

## Anexo

---

### Notas da 150ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 27 e 28/04/2010

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (27/04) e do 20º andar (28/04) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h15 (27/04) e 17h05 (28/04)

**Horário de término:** 18h15 (27/04) e 20h05 (28/04)

**Presentes:**

**Membros do Copom**

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

**Chefes de Departamento (presentes no dia 27)**

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 28)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antonio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Leonardo Martins Nogueira – Departamento de

Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de

Relacionamento com Investidores

**Demais participantes (presentes no dia 27)**

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Ricardo Franco Moura – Consultor da Diretoria

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

#### Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), após se deslocar de 0,75% em janeiro para 0,78% em fevereiro, recuou para 0,52% em março. Com isso, a inflação acumulada no primeiro trimestre de 2010 alcançou 2,06%, taxa 0,8 ponto percentual (p.p.) acima da observada em igual período do ano anterior. O aumento da inflação em 2010 reflete tanto o comportamento dos preços livres, que no acumulado do ano até março aumentaram 2,47%, quanto o dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, note-se que os preços dos bens comercializáveis, bem como os de não comercializáveis, mostraram aceleração, com variações de 1,48% e 3,36% no primeiro trimestre de 2010, respectivamente, ante 0,05% e 2,39% em igual período de 2009. Por sua vez, os preços administrados registram alta de 1,11% nos três primeiros meses do ano, ante 1,17% em 2009. A variação dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, atingiu 3,17% até março e 6,92% em doze

meses. Evidências preliminares indicam inflação ao consumidor em abril acima do patamar observado em março. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis aponta continuidade de deterioração da dinâmica inflacionária na margem.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) tiveram comportamento heterogêneo entre fevereiro e março. O núcleo por médias aparadas com suavização elevou-se de 0,39% em fevereiro para 0,46% em março, enquanto as medidas de núcleo pelos critérios de exclusão e de dupla ponderação mostraram redução (de 0,68% e 0,47% em fevereiro, para 0,42% e 0,40% em março, respectivamente). No acumulado do ano até março, o núcleo por exclusão elevou-se em 1,70%, enquanto os núcleos por médias aparadas com suavização e por dupla ponderação registraram elevação de 1,33% e de 1,48%, respectivamente. Essas variações situam-se, respectivamente, 0,32 p.p., 0,27p.p. e 0,31 p.p. acima das taxas vigentes no mesmo período de 2009. As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 4,73%, 4,36% e 4,74% em dezembro de 2009, para o índice por exclusão, médias aparadas com suavização e dupla ponderação, para 5,06%, 4,64% e 5,06% em março, respectivamente. Note-se que todas as medidas de núcleo seguiram registrando elevação, no critério da variação acumulada em doze meses, e situam-se acima do centro da meta. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA se elevou de 61,7% em fevereiro para 66,4% em março (60,2% no mesmo mês de 2009). Em outra perspectiva, os índices de difusão sugerem disseminação do processo de aceleração inflacionária.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de 1,09% em fevereiro para 0,63% em março. No ano, a variação do IGP-DI atingiu 2,76% (-0,96% no primeiro trimestre de 2009). Sob esse critério, a aceleração do IGP-DI manifestou-se em seus três componentes. O principal, o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), atingiu 2,88% no acumulado do ano até março (-2,09% no primeiro trimestre de 2009). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 2,86% no mesmo período (1,66% em 2009). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção

Civil (INCC) variou 1,76% (0,35% no primeiro trimestre de 2009). No que se refere ao IPA-DI, a aceleração, sob esse critério de comparação, derivou principalmente do comportamento dos preços agrícolas. Enquanto a variação do IPA industrial atingiu 2,69% (-2,59% no mesmo período de 2009), a dos preços agrícolas no atacado chegou a 3,50% (-0,71% em 2009). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que 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 taxa de crescimento da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou de 0,1% em janeiro, para 0,8% em fevereiro. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 1,5% em fevereiro, após registrar alta de 1,2% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu elevação de 18,4%, ante avanço de 16,1% em janeiro. Em doze meses, ainda se observa declínio da produção industrial (-2,6%), o qual vem sendo reduzido (-7,4% em dezembro e -5,0% em janeiro). O comportamento da série da indústria geral e de seus componentes evidencia que a produção industrial mostra trajetória de expansão, em ritmo que continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e famílias, bem como pelas condições financeiras domésticas. Esse processo é amparado, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas.

5. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, os destaques em fevereiro foram a indústria de bens de capital, com variação de 1,6% e, em especial, a indústria de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, com alta de 2,4%, enquanto a produção na indústria de duráveis teve alta de 0,7%. A indústria de bens intermediários declinou 0,4%, após altas de 0,9% e 2,0% em dezembro e janeiro, respectivamente. Vale ressaltar que a indústria de bens de capital apresentou

crescimento de 6,4% em três meses até fevereiro, a maior expansão entre as categorias de uso. A recuperação do dinamismo da produção industrial foi inicialmente liderada pela produção de bens duráveis, mas vem se tornando ainda mais disseminada, refletindo medidas de desoneração tributária, em processo avançado de reversão, bem como distensão nas condições financeiras e o aumento da renda. O comportamento futuro da produção industrial, que não deve ser uniforme ao longo do tempo, dependerá também da evolução da confiança dos consumidores e dos empresários, que devem continuar sendo fontes de dinamismo, à qual se somará a retomada da demanda externa.

6. O mercado de trabalho continua a exibir comportamento favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, elevou-se de 7,2% em janeiro para 7,4% em fevereiro, taxa 1,1 p.p. inferior àquela observada no mesmo mês do ano passado. Na série dessazonalizada, a taxa atingiu 7,2% em fevereiro, ante 7,5% no mês anterior. O rendimento médio habitual apresentou alta de 1,8% no mês em relação ao mês anterior, após aumento de 2,2% em janeiro. O emprego, por sua vez, teve elevação de 2,1% em janeiro e de 3,5% em fevereiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 4,4% na comparação interanual em fevereiro, continuando a constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Ainda sobre o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade da recuperação da geração de vagas no setor formal. De fato, em março foram criados 266 mil postos de trabalho, e no trimestre, 657 mil. Em ambos os casos os números são ponto de máximo da série histórica. A indústria de transformação, os serviços e a construção civil geraram, pelo terceiro mês consecutivo, os maiores saldos da série para o mês e, portanto, o melhor primeiro trimestre da série histórica (204 mil, 250 mil e 128 mil, respectivamente). O setor mais dinâmico continua sendo a construção civil, na qual o emprego apresentou alta de 12,3% frente ao primeiro trimestre de 2009.

7. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE,

teve elevação de 2,1% em fevereiro, após alta de 1,3% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 13,6% em fevereiro. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 1,4% em fevereiro, na série com ajuste sazonal, após registrar aumento de 0,8% em janeiro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de artigos farmacêuticos e médicos (3,9%) e de tecidos, vestuário e calçados (3,4%). Os dados do comércio ampliado vêm evidenciando expansão influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de duráveis, em resposta à melhora no acesso ao crédito, à expansão da renda e a incentivos setoriais temporários concedidos pelo governo. O comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais de arrefecimento. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio será beneficiada por transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela recuperação nas condições de acesso ao crédito e pela evolução da confiança dos consumidores.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sem ajuste sazonal, registrou 83,5% em março, 6,4 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2009. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci apresentou estabilidade em fevereiro (80,7%). Por sua vez, o Nuci mensal da FGV com ajuste sazonal atingiu 84,3% em março (84,0% no mês anterior), patamar superior à média observada nos últimos cinco anos. Também no caso da indústria de bens de consumo (em 5,0 p.p.), material de construção (7,7 p.p.) e bens de capital (5,3 p.p.), a taxa de utilização da capacidade já se encontrava, em março, em patamares superiores às respectivas médias da série histórica, com início em 1995. Por sua vez, a indústria de bens intermediários (-1,1 p.p.) encontra-se levemente abaixo da média histórica. A redução da margem de ociosidade é resultado da expansão da atividade, não integralmente compensada pela maturação de projetos de investimento. Os dados sobre a absorção de bens de capital mostram recuperação na comparação com os mesmos períodos do ano anterior e aumento em fevereiro ante o mês imediatamente anterior. A absorção de bens de capital

apresentou elevação na margem de 5,4% em fevereiro, dados isentos de sazonalidade, crescimento de 31,6% em relação a fevereiro de 2009, e queda de 8,7% no acumulado em 12 meses. Já a produção de insumos para a construção civil registrou aumento de 1,0% na margem em fevereiro, após estabilidade em janeiro. Pela série observada, apresentou alta de 15,1% em relação a fevereiro de 2009, com queda de 2,7% em doze meses. Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização apresentam trajetória de elevação nos últimos meses, evidenciando redução de qualquer margem de ociosidade remanescente da indústria, a despeito da retomada dos investimentos. A propósito, como assinalado 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 de serviços para o adequado atendimento da demanda.

9. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses se reduziu na margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$23,2 bilhões em março, valor US\$2,0 bilhões inferior ao observado no mesmo período do ano passado. Esse resultado adveio de US\$161,0 bilhões em exportações e de US\$137,9 bilhões em importações, com variações de -15,4% e -16,6%, respectivamente, em relação a março de 2009. De fato, o maior dinamismo da demanda doméstica frente à externa contribui para o estreitamento do superávit comercial. Já o comportamento das remessas de lucros e dividendos contribui para elevar o déficit em conta corrente acumulado em doze meses, que se deslocou de US\$28,0 bilhões em fevereiro para US\$31,5 bilhões em março, equivalentes a 1,8% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$26,3 bilhões em doze meses até março, equivalentes a 1,5% do PIB.

10. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado, inicialmente, pela continuidade do processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais e, mais recentemente, por certo aumento na volatilidade dos preços dos ativos, ainda que a percepção de risco sistêmico permaneça limitada. Esses desenvolvimentos podem ser atribuídos a questões fiscais em economias maduras, notadamente na Europa. Sob essas condições, houve certa moderação na demanda por ativos de

risco, como evidenciado pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais. Por outro lado, diante das preocupações fiscais na área do Euro, o destaque no mercado de moedas continuou sendo a depreciação do euro.

11. No que se refere ao cenário macroeconômico global, a visão dominante segue apontando para recuperação em 2010 e aceleração em 2011, em processo no qual o G3 (Estados Unidos, Europa e Japão) retomaria certo dinamismo, mas que continuaria sendo liderado pelas economias emergentes. A economia americana dá sinais de retomada gradual, em função da melhora das condições no mercado de trabalho e da atividade industrial. Já a atividade econômica no Japão continua apontando para uma recuperação lenta, liderada pelas exportações, mormente para a Ásia. Na Área do Euro, onde preocupações fiscais persistem e onde o consumo das famílias não mostra sinais de reação, a retomada econômica está sendo mais lenta e desigual. Em suma, persiste a incerteza quanto à sustentabilidade da expansão do consumo nas economias maduras, principalmente na Europa, em cenário de retirada dos estímulos de política econômica e perspectivas modestas para a expansão do crédito, mas a recuperação evidencia certa consolidação. Por outro lado, em diversas economias emergentes, a atividade econômica entrou em rota consistente de expansão, apresentando, em certos casos, evidências de aquecimento em mercados de bens, serviços, fatores de produção e ativos. Sendo assim, os pontos mínimos da inflação nas economias maduras e em importantes economias emergentes foram ultrapassados. Nesse contexto, após período de flexibilização agressiva, a política monetária, em diversos países, segue em estabilidade, e nas economias menos afetadas pela crise internacional, que se recuperam mais rápida e intensamente, observa-se adoção de posturas de política monetária mais restritivas. Austrália e Índia, por exemplo, elevaram sua taxa básica recentemente.

12. Os preços do petróleo, tanto no mercado a vista quanto no futuro, aumentaram, embora com diminuição da volatilidade, desde a última reunião deste Comitê. A incerteza que envolve esses preços segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, em contexto de retomada da economia mundial, da perspectiva de evolução da oferta global, condicionada pelo ritmo

de maturação de investimentos no setor, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Não obstante, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2010. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais do petróleo pode, eventualmente, se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Cabe registrar também que os preços de *commodities* agrícolas, que têm impacto particularmente importante na evolução dos custos alimentares, apresentaram relativa estabilidade desde a reunião anterior do Comitê, enquanto as cotações de *commodities* industriais registraram leve aumento, com a exceção do preço do níquel e do minério de ferro, que apresentaram elevação substancial desde a última reunião do Comitê.

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

13. 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) projeta-se reajuste de 0% para a gasolina, assim como para o gás de bujão, para o acumulado em 2010;

b) no tocante às projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2010, a primeira foi mantida em 1,6%, enquanto a segunda reduziu-se para 0,7%, ante 3,3% considerados na reunião de março;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2010 reduziu-se para 3,6%, ante os 4,0% considerados na reunião de março, segundo o cenário de referência. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,60% do total do IPCA de março;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 foi mantida em

4,4%, segundo o cenário de referência. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 88 p.b. e 23 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e 2011, respectivamente.

14. Em relação à política fiscal, a hipótese de trabalho levada em conta nas projeções é o cumprimento da meta para o superávit primário de 3,3% do PIB em 2010. Considera-se ainda a possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 1,12 p.p., em virtude da implementação dos projetos vinculados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), dos quais 0,44 p.p. corresponde à conta de restos a pagar de 2009. Além disso, admite-se que o superávit primário em 2011 retornaria, sem ajustes, ao patamar de 3,3% do PIB. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

15. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 elevou-se de 5,03% para 5,41%. Também para 2011, a mediana das expectativas de inflação elevou-se, indo de 4,60% para 4,80%.

16. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,75 R\$/US\$ e da taxa Selic em 8,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março, e se mantém sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta 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 2010 também se elevou, e se mantém sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção elevou-se em relação ao valor considerado na reunião de março, e se encontra sensivelmente acima do valor

central da meta. No cenário de mercado, a projeção também se elevou, no entanto se posiciona ao redor do valor central da meta.

## Implementação da política monetária

17. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nos mercados internacionais, a aversão ao risco mostrou arrefecimento desde a última reunião do Comitê, apesar de a volatilidade nesses mercados haver se intensificado nas últimas semanas, devido em grande parte a preocupações com dívidas soberanas de países europeus. Ainda assim, verifica-se um contexto de liquidez abundante, de modo que as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em linha com esses desenvolvimentos, os preços de ativos brasileiros e de certas *commodities* continuaram em ascensão. Note-se, adicionalmente, que a trajetória dos índices de preços evidencia retomada de pressões inflacionárias em economias relevantes. Dessa forma, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica poderia deixar de ser benigna, conquanto persista incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de gradativa normalização das condições financeiras internacionais. Por outro lado, esse cenário pode vir a ser rapidamente revertido, a depender da dinâmica que tomar o quadro de desconfiança dos participantes de mercado em relação à solvência de algumas economias européias. Independentemente de como evoluírem esses aspectos da conjuntura internacional, o Comitê reafirma sua visão de que o principal desafio da política monetária é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

18. O Copom entende que os indicadores divulgados desde a última reunião reforçam a percepção de existência de pressões sobre o mercado de fatores, o que aumenta a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumenta também o risco de repasse de pressões de alta de custos para os preços no atacado e destes para os preços ao consumidor. O Comitê pondera que a materialização desses repasses, bem como a

generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores. A propósito, essas e outras variáveis fazem parte do conjunto de informação que é levado em conta no processo de geração das projeções de inflação do Banco Central, que constituem elemento central no julgamento que o Comitê faz sobre o cenário inflacionário prospectivo. Cabe registrar que o comportamento da demanda doméstica tem exercido certa pressão sobre os preços dos itens não comercializáveis, como os serviços, o que, a julgar pela perspectiva de evolução dos principais fatores de sustentação da demanda agregada, tende a se repetir neste e nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma o compromisso de que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

19. O Copom considera importante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. Dessa forma, a análise de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, no cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar valores observados para essa variável. O cenário prospectivo, a rigor, sofreu certa deterioração neste início de ano, uma dinâmica que se tornou ainda mais evidente desde a última reunião. Isso ocorreu a despeito dos movimentos específicos dos preços de alguns ativos domésticos, que, diga-se de passagem, só são relevantes para a política monetária na medida em que tenham algum impacto sobre a trajetória prospectiva para a inflação.

20. As perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis, como evidenciado pelos dados sobre o comércio, utilização da capacidade na indústria e mercado de trabalho. Essa avaliação também é sustentada pelos sinais de continuidade da expansão da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas; pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados; e pelo crescimento da renda. A continuidade e a própria

intensificação desse quadro dependem, de forma importante, dos efeitos das medidas de estímulo fiscal e dos incrementos das transferências governamentais que ocorrerão nos meses à frente e, em menor escala, do ritmo de recuperação da atividade global. O dinamismo da atividade doméstica deverá ser beneficiado também pela distensão das condições financeiras, favorecida, entre outros fatores, pelas políticas dos bancos oficiais. Com a economia brasileira em um novo ciclo de expansão, essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que há defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação.

21. Para o Copom, os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivam, no âmbito externo, de elevações adicionais dos preços de *commodities*; e, no interno, do impulso fiscal e creditício sobre a evolução da demanda doméstica, em contexto de virtual esgotamento da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. Com efeito, esses desenvolvimentos podem exacerbar um quadro que já evidencia a presença de descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

22. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público; ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. De outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo prazo. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, o que exige que eventuais desvios em relação à trajetória de metas sejam prontamente corrigidos. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

23. O Comitê considera que a economia se encontra em novo ciclo de expansão, avaliação essa corroborada pelas informações divulgadas desde sua última reunião, ainda que persistam incertezas, que deverão ser dirimidas ao longo do tempo, sobre o ritmo desse processo. Os sinais de aquecimento da economia se manifestam, por exemplo, na trajetória dos núcleos de inflação, na elevação das expectativas de inflação, nos indícios de escassez de mão-de-obra em alguns segmentos e na elevação dos custos dos insumos. Em particular, nesse período, as projeções de inflação consideradas pelo Comitê mostraram certa deterioração no cenário prospectivo. O Copom considera que essa deterioração deva ser contida e, para tanto, precisam ser revertidos os sinais de persistência do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas, que, em última instância, tendem a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Em tais circunstâncias, a postura de política monetária deve ser ajustada, por um lado, porque contribui para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por outro, porque evita que pressões de preços originalmente isoladas determinem uma deterioração persistente do cenário prospectivo para a inflação.

24. Em suma, a despeito da reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a recente crise financeira internacional, desde a última reunião, aumentaram os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. À luz desse quadro, prevaleceu o entendimento entre os membros do Comitê de que competiria à política monetária agir de forma incisiva para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

25. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias ao cenário prospectivo da economia, para assegurar a convergência da inflação à trajetória de metas, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 9,50% a.a., sem viés.

26. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais

variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado a suas projeções. Depois de breve contração, a demanda doméstica se recuperou, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a retomada do crédito. Por sua vez, importantes estímulos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e deverão contribuir para a consolidação da expansão da atividade e, conseqüentemente, para a redução de qualquer margem residual de ociosidade dos fatores produtivos. Os efeitos desses estímulos, bem como os da reversão de parcela substancial das iniciativas tomadas durante a recente crise financeira internacional e os de um eventual agravamento da crise fiscal porque passam diversos países europeus, são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vista a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

27. Houve consenso entre os membros do Comitê sobre a necessidade de se adequar o ritmo do ajuste da taxa básica de juros à evolução do cenário inflacionário prospectivo, bem como ao correspondente balanço de riscos, de forma a limitar os impactos causados pelo comportamento da inflação corrente sobre a dinâmica subjacente dos preços.

28. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 8 de junho de 2010, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 18.927, de 9 de outubro de 2009.

## **Sumário dos Dados Analisados pelo Copom**

### **Inflação**

29. O IPCA variou 0,52% em março ante 0,78% em fevereiro, acumulando alta de 2,06% no ano. Em doze meses, a variação do índice passou de 4,83% em fevereiro para 5,17% em março. O comportamento dos preços do grupo alimentação e bebidas constituiu-se no principal determinante da inflação em março, contribuindo com 0,35 p.p. para o resultado, em especial pela variação dos itens tubérculos, raízes

e legumes, leite pasteurizado, açúcar refinado e frutas, que responderam, conjuntamente, por 0,23 p.p. na formação da taxa mensal. Não obstante a pressão exercida pelo grupo alimentos e bebidas, o IPCA desacelerou em março, favorecido, sobretudo, pelo esgotamento dos impactos dos reajustes nas mensalidades escolares, que haviam pressionado o índice em fevereiro.

30. A desaceleração dos aumentos nos preços livres, de 0,93% em fevereiro para 0,80% em março, repercutiu o arrefecimento na variação do grupo dos não comercializáveis, cuja taxa atingiu 1,03% em março, ante 1,54% em fevereiro, enquanto a variação correspondente aos comercializáveis cresceu de 0,26% para 0,53%. Os preços monitorados recuaram 0,14% no mês, após alta de 0,42% em fevereiro, refletindo, principalmente, a queda de 1,95% no preço da gasolina. Nos últimos doze meses encerrados em março, os preços livres cresceram 5,37%, a maior variação desde maio de 2009, ante 4,77% até fevereiro, enquanto os monitorados assinalaram taxa de 4,67%, ante 4,97% para os mesmos períodos, respectivamente. O índice de difusão situou-se em 66,4% em março, ante 61,7% no mês anterior, ratificando o processo de disseminação dos reajustes de preços.

31. O núcleo por exclusão IPCA-EX, que exclui a variação dos preços de combustíveis e dez itens de alimentação no domicílio, desacelerou de 0,68% em fevereiro para 0,42% em março, mas registrou elevação, considerada a variação acumulada em doze meses, de 4,86% em fevereiro para 5,06% em março. O núcleo de médias aparadas com suavização apresentou aceleração das taxas em março, tanto no resultado mensal, 0,46% ante 0,39% em fevereiro, quanto considerado em doze meses, 4,64% ante 4,52% em fevereiro. O núcleo de dupla ponderação apresentou taxa de 0,40% em março ante 0,47% em fevereiro, com alta de 5,06% em doze meses, ante 4,93% no mês anterior.

32. O IGP-DI desacelerou em março, registrando variação de 0,63% no mês, comparativamente aos 1,09% registrados em fevereiro, favorecido pelo arrefecimento dos preços no atacado, cujo impacto sobrepôs-se ao do recrudescimento das altas nos preços ao consumidor e na construção civil. Em doze meses, o IGP-DI acumulou elevação

de 2,26% e, no ano, de 2,76%. O IPA-DI cresceu 0,52% em março, ante 1,38% em fevereiro, com majoração de 2,33% nos preços agropecuários e recuo de 0,05% nos preços dos produtos industriais. No ano e em doze meses o IPA-DI apresentou variações de 2,88% e 0,79%, respectivamente. O IPC-Br cresceu 0,86% em março, ante 0,68% em fevereiro, acumulando alta de 2,86% no ano e de 5,17% em doze meses. No mês, registrou-se aceleração em três dos sete grupos que o compõem, com destaque para as despesas com alimentação, responsáveis por 0,74 p.p. na composição da variação mensal, especialmente hortaliças e legumes, com contribuição de 0,44 p.p. O INCC-DI cresceu 0,75% em março, ante 0,36% no mês anterior, com ênfase na maior variação dos preços da mão-de-obra, que aumentaram 1,05% ante 0,21% em fevereiro. No ano e em doze meses, o índice acumulou altas de 1,76% e 4,71%, respectivamente.

33. Os resultados parciais dos índices de preços indicaram continuidade do processo de desaceleração inflacionária em abril, refletindo, entre outros fatores, o esgotamento de impactos sazonais responsáveis, em parte, pelo aumento da inflação no início do ano. O IPCA-15 variou 0,48% ante 0,55% no mês anterior, repercutindo, sobretudo, o comportamento dos preços do álcool, com recuo de 13,64% no período, influenciando, ainda, os preços da gasolina, com queda de 2,12%. O grupo alimentação e bebidas continuou como o principal fator de pressão inflacionária, tendo contribuído com 0,39 p.p. para o resultado mensal do IPCA-15. Considerando os índices de preços no atacado, observam-se, também, altas menos intensas, em decorrência dos arrefecimentos nos preços de bens finais e intermediários, acompanhados por queda nos preços das matérias-primas brutas.

### Atividade econômica

34. As vendas do comércio ampliado cresceram 2,1% em fevereiro, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após registrar aumentos de 1,3% em janeiro e de 0,9% em dezembro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. A média das vendas do trimestre encerrado em fevereiro cresceu 1,3%, relativamente ao trimestre encerrado em novembro. Em comparação ao mesmo mês do ano anterior, houve

expansão de 13,6%, acumulando altas de 11,9% no ano e de 8,3% nos últimos doze meses encerrados em fevereiro. O resultado mensal registrou elevação das vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para artigos farmacêuticos e médicos (3,9%), e tecidos, vestuário e calçados (3,4%).

35. Relativamente a fevereiro de 2009, todos os segmentos do comércio apresentaram crescimento, sobressaindo os acréscimos nas vendas de móveis e eletrodomésticos (22,2%), equipamentos e materiais para escritório (18,8%), e veículos e motos, partes e peças (16%). No acumulado em doze meses, verificaram-se altas em oito dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nas elevações em veículos e motos, partes e peças (13,1%), equipamentos e materiais para escritório (12,3%), e artigos farmacêuticos e médicos (12,1%). Os segmentos de material de construção, e de tecidos, vestuário e calçados registraram retrações de 3,2%, e 1,2%, respectivamente, mantida a base de comparação.

36. Sinalizando a continuidade da expansão na atividade varejista, os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) apresentaram acréscimos de 2,4% no número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e de 0,6% nas referentes ao sistema Usecheque, em março, comparativamente a fevereiro, após ajuste sazonal das séries. No primeiro trimestre deste ano, esses indicadores cresceram 6,6% e 6,4%, respectivamente, em relação a igual período do ano anterior.

37. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, que incluem automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, aumentaram 15,6% em março, em relação a fevereiro, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. O aumento no mês refletiu o crescimento expressivo nas vendas de caminhões e ônibus, ambos com expansão de 27,2% no período, além das maiores vendas de automóveis (13,3%), e comerciais leves (6,9%). Ressalte-se que o término da redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre veículos *flex*, em março, repercutiu favoravelmente sobre o desempenho das vendas de automóveis no mês. Em relação a março de 2009 e no acumulado em doze meses, as vendas totais cresceram 30,3% e 14,8%, respectivamente.

38. As importações de bens de capital decresceram 1% em março, em relação a fevereiro, de acordo com o índice de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. O indicador de março mostra expansões de 17,1% em relação ao mesmo mês de 2009, e de 16% no acumulado no ano, enquanto no acumulado em doze meses, até março, registra-se recuo de 9,8%, comparativamente a igual período do ano anterior.

39. A produção de bens de capital apresentou acréscimos de 1,6% em fevereiro, relativamente ao mês anterior, considerando-se dados dessazonalizados, e de 26,2% e 19,1% relativamente a fevereiro e ao primeiro bimestre de 2009, respectivamente, segundo o IBGE. Considerando o resultado por destinação de produtos, registrou-se recuo mensal apenas para o segmento de bens seriados para fins industriais (3,3%), enquanto se destacaram as expansões na produção de peças agrícolas (20,9%), bens de capital para construção (14,4%), e de uso misto (7,1%). Em comparação a fevereiro de 2009, destacou-se a produção de bens de capital para a indústria de construção, com expansão de 196,9%, seguida por peças agrícolas e bens de capital para produção agrícola, com elevações de 76,3% e 51,7%, na ordem. A produção de insumos para a construção civil registrou, em fevereiro, expansões de 1% relativamente a janeiro, segundo dados dessazonalizados, e de 15,1% em relação a igual mês de 2009.

40. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) atingiram R\$144,3 bilhões nos últimos doze meses encerrados em março deste ano, com aumento de 53% em relação a igual período precedente. O setor industrial foi o maior destinatário dos desembolsos, com participação de 44% sobre o total liberado no período, seguido pelo setor de infraestrutura, com 36%. No primeiro trimestre de 2010, houve expansão de 42% nos desembolsos, comparativamente a igual período de 2009, com ênfase no setor de infraestrutura que registrou participação de 40% no total liberado, seguido pela indústria (30%), comércio e serviços (20%), e agropecuária (10%). O resultado de março registrou desaceleração dos desembolsos pela instituição, com expansão de 12,5% comparativamente a março de 2009.

41. A produção industrial cresceu 1,5% em fevereiro, em relação a janeiro, quando apresentara expansão de 1,1%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Em relação a iguais períodos de 2009, o setor apresentou expansões de 18,4% em fevereiro e de 17,2% no primeiro bimestre, enquanto no acumulado dos últimos doze meses, relativamente a igual período precedente, o resultado mantém-se ainda negativo, em 2,6%. A categoria de bens de consumo semi e não duráveis apresentou o melhor desempenho em fevereiro, relativamente a janeiro, com acréscimo de 2,4%, seguida por bens de capital (1,7%), e bens de consumo duráveis (0,7%), enquanto a produção de intermediários recuou 0,4% no período. Em comparação a fevereiro de 2009, todas as categorias de uso apresentaram expansão, com destaque para bens de capital (26,2%), e bens de consumo duráveis (25,2%). No acumulado de doze meses, as produções de bens de capital e bens intermediários declinaram, respectivamente, 12,7% e 3,1%, enquanto as de bens de consumo duráveis e de semi e não duráveis cresceram 1,5% e 0,5%, na ordem.

42. O faturamento real da indústria de transformação aumentou 1,5% em fevereiro, em comparação a janeiro, quando registrara retração de 1,5%, segundo dados divulgados pela CNI, ajustados sazonalmente. As horas trabalhadas e o emprego cresceram, no mesmo período, 1,3% e 1%, respectivamente. Em comparação a fevereiro de 2009, esses indicadores registraram altas respectivas de 11,4%, 5,3% e 2,8%. No acumulado em doze meses, ainda se verificam perdas nas três variáveis, de 1,3%, 5,8% e 2,9%, na ordem.

43. Ainda segundo a CNI, o Nuci em fevereiro manteve o mesmo patamar de janeiro (78,6%) situando-se 2,1 p.p. acima do nível observado no mesmo mês de 2009. Considerando a série com ajuste sazonal, o Nuci situou-se em 80,7% em fevereiro, ante 80,6% em janeiro, e acumulou queda de 0,2% no trimestre terminado em fevereiro. Em onze das dezenove divisões da indústria de transformação, o Nuci apresentou variação positiva na comparação com o mês anterior. Segundo dados da FGV, o Nuci dessazonalizado atingiu 84,3% em março, com aumentos de 0,3 p.p. no mês e de 0,5 p.p. nos últimos três meses.

44. De acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de autoveículos atingiu 331 mil unidades em março deste ano, 20,3% superior à registrada em março de 2009. Considerados dados dessazonalizados, a produção de autoveículos cresceu 5,3% em relação a fevereiro. No acumulado do ano e em doze meses, a produção de autoveículos aumentou 24,4% e 8,3%, respectivamente. O aumento mensal nas vendas de autoveículos se deu exclusivamente em razão do desempenho do mercado interno, com elevação de 14,5% em março, ante fevereiro, enquanto as exportações decresceram 0,2%. No acumulado do ano e em doze meses, as vendas no mercado interno foram ampliadas em 14,7% e 13,9%, respectivamente, enquanto as exportações cresceram 82,7% no acumulado no ano e decresceram 14,7% no acumulado em doze meses.

45. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de março estimou a safra de grãos de 2010 em 145,2 milhões de toneladas, ante 133,8 milhões de toneladas em 2009, segundo o IBGE. A nova estimativa representa aumento de 8,5% em relação à produção de 2009, mantendo-se praticamente estável em relação à estimativa de fevereiro. Os aumentos projetados para as produções de soja e milho foram alterados, respectivamente, para 18,1% e 3%. Para os produtos relacionados diretamente com a cesta básica, como arroz, feijão e trigo, o novo levantamento estimou variações, de -9,6%, 2,3% e 9,4%, na ordem.

### **Expectativas e sondagens**

46. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio- SP), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) apresentou queda em abril pelo segundo mês consecutivo. O ICC recuou 2,9% em relação a março, quando havia caído 1,5% em relação a fevereiro, mês em que atingiu o maior patamar da série histórica. Esse resultado refletiu a queda mensal de 8,5% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea), haja vista que o Índice das Expectativas do Consumidor (IEC) apresentou crescimento de 0,8% no período. Em relação a abril de 2009, o ICC cresceu 21,8%.

47. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, o ICC registrou elevação de 0,6% em março, em relação a fevereiro, tendo atingido 110,9 pontos, considerados dados com ajuste sazonal. No mês, o Índice da Situação Atual (ISA) diminuiu pelo segundo mês consecutivo, passando de 123,4 para 121,5 pontos, enquanto o Índice de Expectativas (IE) cresceu de 103,2 para 105,4 pontos, após três meses consecutivos de declínio. Em comparação ao mesmo mês do ano anterior, o ICC aumentou 13,2%, refletindo altas de 21,4% no ISA e de 8,7% no IE.

48. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) da FGV atingiu 116,5 pontos em março, situando-se 0,6% acima do observado em fevereiro, segundo dados com ajuste sazonal, e 49% acima do verificado em março de 2009. Por componentes, foram registrados aumento de 3,4% no ISA e queda de 2,2% no IE, após a dessazonalização da série, e elevações respectivas de 47,2% e 50,8%, em relação a março de 2009.

49. Segundo a Sondagem Industrial da CNI, a confiança do empresário industrial manteve-se praticamente estável em março em relação ao mês anterior, de acordo com o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), que se situou em 67,7 pontos ante 67,8 pontos em fevereiro. O componente referente às condições atuais apresentou queda de 0,3 ponto na comparação com o mês anterior, enquanto o relativo às expectativas cresceu 0,1 ponto.

### **Mercado de trabalho**

50. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 266,4 mil postos de trabalho em março, o melhor resultado para o mês, superando em 19% o recorde anterior, em março de 2008. No acumulado dos últimos doze meses encerrados em março foram gerados 1.710,1 mil empregos formais, praticamente o dobro do registrado no período equivalente de 2009. Considerando dados dessazonalizados, houve aumento de 0,6% no nível de emprego em relação a fevereiro. Registraram-se 72,4 mil contratações na indústria de transformação, com aumentos de 0,9% no nível de emprego no mês, após ajuste sazonal dos dados, e de 3,5% no ano. O setor de serviços criou 106,4 mil vagas em março, resultando em aumentos

de 0,6% no nível de emprego mensal e de 4,6% no ano. A construção civil respondeu pela abertura de 38,6 mil vagas no mês, ampliando em 1,2% o nível de empregos no setor no mês e em 12,3% no ano, destacando-se como o setor com a maior taxa de crescimento em ambas as bases de comparação.

51. A taxa de desemprego aberto em fevereiro situou-se em 7,4%, representando aumento de 0,2 p.p. ante o mês anterior e queda de 1,1 p.p. em relação a fevereiro de 2009, conforme a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O aumento da taxa de desemprego no mês resultou do aumento de 63 mil postos na ocupação, inferior à elevação de 98 mil pessoas na População Economicamente Ativa (PEA). Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego apresentou queda de 0,3 p.p. em fevereiro, situando-se em 7,2%. Segundo a pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores apresentou crescimento mensal de 1,2% em fevereiro, relativamente a janeiro, quando registrara aumento 1,1%. A massa salarial cresceu 1,5% no mês e 4,4% em relação à observada em fevereiro de 2009.

### **Crédito e inadimplência**

52. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.452 bilhões em março, correspondente a 45% do PIB, com expansões de 1,1% no mês e de 16,8% no acumulado em doze meses. As carteiras relacionadas a recursos livres aumentaram 1,1% e 11,2%, respectivamente. Entre os segmentos de crédito com recursos livres, o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 2% no mês e 18,6% em doze meses, e o relativo às operações com pessoas jurídicas expandiu-se 0,2% e 4,6%, nas mesmas bases de comparação. Os financiamentos com recursos direcionados aumentaram 1,1% em março e 30,2% em doze meses.

53. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial diminuiu 0,1 p.p. em março, ante fevereiro, atingindo 34,2%. A taxa média anual das operações com pessoas físicas atingiu 41% no mês, 0,9 p.p. abaixo da verificada em fevereiro, e a referente a pessoas jurídicas, 26,3%, 0,4 p.p. superior à praticada no mês anterior.

54. O prazo médio das operações de crédito referencial aumentou para 396 dias, ante 388 dias em fevereiro.

Nas contratações com pessoas jurídicas, o prazo médio atingiu 287 dias, ante 280 dias em fevereiro, e nas operações com pessoas físicas, 526 dias, oito a mais que o verificado no mês anterior.

55. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, decresceu de 5,3% em fevereiro para 5,2% em março. Por segmentos, a taxa relativa às operações com pessoas jurídicas recuou 0,1 p.p., alcançando 3,6%, e a referente às pessoas físicas declinou 0,3 p.p., para 7%.

### **Ambiente externo**

56. Os indicadores econômicos divulgados desde a última reunião do Copom evidenciaram a continuidade do processo de expansão da economia global, impulsionada, principalmente, pelas economias emergentes, sobretudo no sudeste asiático. Projeções recentes do FMI revisaram o crescimento global de 2010 para 4,2% e mantiveram a expectativa para o desempenho de 2011, em 4,3%. As estimativas de crescimento para 2010 referentes aos EUA e ao Japão aumentaram, respectivamente, para 3,1% e 1,9%; enquanto para a área do euro, Reino Unido e China mantiveram-se, na ordem, em 1%, 1,3% e 10%. Para o comércio mundial, o FMI elevou a estimativa de expansão deste ano para 7%, 1,2 p.p. acima da última previsão, divulgada em janeiro.

57. Nos EUA, os indicadores de expectativas mostraram continuidade da elevação da confiança dos consumidores, enquanto os indicadores do mercado de trabalho apontaram evolução favorável, refletindo a criação líquida de postos de trabalho no primeiro trimestre do ano. A renda disponível, em contração, sugere que o crescimento do consumo no período teve como contrapartida a redução da taxa de poupança. Na Área do Euro, onde a retomada da atividade segue contida, os dados mais recentes evidenciaram que os gastos com consumo ainda não mostraram recuperação significativa e a atividade econômica da região continua sendo impulsionada, principalmente, pelo setor externo.

58. Nas maiores economias avançadas, apesar de os custos para produtores estarem respondendo à alta das *commodities*, a utilização da capacidade

instalada (UCI) ainda relativamente baixa e as taxas de desemprego elevadas mantêm reduzidos os índices de preços ao consumidor (IPC) que, nos doze meses encerrados em março, alcançaram 2,3% nos EUA; 1,4% na área do euro; e 3,4% no Reino Unido. Entre as economias emergentes, os IPCs registraram em março variações anuais de 9,6% na Turquia; 5,0% no México; e 2,4% na China. Nessa conjuntura, os bancos centrais das maiores economias maduras mantiveram inalterados os juros básicos e atuaram na administração da liquidez. Por outro lado, entre as economias emergentes, avolumam-se os sinais de redução do caráter acomodatório da política monetária, com recentes altas de juros na Índia e limitações ao crédito na China.

59. Assim como destacado na última ata do Copom, em função da deterioração fiscal, em especial na União Européia, as tensões na economia internacional permaneceram elevadas. Os spreads de CDS de cinco anos da Grécia e de Portugal elevaram-se recentemente, a despeito da declaração de apoio financeiro à Grécia assinada em meados de abril pelos países que compõem a Área do Euro. A Grécia teve a nota para a dívida de longo prazo rebaixada por uma agência de classificação de risco, e o governo grego formalizou, junto aos países que compõem a Área do Euro e ao FMI, o pedido para ativação do plano de empréstimo. No entanto, a ausência de detalhes quanto a sua implementação manteve os CDS da Grécia em patamares recordes.

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

60. A balança comercial apresentou superávit de US\$668 milhões em março, acumulando saldo positivo de US\$892 milhões no ano, ante US\$3 bilhões no primeiro trimestre de 2009. Em doze meses, o superávit atingiu US\$23,2 bilhões, com recuo de 7,5% em relação a período equivalente de 2009. No mês, as exportações somaram US\$15,7 bilhões, e as importações, US\$15,1 bilhões, valores recordes para meses de março, com expansões respectivas de 27,4% e 43,3%, sobre igual período de 2009, pela média por dia útil. A corrente de comércio alcançou US\$77,6 bilhões no trimestre, com acréscimo de 30,7% em relação ao mesmo período de 2009.

61. As reservas internacionais no conceito liquidez, que inclui o saldo das operações de empréstimo em moedas estrangeiras, alcançaram US\$244 bilhões em março, superando em US\$2,6 bilhões o saldo apurado no mês anterior. No conceito caixa, as reservas totalizaram US\$243,8 bilhões, com aumento de US\$2,7 bilhões na mesma base de comparação. As intervenções da autoridade monetária resultaram em compras líquidas de US\$3 bilhões no mercado doméstico, no mês de março.

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

62. Desde a reunião do Copom de março, a curva de juros apresentou elevação em toda a sua extensão, com aumento de inclinação. Foram fatores preponderantes para esse movimento a persistente elevação das expectativas inflacionárias, a lenta desaceleração dos índices de inflação corrente e a divulgação de dados de atividade e emprego indicando firme retomada da atividade econômica. Entre 15 de março e 26 de abril, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se, respectivamente, em 0,35 p.p., 0,52 p.p. e 0,58 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos subiram 0,55 p.p., 0,62 p.p. e 0,69 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 6,05% em 15 de março para 6,36% em 26 de abril.

63. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 16 de março a 26 de abril, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no total de R\$24,1 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações longas alcançou R\$87,8 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas de prazos de 12 a 28 dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$262,8 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 28 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou 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\$56,1 bilhões no período. O saldo diário médio

do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$487,9 bilhões, entre 26 de janeiro e 15 de março, para R\$406,7 bilhões, entre 16 de março e 26 de abril. Considerando o saldo diário das operações no período mais recente, foi registrada uma queda dos compromissos de recompra no valor de R\$139,2 bilhões, com o estoque total passando de R\$473,3 bilhões em 15 de março para R\$334,1 bilhões em 26 de abril. O principal fator condicionante da retração da liquidez no período foi o ajuste promovido nos recolhimentos compulsórios.

64. Entre 16 de março e 26 de abril, as emissões do Tesouro referentes aos leilões tradicionais

somaram R\$37,4 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$20,1 bilhões, sendo R\$13,4 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2010, 2011 e 2012 e R\$6,7 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2014 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$10,7 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2013, 2014, 2015 e 2016. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2013, 2015, 2020, 2030, 2040 e 2050, em um montante total de R\$6,6 bilhões.

## Notas da 151ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

**Data:** 08 e 09/06/2010

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (08/06) e do 20º andar (09/06) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h15 (08/06) e 16h45 (09/06)

**Horário de término:** 18h00 (08/06) e 19h40 (09/06)

### Presentes:

#### Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

#### Chefes de Departamento (presentes no dia 8)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 9)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

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 8)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas

Ricardo Franco Moura – Consultor da Diretoria

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

### Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), após se deslocar de 0,52% em março para 0,57% em abril, reduziu-se para 0,43% em maio. Com isso, a inflação acumulada nos primeiros cinco meses de 2010 alcançou 3,09%, taxa 0,89 ponto percentual (p.p.) acima da observada em igual período do ano anterior. O aumento da inflação em 2010 reflete o comportamento dos preços livres, que no acumulado do ano até maio aumentaram 3,72%. Especificamente sobre os preços livres, note-se que os preços dos bens comercializáveis, bem como os dos não comercializáveis, mostraram aceleração, com variações de 2,52% e 4,80% nos primeiros cinco meses de 2010, respectivamente, ante 1,38% e 3,12% em igual período de 2009. Por sua vez, os preços administrados registraram alta de 1,59% nos cinco primeiros meses do ano, ante

1,99% em 2009. A variação dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, atingiu 4,33% até maio e 6,78% em doze meses. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis evidencia continuidade na deterioração da dinâmica inflacionária na margem, embora a um ritmo menor.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) tiveram comportamento homogêneo entre abril e maio. O núcleo por médias aparadas com suavização elevou-se de 0,50% em abril para 0,62% em maio, assim como os núcleos por dupla ponderação (de 0,42% para 0,56%) e por exclusão (de 0,42% para 0,56%), respectivamente. No acumulado do ano até maio, o núcleo por exclusão elevou-se em 2,71%, enquanto os núcleos por médias aparadas com suavização e por dupla ponderação registraram elevação de 2,47% e de 2,48%, respectivamente. Essas variações situam-se, respectivamente, 0,20 p.p., 0,62 p.p. e 0,31 p.p. acima das taxas vigentes no mesmo período de 2009. As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 4,73%, 4,36% e 4,74% em dezembro de 2009, para o índice por exclusão, por médias aparadas com suavização e por dupla ponderação, para 4,93%, 4,99% e 5,06% em maio, respectivamente. Note-se que todas as medidas de núcleo, no critério da variação acumulada em doze meses, situam-se acima do centro da meta. Cabe notar, adicionalmente, que, apesar de o índice de difusão do IPCA ter permanecido inalterado frente a abril (60,9%), seu patamar continua a sugerir disseminação do processo de aceleração inflacionária (58,9% no mesmo mês de 2009).

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de 0,72% em abril para 1,57% em maio. No ano até maio, a variação do IGP-DI atingiu 5,12% (-0,74% no mesmo período de 2009). Sob esse critério, a aceleração do IGP-DI manifestou-se em seus três componentes. O principal, o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), atingiu 5,72% no acumulado do ano até maio (-2,29% no mesmo período de 2009). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 3,86% no mesmo período (2,54% em 2009). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da

Construção Civil (INCC) variou 4,48% (1,70% em 2009). No que se refere ao IPA-DI, a aceleração, sob esse critério de comparação, derivou tanto do comportamento dos preços agrícolas como dos industriais. Enquanto a variação do IPA industrial atingiu 5,86% (-3,46% no mesmo período de 2009), a dos preços agrícolas no atacado chegou a 5,25% (1,23% em 2009). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que 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. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2010. Os dados mostram expansão de 9,0% da atividade, sob o critério da comparação interanual, e crescimento de 2,7% ante o trimestre anterior, na série dessazonalizada. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão interanual do consumo das famílias e do governo de 9,3% e 2,0%, na ordem, e crescimento de 26,0% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), além de 39,5% na importação, ao passo que a exportação aumentou 14,5%. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto foi positiva em 11,8 p.p. no primeiro trimestre de 2010, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sobrepondo-se à contribuição negativa de 2,9 p.p. oriunda do setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, o setor de serviços teve desempenho positivo, com crescimento de 5,9%, frente ao mesmo período de 2009, enquanto a indústria cresceu 14,6% e a agropecuária, 5,1%.

5. A média móvel trimestral da taxa de crescimento da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, avançou 2,1% em março e 1,4% em abril. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 3,4% em março (revisada de 2,8%, com elevação de 0,5 p.p. no dado observado) e recuou 0,7% em abril. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção exibiu elevação de 17,4%, ante avanço de 20,2% em março. No acumulado em doze meses, a produção industrial volta a mostrar expansão em abril (2,3%),

após declínios consecutivos desde fevereiro de 2009. Apesar do recuo na comparação mês contra mês, o comportamento da série da indústria geral e de seus componentes evidencia que a produção industrial mostra trajetória de expansão, voltando aos níveis anteriores à crise de 2008, em ritmo que continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e das famílias, bem como pelas condições financeiras domésticas. Esse processo é amparado, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, as maiores contribuições positivas em abril advieram das indústrias de bens de capital, que cresceu 2,4%, e de bens de consumo duráveis, cuja expansão atingiu 0,5%. A indústria de bens intermediários avançou 0,4%. Por sua vez, a indústria de bens de consumo semiduráveis contraiu 0,8%, contribuindo para que a produção da indústria de bens de consumo declinasse 1,5% no mês, após altas de 1,4%, 2,2% e 2,5% em janeiro, fevereiro e março, respectivamente. Considerando a série trimestral, todas as categorias registram expansão: bens de capital, 4,9%; bens de consumo duráveis, 4,4%; bens de consumo semi e não duráveis, 3,5%; e bens intermediários, 2,6%. Vale ressaltar que a indústria de bens de capital apresentou crescimento de 28,7% até abril, a maior expansão entre as categorias de uso, evidenciando a retomada consistente da economia doméstica. A recuperação do dinamismo da produção industrial foi inicialmente liderada pela produção de bens duráveis, mas vem se tornando ainda mais disseminada, refletindo medidas de desoneração tributária, em processo avançado de reversão, bem como distensão nas condições financeiras e aumento da renda. O comportamento futuro da produção industrial, que não deve ser uniforme ao longo do tempo, dependerá também da evolução da confiança dos consumidores e a dos empresários, que devem continuar sendo fontes de dinamismo, à qual deverá se somar a retomada gradual da demanda externa.

7. O mercado de trabalho continua a mostrar vigor, em processo claro de expansão no ciclo econômico. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de

Emprego (PME), do IBGE, reduziu-se de 7,6%, em março, para 7,3% em abril, taxa 1,6 p.p. inferior àquela observada no mesmo mês do ano passado. Na série dessazonalizada, a taxa atingiu 6,8% em abril, ante 7,0% no mês anterior. O rendimento médio habitual apresentou estabilidade (0,1%) no mês em relação ao mês anterior, após aumento de 0,4% em março. O emprego, por sua vez, teve elevação de 3,8%, em março, e de 4,3% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 6,7% na comparação interanual em abril, e continua a se constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Ainda sobre o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade da geração de vagas no setor formal. De fato, em abril foram criados 305 mil postos de trabalho e, no quadrimestre, 962 mil. No último caso, a expansão do período foi recorde para a série histórica, iniciada em 1985. De forma idêntica, a indústria de transformação, o comércio, os serviços e a construção civil geraram os maiores saldos acumulados desde 1985. O setor mais dinâmico continua sendo a construção civil, no qual o emprego se expandiu 12,9% frente aos primeiros quatro meses de 2009.

8. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 5,0% em março, após alta de 2,2% em fevereiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 22,0% em março. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 3,0% em março, na série com ajuste sazonal, após registrar aumento de 1,6% em fevereiro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de veículos, motos, partes e peças (10,3%) e equipamentos e materiais para escritório (8,6%). Os dados do comércio ampliado têm evidenciado expansão influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de duráveis, em resposta à melhora no acesso ao crédito, à expansão da renda e a incentivos setoriais temporários concedidos pelo governo. O comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, podendo, entretanto, mostrar algum sinal de arrefecimento. Nos próximos meses espera-se que a

trajetória do comércio continue sendo beneficiada por transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela recuperação nas condições de acesso ao crédito e pela evolução da confiança dos consumidores.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sem ajuste sazonal, registrou 84,6% em maio, 5,9 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2009. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci elevou-se para 82,8% em abril (82,4% em março). O Nuci mensal da FGV com ajuste sazonal atingiu 84,9% em maio (85,1% no mês anterior), sendo a primeira queda nessa base de comparação desde fevereiro de 2009. Entre as quatro categorias de uso, as indústrias de material de construção (91,6% ante 89,4% no mês anterior) e de bens intermediários (86,5% ante 85,7% no mês anterior) registraram aumento em maio frente ao mês anterior, com a primeira atingindo novo recorde da série histórica, enquanto a segunda se encontra pouco acima da média histórica. Por outro lado, as indústrias de bens de consumo (85,4% ante 86,3% no mês anterior) e de bens de capital (82,8% ante 83,4% no mês anterior) registraram pequena retração ante o mês anterior. A tendência de redução da margem de ociosidade é resultado da expansão da atividade, não integralmente compensada pela maturação de projetos de investimento. Os dados sobre a absorção de bens de capital mostram recuperação na comparação com os mesmos períodos do ano anterior. Apesar do recuo de 0,3% em abril ante o mês imediatamente anterior, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 30,9% em relação a abril de 2009, e aumento de 28,2% no acumulado do ano. Por outro lado, a produção de insumos para a construção civil registrou virtual estabilidade (-0,1%) em abril na margem, após forte aumento de 4,0% em março. Pela série observada, houve alta de 18,2% em relação a abril de 2009, com aumento de 1,7% em doze meses. Em síntese, os dados evidenciam que as taxas de utilização da capacidade instalada apresentaram trajetória de elevação nos últimos meses, com redução de qualquer margem de ociosidade remanescente da indústria, a despeito da retomada dos investimentos. A propósito, como assinalado 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 de serviços para o adequado atendimento da demanda.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses se reduziu na margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$21,6 bilhões em maio, valor US\$4,1 bilhões inferior ao observado no mesmo período do ano passado. Esse resultado adveio de US\$169,60 bilhões em exportações e de US\$148,0 bilhões em importações, com variações de -6,5% e -4,9%, respectivamente, em relação a maio de 2009. De fato, o maior dinamismo da demanda doméstica frente à externa é relevante para a redução do superávit comercial. O comportamento das remessas de lucros e dividendos contribuiu para elevar o déficit em conta corrente acumulado em doze meses, que se deslocou de US\$31,5 bilhões em março para US\$36,2 bilhões em abril, equivalente a 2,0% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$25,1 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 1,4% do PIB.

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado por deterioração no processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais, após a intensificação dos efeitos da crise fiscal em países da Europa, com reflexos na volatilidade dos preços dos ativos. Aparentemente, a percepção de risco sistêmico ressurgiu, alimentada pela visão de que haveria interdependência entre uma eventual consolidação fiscal nas economias que se defrontam com dificuldades nessa área e os balanços de instituições financeiras. Porém, até o momento, a possibilidade de materialização de um cenário de estresse parece limitada, mas, de qualquer maneira, houve certa moderação na demanda por ativos de risco nos mercados financeiros internacionais.

12. A economia global continua mostrando recuperação em 2010, cuja intensidade poderá se acelerar em 2011, em cenário no qual a economia do G-3 (Estados Unidos, Europa e Japão) retoma certo dinamismo, embora com grande discrepância entre as regiões, e com o processo de recuperação sendo liderado pelas economias emergentes. A economia americana dá sinais de retomada, como pode ser visto, por exemplo, no término do processo de recomposição de estoques, com reflexos positivos

na atividade industrial e nas vendas no varejo, ainda que estes indicadores mostrem alguma volatilidade. Os níveis de confiança dos consumidores também avançaram, embora ainda se encontrem em patamares bem inferiores aos vigentes antes da crise de 2008. Além disso, o mercado de trabalho começa a mostrar sinais de retomada. Por sua vez, a economia japonesa continua mostrando recuperação lenta, liderada pelas exportações. Na Área do Euro, as preocupações fiscais tornam a recuperação mais incerta, o consumo das famílias não mostra sinais consistentes de reação, e a retomada econômica tende a ser mais lenta e desigual. Em suma, desde a última reunião do Copom aumentou a incerteza quanto à sustentabilidade e ao ritmo da expansão nas economias maduras, principalmente na Europa, em cenário em que medidas de estímulos são substituídas por medidas contracionistas e em que são modestas as perspectivas para a expansão do crédito. Por outro lado, em diversas economias emergentes, a atividade econômica continua em rota de expansão, apresentando, em certos casos, evidências de aquecimento em mercados de bens, serviços, fatores de produção e ativos. De fato, já há preocupação com a dinâmica da inflação em importantes economias emergentes. Nesse contexto, após período de flexibilização agressiva, a política monetária segue inalterada em diversos países, e nas economias menos afetadas pela crise internacional, que se recuperaram mais rápida e intensamente, a adoção de posturas de política monetária restritivas já teve início.

13. Os preços do petróleo, tanto no mercado à vista quanto no futuro, mostraram algum arrefecimento – embora a volatilidade continue elevada – desde a última reunião deste Comitê. De fato, a incerteza que envolve esses preços segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, em contexto de retomada assimétrica da economia mundial, das maiores incertezas quanto à recuperação da economia européia, da perspectiva de evolução da oferta global, condicionada pelo ritmo de maturação de investimentos no setor, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Não obstante, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2010. Cabe

assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais do petróleo pode, eventualmente, se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Note-se que medidas de redução de liquidez na China podem ter efeito sobre o preço das *commodities*. Registre-se, também, que os preços de *commodities* agrícolas, que têm impacto particularmente importante na evolução dos custos alimentares, apresentaram alguma redução desde a reunião anterior do Comitê. Por outro lado, o minério de ferro, importante insumo na cadeia produtiva do setor industrial, vem apresentando aumento significativo de preço, embora tenha havido redução em maio. Agentes do mercado esperam que haja nova alteração no seu valor contratual.

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

14. 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) projeta-se reajuste de 0% para a gasolina e para o gás de bujão, para o acumulado em 2010;
- b) no tocante às projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2010, a primeira foi mantida em 1,6%, enquanto a segunda se elevou para 1,5%, ante 0,7% considerados na reunião de abril;
- c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2010 foi mantida em 3,6%, mesmo valor considerado na reunião de abril, segundo o cenário de referência. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,27% do total do IPCA de maio;
- d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 foi mantida em 4,4%, segundo o cenário de referência. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de

preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 86 p.b. e de 25 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e 2011, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, a hipótese de trabalho levada em conta nas projeções é o cumprimento da meta para o superávit primário de 3,3% do PIB em 2010. Considera-se ainda a possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 1,12 p.p., em virtude da implementação dos projetos vinculados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), dos quais 0,44 p.p. corresponde à conta de restos a pagar de 2009. Além disso, admite-se que o superávit primário em 2011 retornaria, sem ajustes, ao patamar de 3,3% do PIB. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

16. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 elevou-se de 5,41% para 5,64%. Para 2011, a mediana das expectativas de inflação se manteve em 4,80%.

17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,85 R\$/US\$ e da taxa Selic em 9,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, e se mantém sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta 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 2010 também se elevou, e se mantém sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção se reduziu em relação ao valor considerado na reunião de abril, mas se mantém sensivelmente acima do valor central da meta. No cenário de mercado, a projeção se elevou, e se posiciona acima do valor central da meta.

## Implementação da política monetária

18. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nos mercados internacionais, a aversão ao risco se elevou desde a última reunião do Comitê, devido a preocupações com dívidas soberanas de países europeus. Apesar de a liquidez nos mercados internacionais haver diminuído, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em linha com aversão ao risco maior e liquidez mais escassa, os preços de certas *commodities* de ativos brasileiros recuaram. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços evidencia pressões inflacionárias em economias relevantes. Nessa conjuntura, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica se revela mais ambígua, conquanto persista incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de piora das condições financeiras internacionais. O Copom avalia que esse cenário pode se deteriorar, a depender da dinâmica que tomar o quadro de desconfiança dos participantes de mercado em relação à solvência de algumas economias européias, mas, por outro lado, reconhece não ser esse o cenário central com que trabalha. Independentemente de como evoluírem esses aspectos da conjuntura internacional, o Comitê reafirma sua visão de que o principal desafio da política monetária é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

19. O Copom entende que os indicadores divulgados desde a última reunião reforçam a percepção de existência de pressões sobre o mercado de fatores, o que aumenta a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumenta também o risco de repasse de pressões de alta de custos para os preços no atacado e destes para os preços ao consumidor. O Comitê pondera que a materialização desses repasses, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores. A propósito, essas e outras variáveis fazem parte do conjunto de informação

que é levado em conta no processo de geração das projeções de inflação do Banco Central, que constituem elemento central no julgamento que o Comitê faz sobre o cenário inflacionário prospectivo. Cabe registrar que o comportamento da demanda doméstica tem exercido certa pressão sobre os preços dos itens não comercializáveis, como os serviços, o que, a julgar pela perspectiva de evolução dos principais fatores de sustentação da demanda agregada, pode ter continuidade. De qualquer modo, o Comitê reafirma o compromisso de que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

20. O Copom considera importante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. Dessa forma, a análise de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, no cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar valores correntes e passados para essa variável. O cenário prospectivo, a rigor, sofreu certa deterioração no início deste ano, uma dinâmica que teve continuidade desde a última reunião. Isso ocorreu independentemente de contribuições pontuais e sazonais para a elevação dos preços ao consumidor, bem como dos movimentos dos preços de alguns ativos domésticos.

21. As perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis, como evidenciado pelos dados sobre o comércio, utilização da capacidade na indústria e mercado de trabalho. Essa avaliação também é sustentada pelos sinais de continuidade da expansão da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas; pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados; e pelo crescimento da renda. O dinamismo da atividade doméstica também deverá ser favorecido, entre outros fatores, pelos impulsos fiscais, pelas políticas dos bancos oficiais e, em menor escala, pelo ritmo de recuperação da atividade global. Com a economia brasileira em novo ciclo de expansão, essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que há defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação.

22. Para o Copom, os riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno se circunscrevem essencialmente ao âmbito interno, por exemplo, os derivados da expansão da demanda doméstica, em contexto de virtual esgotamento da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. A propósito, evidências do estreitamento do mercado de fatores vêm da aceleração dos ganhos reais de salários no passado recente em alguns segmentos e de maiores pressões de preços ao produtor. Com efeito, esses desenvolvimentos podem exacerbar um quadro que já evidencia a presença de descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

23. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público; ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. De outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo prazo. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, o que exige que eventuais desvios em relação à trajetória de metas sejam prontamente corrigidos. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

24. O Comitê considera que a economia se encontra em novo ciclo de expansão, avaliação essa corroborada pelas informações divulgadas desde sua última reunião, ainda que persistam incertezas, que deverão ser dirimidas ao longo do tempo, sobre o ritmo desse processo. Os sinais de aquecimento da economia se manifestam, por exemplo, na trajetória dos núcleos de inflação e das expectativas de inflação, nos indícios de escassez de mão-de-obra e na elevação dos custos dos insumos. Em particular, nesse período, as projeções

de inflação consideradas pelo Comitê mostraram ligeira deterioração no cenário prospectivo. O Copom considera que essa deterioração deva ser contida e, para tanto, precisam ser revertidos os sinais de persistência do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas, que, em última instância, tendem a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Em tais circunstâncias, a postura de política monetária deve ser ajustada, por um lado, porque contribui para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por outro, porque evita que pressões de preços originalmente isoladas determinem uma deterioração persistente do cenário prospectivo para a inflação.

25. Em suma, a despeito da reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a recente crise financeira internacional, desde a última reunião permaneceram elevados os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Por outro lado, cabe destacar que, nesse mesmo período, desenvolvimentos externos introduziram certa dose de cautela nas análises sobre o cenário prospectivo. De qualquer maneira, prevaleceu o entendimento entre os membros do Comitê de que competiria à política monetária agir de forma incisiva para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

26. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias ao cenário prospectivo da economia, para assegurar a convergência da inflação à trajetória de metas, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,25% a.a., sem viés.

27. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado a suas projeções. A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, estímulos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres,

e deverão contribuir para a consolidação da expansão da atividade e, conseqüentemente, para a redução de qualquer margem residual de ociosidade dos fatores produtivos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de parcela substancial das iniciativas tomadas durante a recente crise financeira internacional, os da mudança de postura da política monetária e os do agravamento da crise fiscal porque passam diversos países europeus. Esses elementos são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vista a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

28. Houve consenso entre os membros do Comitê sobre a necessidade de se adequar o ritmo do ajuste da taxa básica de juros à evolução do cenário inflacionário prospectivo, bem como ao correspondente balanço de riscos, de forma a limitar os impactos causados pelo comportamento da inflação corrente sobre a dinâmica subjacente dos preços.

29. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 20 de julho de 2010, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 18.927, de 9 de outubro de 2009.

## Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

### Inflação

30. O IPCA cresceu 0,43% em maio ante 0,57% em abril, registrando a menor variação mensal desde dezembro de 2009. A variação acumulada do indicador atingiu 3,09% nos cinco primeiros meses do ano, ante 2,20% em igual intervalo de 2009, enquanto, considerados períodos de doze meses, o índice aumentou 5,22% em maio, ante 5,26% em abril.

31. A desaceleração mensal registrada na variação do IPCA traduziu o impacto mais acentuado da retração, de 0,75% para 0,47%, observada no âmbito dos preços livres, em relação ao proporcionado pela aceleração, de 0,14% para 0,33%, registrada na variação dos preços monitorados. A segmentação do IPCA revela que sua variação mensal em maio traduziu, em grande

parte, as contribuições das elevações observadas nos grupos habitação, 0,10 p.p.; despesas pessoais, 0,08 p.p.; e saúde e cuidados pessoais, 0,08 p.p. O índice de difusão atingiu 60,94%, registrando estabilidade em relação a abril e situando-se acima de 60% desde novembro de 2009.

32. As variações das três medidas de núcleo registraram, em maio, aceleração mensal e em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização apresentou elevação mensal de 0,62%, ante 0,50% em abril, acumulando, na ordem, 4,99% e 4,80% nos períodos de doze meses finalizados em maio e no mês anterior. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,56% em maio, ante 0,42% em abril, acumulando elevações em doze meses de 4,93% e 4,91%, respectivamente. O núcleo de dupla ponderação cresceu 0,56% em maio, ante 0,42% em abril, acumulando 5,06% e 4,98% nos períodos de doze meses encerrados em maio e no mês anterior.

33. O IGP-DI variou 1,57% em maio, ante 0,72% em abril, acumulando alta de 5,12% no ano e de 4,38% em doze meses. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) registrou variação de 2,06% em maio, refletindo os aumentos assinalados nos produtos agropecuários, 0,19%, e nos industriais, 2,66%, enquanto, considerado o período de doze meses encerrado em maio, aumentou 3,77%, refletindo as elevações respectivas de 4,79% e 0,71% observadas nos preços dos produtos industriais e agropecuários. A variação do IPC-Br apresentou desaceleração de 0,76% em abril para 0,21% em maio, acumulando 5,28% em doze meses. O INCC variou 1,81% em maio, ante 0,84% em abril, acumulando 6,07% em doze meses. O núcleo do IPC-Br, repetindo a evolução mensal observada em abril, cresceu 0,47% em maio, acumulando 4,16% em doze meses.

### **Atividade econômica**

34. O PIB cresceu 2,7% no primeiro trimestre de 2010, em relação ao trimestre encerrado em dezembro de 2009, quando registrara aumento de 2,3%, na mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. O resultado refletiu as expansões respectivas de 2,7%, 4,2% e 1,9%

observadas na agropecuária, na indústria e no setor de serviços. Sob a ótica da demanda, ressaltou-se o crescimento trimestral de 7,4% registrado nos investimentos, enquanto os consumos das famílias e do governo cresceram, na ordem, 1,5% e 0,9%, ratificando a importância da demanda interna para a retomada da atividade econômica. As exportações e as importações aumentaram, respectivamente, 1,7% e 13,1% no trimestre. Consideradas variações acumuladas em quatro trimestres, o PIB cresceu 2,4% no período, interrompendo uma sequência de dois resultados negativos, nesse tipo de comparação.

35. As vendas do comércio ampliado, após registrarem crescimentos mensais de 1,7% em janeiro e de 2,2% em fevereiro, elevaram-se, na mesma base de comparação, 5% em março, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Ocorreram aumentos das vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a veículos, motos, partes e peças – influenciados pelo impacto do último mês de vigência da redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre o setor – 10,3%; e a equipamentos e materiais para escritório, 8,6%. Em sentido inverso, as vendas relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo assinalaram recuo mensal de 0,8% em março. A média das vendas realizadas no trimestre encerrado em março aumentou 5,5% em relação ao trimestre encerrado em dezembro.

36. Considerados dados observados, as vendas de março cresceram 22% ante igual mês de 2009, acumulando aumentos de 15,5% no ano e de 9,6% nos últimos doze meses. A expansão em relação a março do ano anterior decorreu de crescimentos generalizados nas vendas em todos os setores abordados na pesquisa, com ênfase nos relativos a equipamentos e materiais para escritório, 35,4%; veículos e motos, partes e peças, 32,4%; e móveis e eletrodomésticos, 25,7%. Da mesma forma, a expansão acumulada no trimestre resultou de elevação setorial generalizada das vendas, ressaltando-se as assinaladas nos segmentos equipamentos e materiais para escritório, 29,9%; móveis e eletrodomésticos, 21,6%; e veículos e motos, partes e peças, 20,7%. A análise da evolução do comércio varejista nos períodos de doze meses encerrados em março de 2010 e do ano anterior

revela que apenas as vendas de material de construção recuaram, 1,5%, contrastando com os crescimentos observados nas associadas a veículos e motos, partes e peças, 14,6%; equipamentos e materiais para escritório, 14%; artigos farmacêuticos e médicos, 12,1%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 10,4%.

37. O número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e ao Sistema Usecheque registraram recuos mensais respectivos de 2,1% e 0,4% em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), relativos à capital paulista. Considerados dados observados, os indicadores mencionados registraram aumentos respectivos de 7,7% e 6,6%, nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, e variações, na ordem, de -4% e 4,5% no período de doze meses encerrado em abril, em relação a igual intervalo de 2009.

38. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, assinalaram recuo mensal de 1,5% em maio, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. Registraram-se, no mês, retrações nas vendas de ônibus, 19,4%, e de automóveis, 4,1%, enquanto as relativas a caminhões e a comerciais leves registraram elevações respectivas de 4,1% e 4%. As vendas totais em maio assinalaram aumentos respectivos de 1,6%, 14,6% e 17,4% em relação a igual mês de 2009, no acumulado no ano e em doze meses.

39. As importações de bens de capital decresceram 2,5% em abril, em relação a março, de acordo com o índice de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. Considerados períodos de doze meses, o indicador cresceu 7,9% em abril, registrando desaceleração acentuada em relação aos resultados observados em março, 17%, e em fevereiro, 25,7%. Ainda em abril, as importações de bens de capital cresceram 13,8% em doze meses e recuaram 9,9% no ano, em relação a períodos correspondentes de 2009.

40. A produção de bens de capital registrou crescimento mensal de 2,4% em abril, de acordo

com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, com ênfase nas expansões observadas nos segmentos bens de capital para fins industriais seriados, 6,2%; equipamentos de transporte, 5,2%; e equipamentos para o setor de energia elétrica, 3,2%. Os demais segmentos registraram retração no mês, ressaltando-se as relativas a peças agrícolas, 15%, e bens de capital para fins industriais não seriados, 7,3%. A produção de bens de capital aumentou 36,3% em relação a abril de 2009, destacando-se os aumentos assinalados nos segmentos bens de capital para a construção, 208,5%; bens agrícolas, 46,5%; e bens para fins industriais seriados, 42,9%. A produção de insumos para a construção civil registrou recuo mensal de 0,1% e expansão interanual de 18,2%. A produção de bens de capital registrou crescimento de 28,7% nos quatro primeiros meses de 2010, em relação a igual período de 2009, com ênfase no aumento de 211,3% no segmento bens para o setor de construção.

41. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) atingiram R\$146,5 bilhões no período de doze meses encerrado em abril, elevando-se 58% em relação a igual intervalo do ano anterior. Considerados os quatro primeiros meses do ano, os desembolsos mencionados aumentaram 34% em relação a igual período de 2009, ressaltando-se as destinações de recursos aos setores de infraestrutura, 39% do total liberado no quadrimestre; industrial, 30%; comércio e serviços, 21%; e agropecuário, 10%.

42. A produção industrial assinalou recuo mensal de 0,7% em abril, segundo dados dessazonalizados da PIM, do IBGE, movimento associado, em especial, à retração de 0,8% observada na indústria de bens de consumo semi e não duráveis, sensibilizada pelo recuo de 10,9% experimentado pelo setor de bebidas. As demais categorias de uso registraram resultados favoráveis no mês, ressaltando-se o desempenho da indústria de bens de capital, citado anteriormente. A produção industrial aumentou 17,4% em relação a abril de 2009, refletindo, em especial, o desempenho das categorias de bens de capital, 36,3%; bens de consumo duráveis, 20,9%; e bens intermediários, 17,8%. Considerados períodos de doze meses, a indústria assinalou expansão de 2,3% em abril, em relação a igual intervalo do ano anterior, movimento

decorrente das elevações respectivas de 8,8%, 2,2% e 2% observadas nas indústrias de bens de consumo duráveis, bens intermediários e bens semi e não duráveis, neutralizadas, em parte, pelo recuo de 3,7% registrado na produção de bens de capital.

43. O faturamento real da indústria de transformação assinalou recuo mensal de 0,4% em abril, ante expansão de 2,8% em março, segundo estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil (Depec). No mesmo período, o emprego e as horas trabalhadas apresentaram relativa estabilidade. Em comparação com o mesmo mês de 2009, esses indicadores registraram aumentos respectivos de 12,7%, 5,4% e 8,3%.

44. Ainda segundo a CNI, o Nuci atingiu 82,4% em abril, 3,6 p.p. acima do nível observado em igual período de 2009. Considerando dados dessazonalizados, o Nuci de abril registrou crescimento mensal de 0,5 p.p., enquanto o Nuci médio do trimestre encerrado nesse mês aumentou 1 p.p. em relação ao observado no trimestre finalizado em janeiro.

45. A produção de automóveis atingiu 309,6 mil unidades em maio, assinalando elevação mensal de 0,5%, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor acumulou aumentos de 20,7% nos primeiros cinco meses e de 13,7% em doze meses, em relação aos respectivos patamares de 2009. As vendas de automóveis das montadoras, refletindo a retração de 13,4% assinalada no mercado interno e o aumento de 23,5% observado nas exportações, registraram recuo mensal de 5,3% em maio. No acumulado do ano e em doze meses, as vendas no mercado interno registraram expansões respectivas de 7,4% e 14,2%, e as direcionadas ao exterior, aumentos de 78,6% e 2,5%.

46. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de maio, divulgado pelo IBGE, estimou que a safra de grãos de 2010 deverá registrar aumento anual de 8,8%, totalizando 145,8 milhões de toneladas. A expansão projetada para o ano incorpora as perspectivas de elevações nas produções de soja, 19,6%; trigo, 3,8%; e milho, 3,7%, em oposição aos recuos estimados para as safras de arroz, 10,8%, e feijão 5,5%.

## Expectativas e sondagens

47. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), após registrar dois recuos mensais consecutivos, cresceu 0,5% em maio, atingindo 152,9 pontos, de acordo com a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP). A trajetória mensal do ICC em maio refletiu o impacto mais acentuado do aumento de 4,3% observado no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea), em relação ao inerente à retração de 1,8% registrada no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC). O ICC cresceu 21,6% em relação a maio de 2009.

48. A Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, divulga o ICC de abrangência nacional. Esse indicador assinalou expansão mensal de 0,6% em maio, atingindo 116,1 pontos, resultado da elevação de 2,9 pontos, para 128,4 pontos, no Índice da Situação Atual (ISA) e do recuo de 0,4 p.p., para 109,6 pontos, no Índice de Expectativas (IE). O ICC cresceu 12,9% em relação a maio de 2009, registrando-se aumentos de 26,4% no ISA e de 5,8% no IE.

49. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da FGV, registrou elevação mensal de 0,7% em maio, para 116,1 pontos, terceiro resultado mais elevado da série, considerados dados dessazonalizados. Essa evolução refletiu as variações assinaladas no ISA, -0,7%, e no IE, 2,3%. O ICC aumentou 33,5% em relação a maio de 2009, resultado dos crescimentos registrados no ISA, 34%, e no IE, 33,1%. Pela mesma sondagem, o Nuci dessazonalizado atingiu 84,9% em maio, patamar 0,2 p.p. inferior ao registrado em abril e 1,1 p.p. superior ao verificado em janeiro.

## Mercado de trabalho

50. Segundo o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 962,3 mil postos de trabalho formais nos quatro primeiros meses de 2010, dos quais 305,1 mil em abril, resultado mais expressivo, no período, desde o início da série, em janeiro de 1985. Registraram-se, no quadrimestre, gerações líquidas de empregos formais recordes em todos os segmentos da economia, atingindo 346,5 mil no setor de serviços, 287,4 mil na indústria de transformação, 166,1 mil na construção civil e 74

mil no comércio. A análise mensal revela que o setor de serviços registrou a criação de 96,6 mil postos em abril, seguindo-se a indústria de transformação, 83,1 mil; e a construção civil, 38,4 mil. Adicionalmente, foram gerados 1.909 mil empregos no período de doze meses encerrado em abril, resultado 2,7% superior ao assinalado em igual período de 2009.

51. A taxa de desemprego aberto atingiu 7,3% em abril, recuando 0,3 p.p. em relação ao mês anterior e 1,6 p.p. em doze meses, de acordo com a PME, do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. A redução mensal refletiu o aumento de 0,4% observado na ocupação, ante expansão de 0,2% da População Economicamente Ativa (PEA), enquanto a retração anual decorreu de crescimentos respectivos de 3,4% e 2%, nas variáveis mencionadas. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego recuou 0,2 p.p. no mês, atingindo 6,8%, representando a quarta redução mensal consecutiva e o menor percentual da série histórica. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou aumentos de 0,1% no mês e de 2,3% em doze meses, e a massa salarial, expansões respectivas de 0,4% e 6,7%.

### **Crédito e inadimplência**

52. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.468 bilhões em abril, 45,2% do PIB, elevando-se 1,1% no mês e 17,6% em doze meses. A carteira relativa a recursos livres registrou aumentos respectivos de 0,9% e 11,7%, nas bases de comparação mencionadas, ressaltando-se que o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1,2% no mês e 18,2% em doze meses, e o relativo às operações com pessoas jurídicas, 0,6% e 5,8%, respectivamente. Os financiamentos com recursos direcionados assinalaram aumentos de 1,6% em relação a março e de 31,6% em doze meses, com ênfase nas expansões respectivas de 3,2% e 50,5% registradas nos financiamentos habitacionais.

53. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,1 p.p. em abril, para 34,3%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram 41,1% e 26,3%, respectivamente, registrando, na ordem, elevação mensal de 0,1 p.p. e estabilidade.

54. O prazo médio das operações de crédito referencial atingiu 404 dias em abril, ante 399 em março, reflexo dos aumentos respectivos de sete dias e de um dia observados nos prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, que se situaram, na ordem, em 538 dias e em 287 dias.

55. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, recuou de 5,1% em março para 5% em abril. Por segmentos, a taxa relativa às operações com pessoas jurídicas manteve-se estável, em 3,6%, e a referente às pessoas físicas declinou de 7% em março para 6,8% em abril.

### **Ambiente externo**

56. As tensões nos mercados financeiros internacionais elevaram-se desde a última reunião do Copom. A aprovação de amplo conjunto de medidas para recuperar a estabilidade financeira da Europa aparentemente não foi suficiente para tranquilizar os participantes de mercado. A aversão ao risco aumentou, os índices de bolsas de valores de diversos países recuaram e o euro atingiu o menor valor em quatro anos frente ao dólar dos EUA. Em contrapartida, em função da busca de ativos percebidos como de menor risco, recuaram os rendimentos associados aos títulos públicos de algumas das maiores economias maduras.

57. Os dados disponíveis sugerem que a economia global continua em recuperação, influenciada pelos EUA, Ásia e América Latina, no entanto, em ambiente de elevada incerteza. Entre os países do G-3, EUA e Japão registraram crescimentos trimestrais anualizados respectivos de 3% e 4,9% no primeiro trimestre de 2010, enquanto a Área do Euro cresceu 0,8%. Nos EUA, os indicadores mais recentes para vendas no varejo, produção industrial e contratação de empregados seguiram apontando para uma evolução positiva da atividade. Na Área do Euro, o consumo interno permanece fragilizado, e a expansão da atividade econômica ao longo do primeiro trimestre decorreu da contribuição positiva da variação de estoques. Na China, embora o Índice de Gerentes de Compras (PMI) da Manufatura de maio tenha apontado desaceleração, os principais indicadores econômicos continuam apontando manutenção de elevado crescimento econômico no país.

58. A inflação se mantém em níveis modestos nos EUA e na Área do Euro – a variação anual dos índices de preços ao consumidor (IPC), em abril, atingiu 2,2% nos EUA e 1,5% na Área do Euro. No Japão, o IPC anual mantém-se em deflação há quinze meses, tendo registrado, em abril, variação de -1,2%. Nesse contexto, os bancos centrais do G-3 mantiveram o caráter acomodatório das políticas monetárias. A persistência de elevadas taxas de desemprego e de ociosidade dos fatores de produção em conjunção com expectativas inflacionárias ancoradas deverão contribuir para a manutenção dessa postura por período de tempo mais prolongado do que se antecipava. Nas economias emergentes que se encontram em expansão, as pressões dos preços já apareceram – em abril, a variação anual do IPC atingiu 2,8%, 4,3% e 10,2%, respectivamente, na China, México e Turquia. A exemplo de China, Índia e Malásia, na Ásia, e de Brasil e Peru na América Latina, as autoridades monetárias das economias emergentes tendem a alterar, ainda em 2010, a postura de suas políticas monetárias.

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

59. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$3,4 bilhões em maio, maior valor mensal observado desde junho de 2009, acumulando resultado positivo de US\$5,6 bilhões nos cinco primeiros meses do ano. Ressalte-se que esse desempenho, 39,6% inferior ao assinalado em igual período do ano anterior, mostra-se consistente com o processo de retomada acentuada da atividade observado na economia brasileira. As exportações totalizaram US\$17,7 bilhões e as importações, US\$14,3 bilhões, com expansões respectivas de 47,7% e de 52,3%, relativamente a igual período de 2009. No acumulado do ano, as exportações e as importações apresentaram crescimentos respectivos de 29,9% e 44%, em relação a igual período de 2009.

60. As reservas internacionais, nos conceitos liquidez e caixa, totalizaram US\$249,8 bilhões, em maio, com elevações respectivas de US\$10,8 bilhões e de US\$11,3 bilhões no ano. Os dois conceitos igualaram-se à liquidação integral do estoque de operações de empréstimos em moedas estrangeiras, em maio. Nos cinco meses de 2010, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio atingiram US\$12,1 bilhões.

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

61. Após a reunião do Copom de abril, observou-se uma redução na inclinação da curva de juros doméstica. As taxas de curto prazo apresentaram elevação, influenciadas pela divulgação de dados indicando crescimento robusto da economia brasileira e pela manutenção das expectativas de inflação acima da trajetória de metas. O recrudescimento da crise na Europa e o maior pessimismo quanto à recuperação da economia global, por outro lado, foram determinantes para o recuo das taxas de longo prazo. Entre 26 de abril e 7 de junho, as taxas de juros de um, de três, de seis meses e de um ano elevaram-se, respectivamente, em 0,82 p.p., 0,70 p.p., 0,40 p.p. e 0,05 p.p. As taxas para os prazos de dois e de três anos recuaram 0,40 p.p. e 0,66 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 6,36% em 26 de abril para 6,46% em 7 de junho.

62. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 27 de abril a 7 de junho, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no valor de R\$21,4 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo alcançou R\$92,9 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas de prazos entre 12 e 29 dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$183,6 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 28 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um e de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$64,1 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$406,7 bilhões, entre 16 de março e 26 de abril, para R\$340,6 bilhões, entre 27 de abril e 7 de junho. Considerando o saldo diário das operações no período mais recente, foi registrada uma elevação dos compromissos de recompra no valor de R\$26,1 bilhões, com o estoque total passando de R\$334,1 bilhões, em 26 de abril, para R\$360,1 bilhões,

em 7 de junho. O principal fator condicionante da expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

63. Entre 27 de abril e 7 de junho, as emissões do Tesouro referentes aos leilões tradicionais somaram R\$27,7 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$19,5 bilhões, sendo R\$16,6 bilhões em Letras do Tesouro Nacional

(LTN) com vencimentos em 2010, 2011 e 2012 e R\$2,9 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2014 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$5,0 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2014 e 2016. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2013, 2015, 2020, 2030, 2040 e 2050, em um montante total de R\$3,2 bilhões.