últimos meses.

35. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria brasileira, na série com ajuste sazonal, caiu 0,4% em julho, comparativamente ao mês anterior, e interrompeu alta de nove meses consecutivos. Na média móvel trimestral, também na série dessazonalizada, a produção registrou alta de 0,6%, o que corresponde ao décimo terceiro mês consecutivo de expansão. Em relação a julho de 2006, a atividade industrial registrou alta de 6,8%, acumulando 5,1% nos sete primeiros meses e 4,2% em doze meses.

36. Entre as categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis registrou alta de 0,8%. As demais categorias registraram quedas, como segue: bens de consumo semi e não duráveis (-3,3%), bens de capital (-1,3%) e bens intermediários (-0,1%). No ano, os índices mostram crescimento de 17% na produção de bens de capital, que sustenta expansão de dois dígitos desde o início de 2007. Para as demais categorias, os resultados foram: bens de consumo duráveis (5,9%), bens intermediários (4,2%) e bens de consumo semi e não duráveis (3%).

37. Na desagregação por atividade, o crescimento de 5,1% da indústria geral, no acumulado do ano, reflete o aumento em 22 das 27 atividades. A fabricação de máquinas e equipamentos (17,4%) mantém a liderança em termos de impacto sobre o índice geral, seguida por veículos automotores (10,3%). Outras contribuições positivas relevantes vieram da metalurgia básica (7,6%) e de outros produtos químicos (6,3%). Dentre as cinco atividades em queda, destaca-se material eletrônico e equipamentos de comunicações (-7,4%).

38. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, observou-se aumento de 0,7% nas horas trabalhadas na produção e de 3,7% nas vendas industriais reais em julho, comparativamente às do mês anterior. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 4,7% e de 6,5%, comparativamente aos correspondentes no mesmo período de 2006. O nível de UCI atingiu 82,4% em julho, ante 82,1%

em junho, após ajuste sazonal. Se considerarmos os dados observados, o nível de utilização atingiu 82,5% no mês, 0,1 p.p. acima do patamar de julho de 2006.

39. A produção de autoveículos atingiu 268,2 mil unidades em julho, novo recorde mensal, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 7,6% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 20,3% em relação ao mesmo mês de 2006. Se considerarmos a série dessazonalizada, as vendas internas cresceram 3%, e as externas 26,7%, respectivamente, em julho. Comparativamente às estatísticas dos primeiros sete meses de 2006, a produção de autoveículos cresceu 8,4% em 2007, e as vendas internas, 21,6%, enquanto as exportações diminuíram 8%. Ainda segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 26,5%, no mesmo período de comparação, e a de caminhões, 23,4%, reflexo da recuperação do setor agrícola na atual safra e do aumento dos investimentos.

40. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado em julho pelo IBGE apontou acréscimo de 14% na estimativa para a safra de grãos do ano agrícola 2006/2007 em relação à safra do ano anterior. A produção nacional de grãos (cereais, leguminosas e oleaginosas) deverá atingir 133,4 milhões de toneladas, em decorrência das boas condições atmosféricas e do incentivo à produção advindo da elevação dos preços dos produtos agrícolas no mercado internacional. Nesse levantamento, destacaram-se os aumentos previstos nas produções de trigo (60,6%), caroço de algodão (30,5%), milho (21,3%) e soja (11,2%), além da queda de 4% na produção de arroz. Se considerarmos outros produtos agrícolas, além de cereais, o LSPA apontou recuo de 15,1% na produção de café, sobretudo pela bianualidade negativa da safra, e crescimento de 12,7% na produção de cana-de-açúcar, refletindo expansão de 10,4% na área plantada motivada pelo interesse crescente na produção do álcool combustível.

### **Expectativas e sondagens**

41. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou

elevação de 0,2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em agosto, comparativamente ao mês anterior. Entre os dois componentes do ICC, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) registrou alta de 2,3%, enquanto o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) recuou 2,5%. Em agosto, pelo oitavo mês consecutivo, o Icea manteve-se acima do IEC. Em relação aos índices de agosto de 2006, o ICC e o Icea aumentaram 1,6% e 14%, respectivamente, enquanto o IEC diminuiu 5,7%.

42. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da Fundação Getulio Vargas (FGV), que abrange cerca de dois mil domicílios em sete das principais capitais do País, o ICC subiu 1% em agosto, em relação ao do mês anterior, resultado que decorreu dos acréscimos de 1,3% nas avaliações sobre a situação presente e de 0,8% nas expectativas em relação aos próximos seis meses. Em relação ao ICC de agosto de 2006, houve aumento de 6,5%, principalmente pelo crescimento de 9,9% no índice sobre a situação presente.

43. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) passou de 121,7 em julho para 121,8 em agosto de 2007 e atingiu novo patamar recorde da série iniciada em abril de 1995. O ICI cresceu 14,2% em relação ao de agosto de 2006 e acumulou expansão de 11,7% de janeiro a agosto de 2007, relativamente a igual período de 2006. Dos quesitos integrantes do ICI relacionados à situação presente, destaque-se que, pela primeira vez desde abril de 1995, a proporção das empresas que avaliam o nível de estoques como insuficientes superou a de empresas com estoques excessivos. O nível de UCI situou-se em 85% em agosto deste ano, ante 83,6% no mesmo mês de 2006.

44. Segundo a Sondagem da Indústria de Transformação – Quesitos Especiais realizada pela FGV, em julho, 38% das empresas consultadas afirmaram ter investido mais em capital fixo no primeiro semestre de 2007 do que no semestre anterior, enquanto 21% responderam ter investido menos. Como na Sondagem realizada em abril as previsões de investimento para esse período de comparação apontavam percentuais de 34% e 21%, respectivamente, a pesquisa aponta aceleração dos investimentos no segundo trimestre do ano. Para



o segundo semestre de 2007, 42% das empresas mantêm a previsão de aumento dos investimentos, enquanto 19% pretendem investir menos. Nos setores de bens de capital e de materiais de construção há um certo arrefecimento nas intenções de investimento, enquanto entre empresas produtoras de bens intermediários permanece o ímpeto para investir.

### **Mercado de trabalho**

45. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram abertos 127 mil postos de trabalho formais em julho. No ano, até julho, foram gerados 1.222,5 mil empregos, 13,4% a mais que no mesmo período de 2006. Essas contratações elevaram o nível de emprego em 4,9% no período, relativamente aos primeiros sete meses de 2006, com expansão em todos os grandes setores de atividade econômica, com destaque para os acréscimos de 6,8% no emprego na construção civil e de 6% no comércio. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego em julho apresentou elevação de 0,3% sobre junho e também registrou acréscimos em todos os setores.

46. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 9,5% da População Economicamente Ativa (PEA) em julho de 2007, ante 9,7% no mês anterior. O recuo da taxa de desemprego refletiu o acréscimo de 0,2% no número de trabalhadores ocupados e a estabilidade da PEA em julho. Se considerarmos o pessoal ocupado no setor privado, houve aumento de 0,7% no mês, decorrente da expansão de 1,2% no número de empregados com carteira, uma vez que o número de empregados sem carteira de trabalho assinada recuou 0,9%. Por posição na ocupação, destacaram-se os recuos de 2,4% no número de empregadores e de 1,2% no de trabalhadores por conta própria. No ano, até julho, o aumento médio do número de trabalhadores ocupados atingiu 2,9%, principalmente pelos acréscimos de 4,2% no número de empregados com carteira e de 5,3% no número de trabalhadores por conta própria.

47. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas situou-se em R\$1.108,30 em julho, com queda de 1,2% em

relação ao observado em junho. Na comparação com o valor de julho de 2006, o rendimento médio real registrou alta de 2,5%, e no ano, até julho, a expansão atingiu 4,2%. A massa salarial real recuou 1% no mês, mas registrou acréscimos de 5,6% em relação à de julho de 2006, e de 7,2% no ano.

48. Segundo estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,1% em junho, em relação ao mês anterior. No primeiro semestre de 2007, observaram-se acréscimos de 3,4% no pessoal empregado e de 4,8% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

49. Segundo o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese) foram realizadas 280 negociações salariais em todo o País no primeiro semestre de 2007, registrando-se os melhores resultados para os trabalhadores desde o início desse tipo de estudo em 1996. Em cerca de 87,5% das negociações, ocorreram ganhos acima da variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em cada data-base e, em 9,6% das negociações os reajustes acompanharam a evolução do índice. Destaque-se que as negociações de reajustes salariais têm sido favorecidas pelo cenário de crescimento econômico com inflação baixa e controlada, o que possibilita a recomposição imediata e integral da inflação passada, juntamente com o aumento real decorrente de ganhos de produtividade.

### **Crédito e inadimplência**

50. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro registrou aumento de 1,7% em julho e acumulou crescimentos de 11% no ano e de 21,5% em doze meses. As operações com recursos direcionados evoluíram 0,6% no mês e 13,8% em doze meses, enquanto as realizadas com recursos livres registraram acréscimos de 2,2% e de 25,1%, na mesma ordem. Nas operações de crédito com recursos livres continuaram em destaque os acréscimos em doze meses nos saldos das operações de leasing, sendo de 74,8% nas contratadas com pessoas físicas e de 63,1% com pessoas jurídicas. Entre as operações com recursos direcionados, as maiores expansões em doze meses estão registradas nos créditos destinados à habitação, 22%, e ao setor rural,

21,1%. Se considerarmos as operações de crédito por atividade econômica, o saldo dos empréstimos para a indústria cresceu 2,5% no mês e 22,1% em doze meses, enquanto os empréstimos ao comércio apresentaram elevação de 0,8% em julho e de 17,5% em doze meses.

51. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 35,9% a.a. em julho, a menor da série histórica, e situou-se 6,3 p.p. abaixo da verificada em julho de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 47% a.a., ante 54,3% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 5,3 p.p. em doze meses e atingiu 23% a.a.

52. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas atingiu 407 dias corridos em julho, ante 341 no mesmo mês de 2006. Na carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 434 dias, com alongamento de 87 dias na comparação interanual, reflexo do peso crescente do crédito consignado nessa carteira. Adicionalmente, ressaltou-se a ampliação do prazo médio das operações para aquisição de veículos, que se elevou de 515 dias para 567 dias nos últimos doze meses.

53. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial correspondente a atrasos superiores a noventa dias alcançou 4,7% em julho, permaneceu estável no mês e baixou 0,1 p.p. em relação à de julho de 2006. Por segmentos, a taxa relativa às pessoas jurídicas situou-se em 2,4%, após recuar 0,1 p.p. no mês, e manteve-se estável em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência permaneceu em 7,1% em julho, 0,4 p.p. abaixo da verificada no mesmo mês de 2006.

54. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 4,5% em julho, ante 3,9% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006.

### **Ambiente externo**

55. A economia global continuou a expandir-se na primeira metade de 2007, segundo dados divulgados

recentemente. A economia norte-americana retomou a expansão no segundo trimestre, quando registrou crescimento anualizado de 4%. As economias da Área do Euro e do Japão mantiveram a tendência de crescimento, com sinais de que as respectivas demandas domésticas tenham assumido função mais significativa nesse movimento. As economias emergentes, lideradas pelo rápido crescimento da China, da Índia e da Rússia, continuaram a expandir-se de forma robusta, favorecidas pela ampla liquidez e preços de commodities em alta.

56. A crise desencadeada pelo mercado imobiliário americano de hipotecas de segunda linha, as chamadas subprime, em meados de julho, afetou o mercado de crédito e outras classes de ativos, generalizou a aversão ao risco e diminuiu a liquidez no mercado internacional. Como consequência, o cenário passou a ser de alta volatilidade, com quedas expressivas e desmonte de posições nos mercados bursáteis, empoçamento da liquidez mundial e recuos pontuais nos preços da energia e das commodities. Nesse momento, os principais bancos centrais foram levados a fazer, por meio de operações de mercado aberto, vultosas inversões de curto prazo, de sorte a manter suas taxas básicas próximas daquelas estabelecidas pelas metas.

57. Persiste, ainda, muita incerteza nos mercados, e não se sabe quanto tempo será necessário para que seja dissipada. As preocupações com o subprime e com temas mais abrangentes do setor de crédito nos EUA continuarão no centro desse problema. Existe ainda a incerteza normal relacionada aos indicadores econômicos e aos próximos passos dos bancos centrais, que manterá os mercados voláteis até que haja clareza suficiente, particularmente em relação aos problemas financeiros causados pelo subprime. Há relativo consenso de que a crise do mercado imobiliário de hipotecas de segunda linha irá atingir o setor real da economia norte-americana e afetar o crescimento do país, mas os reflexos sobre a economia mundial tendem a ser menores.

### **Comércio exterior e reservas internacionais**

58. No período de janeiro a agosto deste ano, o comércio exterior brasileiro manteve-se em expansão, e registrou valores recordes tanto nas exportações

quanto nas importações. O superávit comercial atingiu US\$27,5 bilhões no período, acumulo de US\$44,2 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$177,4 bilhões e US\$259,5 bilhões, respectivamente.

59. As exportações alcançaram patamar recorde de US\$15,1 bilhões em agosto, com média diária de US\$656,6 milhões, 10,5% superior à observada no mês corresponde de 2006. As vendas de manufaturados atingiram US\$7,6 bilhões, com aumento anual de 3,3%, pela média diária. As exportações de produtos básicos totalizaram US\$5,1 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$2,1 bilhões, com acréscimos respectivos de 20,5% e de 6,5%, na mesma base de comparação.

60. As importações totalizaram US\$11,6 bilhões no mês, maior valor mensal de toda a série, e apresentaram média diária de US\$502,9 milhões, acréscimo de 26,9%, comparativamente ao mesmo mês de 2006. Todas as categorias de produtos apresentaram expansão, em especial bens de capital e bens de consumo, 42,7% e 30,5%, na ordem, na mesma base de comparação, considerando-se as médias diárias. As compras externas de matérias-primas e de combustíveis e lubrificantes cresceram 29,3% e 2%, respectivamente, também na comparação com agosto do ano anterior.

61. As reservas internacionais totalizaram US\$161,1 bilhões em agosto, com aumentos de US\$5,2 bilhões no mês, de US\$75,3 bilhões no ano e de US\$89,6 bilhões em relação ao saldo de agosto de 2006.

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

62. Desde a reunião do Copom de julho, as taxas de juros futuros apresentaram forte elevação, principalmente as de prazo mais longo, devido ao agravamento da crise no mercado de hipotecas de alto risco dos EUA, cujos efeitos se fizeram sentir sobre o mercado de crédito e a liquidez internacionais. O temor de contágio do setor real da economia e o aumento da aversão ao risco ocasionaram a migração de aplicações para ativos considerados mais seguros, o que motivou a desvalorização do real frente ao

dólar, a queda do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) e a elevação do risco-país. A ação coordenada de diversos bancos centrais, que injetaram recursos no mercado interbancário, e a redução da taxa de desconto do Federal Reserve (Fed) em 0,50 p.p., em 17 de agosto, contribuíram para amenizar o ambiente de stress nos mercados financeiros internacionais e, por conseguinte, para o recuo parcial da curva de juros. Entre 16 de julho e 3 de setembro, as taxas de 1 e de 3 meses cederam, respectivamente, 0,29 p.p. e 0,16 p.p. As taxas para os prazos de 6 meses e de 1, 2 e 3 anos apresentaram elevação de 0,14 p.p., 0,57 p.p., 1,06 p.p. e 1,11 p.p., respectivamente. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses elevou-se de 6,95%, em 16 de julho de 2007, para 7,31%, em 3 de setembro de 2007.

63. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 17 de julho a 3 de setembro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$88,7 bilhões, dos quais R\$62,7 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 37 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo destinadas a retirar recursos excedentes do sistema bancário. Além disso, em 19 de julho, 6 de agosto e 13 de agosto, o Banco Central tomou recursos pelos prazos de 17, 23 e 18 dias úteis, respectivamente. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$22,7 bilhões.

64. Entre 17 de julho e 3 de setembro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$22,8 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$10,6 bilhões, R\$6,0 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008 e 2009, e R\$4,6 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F), de vencimento em 2011, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), de vencimento em 2013, totalizaram R\$3,2 bilhões. Nos leilões de Notas do Tesouro

Nacional Série B (NTN-B), o Tesouro vendeu R\$9,0 bilhões em títulos de vencimento em 2009, 2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, dos quais R\$4,6 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos.

65. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em abril e outubro de 2008 conjugada a compra de LTN de vencimento

em outubro de 2007 ou de LTN ou NTN-F de vencimento em janeiro de 2008, em um total de R\$3,3 bilhões. Realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2013, no montante de R\$1,6 bilhão, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007; e leilões de compra de LTN, NTN-F e NTN-B, nos valores de R\$5,4 bilhões, R\$152 milhões e R\$131 milhões, respectivamente.