

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em setembro de 2010. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2012 e para o crescimento do PIB até o final de 2011. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 10,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 7 e 8 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,70/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem, nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até a data de corte de 10 de dezembro de 2010.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente até a supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA, após atingir 4,31% em 2009, 1,59 p.p. inferior à observada em 2008, voltou a subir em 2010. No acumulado do ano até novembro, o IPCA registrou variação de 5,25%, taxa 1,32 p.p. acima daquela verificada em igual período do ano passado. A inflação acumulada em doze meses passou de 4,22% em novembro de 2009, para 4,49% em agosto, e para 5,63% em novembro deste ano, valor superior ao centro da meta para a inflação (4,5%). Dessa forma, embora a inflação tenha arrefecido entre junho e agosto, a dinâmica inflacionária apresentou deterioração significativa nos últimos meses.

O aumento da inflação em 2010 foi determinado pela variação nos preços livres. De fato, enquanto os preços monitorados acumularam em doze meses, até novembro, variação de 3,39%, os preços livres aumentaram 6,59%. No conjunto dos preços livres, destaca-se a variação nos preços dos itens comercializáveis (6,04%), influenciada pela dinâmica recente da inflação de alimentos, cujo patamar se aproxima da inflação verificada nos itens não comercializáveis (7,09%). Evidenciando o dinamismo da demanda doméstica, a inflação do setor de serviços vem sistematicamente se mantendo em patamar superior à dos preços livres. Por exemplo, em doze meses até novembro, a variação dos preços dos serviços atingiu 7,36% (ante 6,42% no mesmo período de 2009). Por sua vez, a variação nos preços administrados tem contribuído de forma positiva para a dinâmica inflacionária de 2010, pois se posiciona abaixo do valor central da meta para a inflação desde abril.

Assim como a inflação plena, as três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostram aumento da inflação em 2010 e, em particular, se elevaram nos últimos três meses. No acumulado em doze meses, o núcleo por exclusão (IPCA-EX), que havia se deslocado de 5,72% em dezembro de 2008 para 4,73% em dezembro de 2009, aumentou para 5,30% em novembro deste ano. De modo similar, a variação do núcleo de médias aparadas com suavização (IPCA-MS), que atingira 4,82% em dezembro de 2008 e havia recuado para 4,38% em dezembro de 2009, alcançou 5,52% no acumulado do ano até novembro. Por sua vez, a inflação medida pelo núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP), que atingira 6,06% em dezembro de 2008 e havia recuado para 4,73% em dezembro de 2009, atingiu 5,32% em novembro. Importa notar ainda que todas as medidas de núcleo encontram-se acima da meta para a inflação e apresentaram dinâmica bem menos favorável no passado recente.

Cabe notar, adicionalmente, que após atingir 58,85% em novembro de 2009, o índice de difusão do IPCA avançou para 67,19% em novembro de 2010 – percentual ainda inferior ao de janeiro de 2010 (68,75%). Note-se que, com o índice de difusão nesse patamar, as evidências suportam a hipótese de aceleração dos preços.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, após forte redução em 2009 (-1,43% ante 9,10% em 2008), atingiu 10,88% no acumulado de 2010, até novembro. De modo similar, a variação acumulada em doze meses foi de 10,75% em novembro de 2010, após queda de 1,76% no mesmo período de 2009. A forte aceleração do índice em 2010 advém, principalmente, do seu principal componente, o IPA-DI, cuja variação em doze meses foi de 13,29% em novembro. Por origem, preços de produtos agropecuários apresentaram variação de 23,86%, e os de produtos industriais, 9,90%. Os outros dois componentes do IGP-DI, o Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI) e o INCC, variaram 5,73% e 7,16%, respectivamente, na mesma base de comparação. Com relação à variação do INCC acumulada em doze meses, verificou-se elevação em todos os onze meses de 2010, destacando-se as variações de 5,48% no item materiais, equipamentos e serviços, e de 9,01% no custo da mão de obra, no acumulado até novembro. Assim, todos os componentes do IGP-DI registram inflação significativa. Conforme destacado em Relatórios 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.

O IBC-Br incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Após apresentar taxas de crescimento positivas em todos os meses de janeiro de 2009 até abril de 2010, o IBC-Br se mostrou estável de maio a agosto, com variação de apenas 0,2%, mas voltou a apresentar crescimento significativo, 0,7% em setembro, evidência de que o período de arrefecimento mais intenso da atividade se esgotou.

A produção industrial aumentou 0,4% em outubro, na comparação com setembro, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. A média móvel trimestral da produção industrial registrou crescimento de 0,1%, considerando o período de julho a outubro, próximo ao valor registrado para o

período de junho a setembro (0,2%). As reduzidas taxas de crescimento indicam certa acomodação da atividade industrial no passado recente. Isso contrasta com os números para o acumulado em doze meses. De fato, sob esse critério de comparação, em outubro, a produção mostrou expansão com aceleração pela sétima vez consecutiva, de 11,8%, ante 11,2% em setembro. Na comparação com dezembro de 2008, quando a produção industrial registrou o maior declínio durante a crise de 2008/2009, a recuperação até outubro foi de 24,5%.

Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a maior contribuição em outubro, em relação ao mês anterior, foi a variação de 2,8% na produção de bens de consumo duráveis, com ligeiro recuo da produção nos setores de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, de bens intermediários e de bens de capital (-0,1%, -0,1%, e de -0,2%, respectivamente). Considerando a média móvel trimestral, apenas na categoria bens de consumo houve crescimento em outubro, de 0,2% (0,6% no setor de duráveis e 0,2% no setor de semiduráveis e não duráveis), com redução de 0,9% no caso de bens de capital e de 0,5% no de bens intermediários. Cabe ressaltar que, apesar de o indicador para a atividade na indústria de bens de capital haver apresentado redução na margem, o crescimento no acumulado do ano até outubro alcança 24,0%, na comparação com o mesmo período do ano anterior, maior expansão entre as categorias de uso. Isso evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

As taxas de utilização da capacidade instalada mostram ligeiro recuo, mas permanecem em patamares elevados. A reduzida margem de ociosidade é resultado da expansão recente da atividade econômica, ainda não compensada totalmente pela maturação dos investimentos. De fato, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, com ajuste sazonal, atingiu 84,5% em novembro, ante 85,2% em outubro. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci de outubro se manteve estável em 82,2%, ante 81,9% em setembro e 82,1% em agosto. Note-se que a absorção de bens de capital apresentou queda de 5,8% em outubro, com relação ao mês anterior. Na comparação do acumulado do ano até outubro, o aumento é de 29,4%, evidenciando desaceleração da absorção de bens de capital. Essa desaceleração está sendo determinada, em grande parte, pelas variáveis do setor externo. Enquanto as importações cresceram 7,4% no terceiro trimestre em relação ao trimestre anterior, 1,2 p.p. abaixo da média do

seu crescimento nos quatro trimestres anteriores, de acordo com a série dessazonalizada do IBGE, a exportação cresceu 0,6 p.p. acima da média do seu crescimento nos quatro trimestres anteriores. A produção de insumos para a construção civil registrou ligeira elevação em outubro, de 0,8% em relação ao mês anterior, e, no acumulado em doze meses, a expansão foi de 12,2%. O indicador de nível de estoques da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV, livre de influências sazonais, atingiu 78,9 em janeiro de 2009, o menor nível desde julho de 2003 (78,0). Na retomada pós-crise, em junho de 2010, o indicador atingiu 103,0, recuou em setembro (100,1) e em outubro (99,3), mantendo certa estabilidade em novembro (101,2). Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização seguiram com ligeiro recuo, mas em patamares elevados nos últimos meses, evidenciando margem estreita de ociosidade da indústria, a despeito da retomada dos investimentos.

Diferentemente da produção industrial, o volume de vendas no comércio ampliado vem apresentando significativo crescimento na margem, ao longo de 2010. O volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento positivo em todos os meses do segundo quadrimestre de 2010, acumulando alta de 4,8%. Por outro lado, no que se refere à atividade, no mesmo período, a produção industrial recuou 0,9% e o IBC-Br mostrou certa estabilidade. Dessa forma, a acomodação da atividade industrial não teve correspondência no comércio, cujo dinamismo se reflete, por exemplo, na importação de bens de consumo não duráveis, com alta de 8,1% no *quantum*, entre o segundo e primeiro quadrimestre (dados dessazonalizados pelo Banco Central). Para os próximos trimestres, o comércio deve continuar a ser beneficiado pelo crescimento da massa salarial real, pela expansão do crédito e pela confiança dos consumidores.

As últimas informações referentes ao PIB evidenciam que a economia cresce em ritmo menor do que o verificado no início do ano. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, o crescimento foi de 9,3%, 9,2% e 6,7%, respectivamente. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, o PIB aumentou 2,3%, 1,8%, e 0,5%, nos três primeiros trimestres de 2010, respectivamente, na comparação com os trimestres imediatamente anteriores. Na mesma base de comparação, a indústria cresceu 3,6% e 2,0% nos dois primeiros trimestres e recuou 1,3% no terceiro. De modo similar, a produção agropecuária apresentou, respectivamente, taxas de 3,2%, 2,1% e -1,5%. O setor de serviços se mostrou mais estável, com taxas de 1,5%, 1,2% e 1,0%, na ordem, para os três primeiros trimestres. Sob a ótica da demanda, o setor externo contribuiu negativamente

para o crescimento do produto em 2010, em razão do forte crescimento das importações, que variaram 8,8%, 5,9%, e 7,4%, ao passo que as exportações cresceram 6,9%, 0,1%, e 2,4%, frente a trimestres imediatamente anteriores. Dentre as contribuições dos demais componentes da demanda para o crescimento do PIB de 2010, destaques para a contribuição do consumo das famílias – com maior participação no agregado e crescimento de 1,6%, 0,9% e de 1,6% – e para a da FBCF, com crescimento de 4,0%, 4,3% e de 3,9%, respectivamente. Em suma, a demanda doméstica, impulsionada pela expansão do crédito, do emprego e da renda, tem sido o principal fator de sustentação da atividade e deve continuar evoluindo favoravelmente nos próximos trimestres.

De fato, após haver crescido 9,1% em 2008 e 5,9% em 2009, as vendas reais do comércio varejista aumentaram substancialmente em 2010 – 11,1% no acumulado do ano até outubro – segundo o IBGE, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Em doze meses até outubro, essas vendas cresceram 10,7%, com destaque para o acentuado aumento das vendas no segmento equipamento e material para escritório, informática e comunicação (21,3%) e de móveis e eletrodomésticos (17,2%). O comércio varejista ampliado, que inclui veículos e motos, partes e peças e material de construção, segmentos mais sensíveis às condições de crédito, também apresenta forte desempenho. Cresceu 12,0% em doze meses até outubro, impulsionado tanto pelas vendas de veículos e motos, partes e peças, cuja expansão alcançou 14,1%, quanto pelas vendas de material de construção, com crescimento de 13,9%.

O mercado de trabalho tem desempenhado papel importante no ciclo atual da economia. O desemprego, medido pela taxa de desocupação no total das seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa mensal do IBGE, vem recuando nos últimos oito anos. Em outubro de 2003 era de 13,0%, e no mesmo mês dos anos seguintes, até 2010, situou-se em: 10,5%, 9,6%, 9,8%, 8,7%, 7,5%, 7,5%, e 6,1%. A última taxa registrada em 2010, 6,1% em outubro, representa o mínimo histórico da série iniciada em março de 2002. Na análise regional, cinco das seis regiões pesquisadas apresentaram desemprego em mínimo histórico em setembro ou outubro desse ano. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada, que era de R\$763,02 em outubro de 2002, também apresentou dinâmica favorável nos últimos oito anos, atingindo máximo histórico de R\$1.515,40 em outubro de 2010, valores a preços de 2010. O número total de pessoas ocupadas nas seis regiões também apresentou crescimento robusto desde o início da série, passando de

18,1 milhões em outubro de 2002 para 22,3 milhões em outubro de 2010. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, após quedas intensas no fim de 2008 e no início de 2009, a geração de postos voltou a se expandir de forma bastante robusta em 2010. Segundo dados divulgados pelo MTE, no acumulado do ano até outubro, foram criados 2,41 milhões de postos, expansão de 107% em relação ao mesmo período de 2009, representando o maior saldo acumulado de janeiro a outubro desde a criação da série. Dessa forma, a massa salarial real atingiu novo recorde em outubro, expandindo 10,7%, na comparação com mesmo mês de 2009, 13,9%, na comparação com 2008, e 34,2%, na comparação com 2002.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito para as famílias – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais conquistados nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. Após serem adversamente afetadas pela crise de 2008/2009, as condições de crédito retornaram a padrões mais favoráveis e, assim, impulsionaram o volume de financiamentos em 2010. No acumulado do ano até outubro, o saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres, medido em reais, cresceu 14,4%. No mesmo período, o crédito habitacional, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento de 40,2%. De modo geral, os indicadores de inadimplência têm se mantido em patamares compatíveis com a fase do ciclo. De fato, a participação do saldo em atraso superior a 90 dias sobre o saldo total de crédito com recursos livres e referenciais para taxas de juros passou de 5,8% em outubro de 2009 para 4,7% em outubro de 2010.

Apesar de ter baixa participação na demanda agregada, quando comparado ao consumo, o elevado crescimento do investimento tem contribuído para a sustentação da atividade econômica no período pós-crise. Cabe destacar que, do terceiro trimestre de 2009 ao terceiro trimestre de 2010, a FBCF se expandiu 10,1%, 7,5%, 4,0%, 4,3% e 3,9%, respectivamente, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. Adicionalmente, a perspectiva de novos investimentos de larga escala, coordenados pelo setor público, como no caso do setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, favorece as expectativas dos agentes econômicos e a manutenção da elevada expansão da FBCF.

O volume total de crédito às pessoas jurídicas cresceu 20,9% em outubro de 2010, na comparação com

mesmo mês do ano anterior, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R\$901,3 bilhões. A expansão do crédito foi favorecida pelos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R\$347 bilhões em outubro de 2010, incremento de 32,4% em relação ao mesmo período de 2009. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$142,6 bilhões nos doze meses encerrados em novembro, com destaque para a emissão de R\$120,3 bilhões da Petrobras no mês de setembro, maior valor já registrado na bolsa brasileira. Por sua vez, os lançamentos de debêntures (excluindo as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil), após atingirem R\$6,3 bilhões em 2008 e R\$11,1 bilhões em 2009, alcançaram R\$16,3 bilhões no acumulado de dezembro de 2009 a novembro de 2010.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado em doze meses da balança comercial, após apresentar estabilidade em 2009, recuou em 2010, registrando US\$17,1 bilhões em novembro, com redução de 33% em relação ao saldo observado no mesmo período do ano anterior, reflexo do crescimento das importações superior ao das exportações.

Após recuar 2,5% em 2008 – a primeira retração desde 1996 – e 10,7% em 2009, o *quantum* exportado voltou a crescer, 6,2%, na comparação de outubro de 2010 em relação ao mesmo período do ano anterior. A retomada da demanda externa, ainda que lenta e gradual, impactou positivamente o preço médio das exportações, que subiu 23,3% na mesma base de comparação, após declinar 13,4% em 2009. Já o *quantum* importado aumentou 24,9% em outubro de 2010 ante o mesmo período do ano anterior, após contrair 17,4% em 2009. O preço médio das importações, depois de cair 10,5% em 2009, aumentou 3,8% em outubro, na comparação com o mesmo mês de 2009.

O comportamento das remessas de lucros e dividendos, de US\$23,1 bilhões no acumulado do ano até outubro, vem contribuindo para elevar o déficit em conta corrente. O déficit acumulado em doze meses aumentou de US\$47,3 bilhões, em setembro, para US\$48,0 bilhões em outubro, equivalente a 2,4% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$36,1 bilhões em doze meses até outubro, o equivalente a 1,8% do PIB, o que resultou em necessidade de financiamento externo de 0,6% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram elevadas, em parte alimentadas pelo aumento da liquidez global e pelas perspectivas de que esse processo possa eventualmente se acentuar. Embora a percepção de risco sistêmico tenha diminuído, cresceram as preocupações com dívidas soberanas de países europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que persistiram dúvidas quanto à sustentabilidade da recuperação da economia americana. Em relação aos preços das *commodities*, nota-se que o índice de preços do CRB se encontra em patamar alto, e mais, recentemente apresenta certa estabilidade.

No que diz respeito ao ritmo da atividade econômica global, permanece a perspectiva de recuperação relativamente lenta, mas com menor possibilidade de reversão e com assimetria acentuada entre os países com respeito ao ritmo de crescimento. A recuperação tem sido liderada por um grupo de países emergentes cujo ritmo de expansão é ancorado primordialmente no crescimento da demanda doméstica e, em casos específicos, no setor exportador. A recuperação econômica também continuou nos Estados Unidos e na Europa, ainda que de forma gradual e com fortes assimetrias regionais. A Zona do Euro, em particular, vive situações distintas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua bastante forte na Alemanha. Já a Irlanda concluiu negociações para um pacote de assistência financeira da Comunidade Europeia, do Fundo Monetário Internacional (FMI) e de fontes bilaterais, totalizando 85 bilhões de euros. As taxas de inflação têm permanecido em níveis baixos nos países do G3, a despeito das ações de política econômica de caráter fortemente expansionista, tanto no lado fiscal como no lado monetário. Os Estados Unidos e o Japão anunciaram novos programas de afrouxamento monetário desde o último Relatório. Nos mercados emergentes, de certa forma, as pressões inflacionárias têm se generalizado. Destaca-se a elevação da taxa de juros promovida pelo banco central chinês, após longo período de estabilidade, bem como o aumento do requerimento de depósitos compulsórios.

O preço do petróleo voltou a patamares superiores a US\$80. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados para 2011. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via

Gráfico 6.1 – Evolução das expectativas de mercado e das metas referentes à inflação doze meses à frente

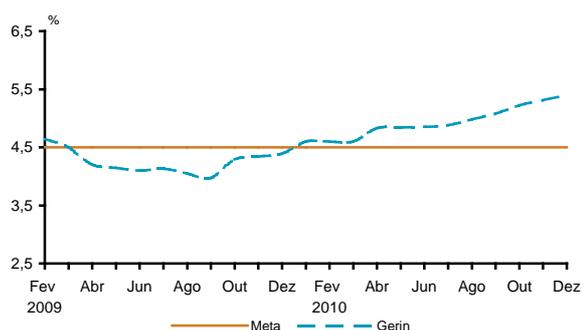
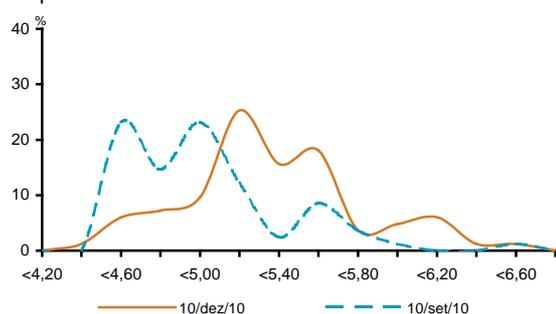


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2011

Frequência relativa



cadeia produtiva do setor petroquímico, ou pelo canal de expectativas. Entre as demais *commodities*, observou-se forte alta nos preços dos metais desde o último Relatório. Ainda que persista elevada incerteza sobre o comportamento de preços de *commodities* e de ativos em contexto de volatilidade nos mercados financeiros e de moedas, a dinâmica recente dos preços internacionais de *commodities* pode exercer pressões sobre a inflação doméstica no curto prazo.

Entre 10 de setembro e 10 de dezembro de 2010, a mediana das expectativas do mercado para a taxa de crescimento do PIB desse ano se elevou de 7,42% para 7,61%. A mediana das expectativas para a inflação se deslocou de 4,97% para 5,85% (2010), e de 4,90% para 5,21% (2011). Para 2012, posiciona-se em 4,50%. Houve também ligeira elevação na dispersão das expectativas de inflação para doze meses à frente, com o desvio-padrão passando de 0,43% para 0,46%. De modo geral, desde a divulgação do último Relatório, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2010, e aumento para 2011, conforme ilustra o Gráfico 6.2.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, o cenário prospectivo contempla, do lado externo, recuperação ainda lenta da atividade econômica global, com menor possibilidade de reversão e, do lado doméstico, expansão econômica moderada. O balanço de riscos associado ao cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente desde a divulgação do último Relatório. Isso se manifesta, por exemplo, na elevação nas projeções de inflação informadas ao Banco Central pelos analistas de mercado, bem como nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção.

No âmbito externo, o principal risco inflacionário advém do comportamento dos preços das *commodities*, risco este que, desde a divulgação do último Relatório, tem se exacerbado pelo processo, ainda em curso, de aumento da liquidez global.

O recente aumento de preços no atacado tem relação estreita com a alta dos preços das *commodities* no mercado internacional. Especialmente no caso das agrícolas, os preços aceleraram fortemente no trimestre setembro/novembro, o que alterou negativamente o cenário apresentado no último Relatório de Inflação. Tal alteração em certa medida foi antecipada pelo Comitê e, de fato, parte substancial da elevação dos preços das *commodities* já foi incorporada aos preços ao consumidor. Ainda assim, um risco que se apresenta é de que as pressões oriundas do mercado de *commodities* perdurem, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos, o que, aliás, ocorreu em episódio recente.

A perspectiva para a evolução dos preços das *commodities*, inclusive petróleo, segue bastante incerta, dependente da evolução da demanda, em contexto de retomada assimétrica da economia mundial e de substancial volatilidade nos mercados financeiros internacionais. Especificamente sobre *commodities* agrícolas, as perspectivas para os preços são de elevação, dados os sinais de que pode ocorrer contração na oferta.

As compras de produtos externos tendem a arrefecer as pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, competem com produtos produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos processos de aumentos de preços. Em segundo lugar, reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos e, dessa forma, contribuem para o arrefecimento de pressões de custos e, por conseguinte, de seus eventuais repasses para os preços ao consumidor.

Em relação à recuperação da economia mundial, assim como no Relatório anterior, o cenário central contempla hipótese de recuperação relativamente lenta da atividade, com assimetria acentuada entre os blocos econômicos, mas com menor possibilidade de reversão.

Do lado interno, o Comitê avalia que persistem riscos de descompasso entre crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta, ainda que se tenha observado ritmo menos intenso de expansão da demanda e aceleração das importações. Os mercados de fatores – em especial o de trabalho – apresentam-se com estreita margem de ociosidade, um fator de risco importante e que pode se agravar pela presença, na economia, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. Há também o risco de que os expressivos aumentos de preços recentemente registrados no atacado continuem a repercutir sobre os preços

ao consumidor. Nesse contexto, outro risco relevante é o de que o aumento recente da inflação – forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços dos alimentos, por sua vez, decorrente de choques de oferta domésticos e externos – seja transmitido ao cenário prospectivo.

Depois de acentuada queda no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009, os investimentos têm se expandido sistematicamente acima do crescimento do PIB. Como resultado, a taxa de investimento – proporção da FBCF em relação ao PIB – tem se recuperado de forma vigorosa, embora ainda se encontre em nível inferior ao verificado antes da crise de 2008/2009. A combinação de ritmo menos intenso de crescimento da demanda agregada e de recuperação dos investimentos tem se manifestado em valores mais estáveis para o Nuci Industrial, o qual vinha em processo de contínuo crescimento ao longo de 2009 e no início deste ano.

As elevadas taxas de crescimento do PIB este ano, em parte, refletem o efeito do carregamento estatístico decorrente das taxas de crescimento registradas no segundo semestre de 2009. De modo geral, entretanto, as perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica seguem favoráveis, a rigor, em compasso menos intenso do que o observado no início deste ano. Essa avaliação é sustentada, entre outros, pelos sinais de que a expansão da oferta de crédito tende a persistir – embora em ritmo ainda mais moderado após a recente adoção de medidas macroprudenciais – tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas; pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de alguma acomodação na margem; e pela trajetória recente dos níveis de estoques em alguns setores industriais. Cabe adicionar, ainda, o vigor do mercado de trabalho, os efeitos remanescentes dos estímulos fiscais e das políticas dos bancos oficiais e, em escala menor, a retomada da atividade global.

Um risco importante advém do mercado de trabalho. O nível de emprego tem crescido de forma vigorosa e gerado as mais baixas taxas de desemprego desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002). O rendimento médio real, depois de oscilar ao longo de 2009, tem crescido desde o início do ano, de modo particular, no setor público. Um aspecto crucial, nessas situações, é a possibilidade de que o aquecimento no mercado de trabalho leve à concessão de aumentos nominais dos salários em níveis não compatíveis com o crescimento da produtividade, que, em ambiente de demanda aquecida,

tendem a ser repassados aos preços ao consumidor. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, evidencia que moderação salarial constitui elemento chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

O Copom entende que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase automáticos de reajuste, *de jure* e/ou *de facto*, que contribuem para prolongar no tempo pressões inflacionárias observadas no passado. Como se sabe, mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduzem a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. De modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o “ponto de partida” da taxa de inflação em ciclos de recuperação econômica e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo.

Potenciais repercussões sobre os preços ao consumidor da elevação recente dos preços no atacado também devem ser monitoradas. As evidências indicam a presença de defasagens entre variações de preços ao produtor e seu eventual repasse para os preços ao consumidor – como detalhado em box do Relatório de Inflação de março de 2010. Dessa forma, presumivelmente, parcela dos efeitos da recente escalada dos preços ao produtor ainda estaria por ser transmitida aos preços ao consumidor. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna, e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

Outra fonte de preocupação está no comportamento das expectativas de inflação, as quais têm apresentado dinâmica desfavorável nos últimos meses. Especificamente, o risco associado está na possibilidade de que o movimento recente de alta na inflação influencie ainda mais as expectativas de inflação, tornando essa dinâmica mais persistente.

No que se refere à política fiscal, a recuperação da atividade econômica, liderada pela expansão da demanda doméstica, e a reversão de parcela substancial da desoneração tributária que havia sido introduzida para enfrentar a crise econômica, criam perspectivas favoráveis à concretização de um cenário de recuperação das contas públicas. Nesse contexto, dadas as informações disponíveis, o Copom avalia

que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. Neste ponto, importante destacar que o Comitê reafirma que seu cenário prospectivo central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais e parafiscais.

A dinâmica do mercado de crédito também merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação, quanto por riscos macroprudenciais que pode originar. O dinamismo do mercado de crédito no Brasil tem sido intenso e tem determinado crescimento persistente da relação crédito/PIB. Como ressaltado no box “Poder da Política Monetária no Brasil”, constante do Relatório de junho de 2010, esse aprofundamento do mercado de crédito, entre outros fatores, deve ter contribuído para ampliar o poder da política monetária no Brasil. Por outro lado, o Copom avalia que a moderação da expansão do mercado de crédito, de modo particular das operações direcionadas, constitui um elemento importante para que se concretize seu cenário central. Em relação ao quadro vigente no último Relatório, prevalece a visão de que houve substancial aumento na probabilidade de concretização dessa hipótese de moderação da expansão do mercado de crédito, haja vista a introdução de iniciativas macroprudenciais.

No que se refere a riscos macroprudenciais, cumpre destacar que a expansão do crédito tem ocorrido em ambiente de redução das taxas de inadimplência, que, por sua vez, em parte decorre da posição da economia no ciclo.

O Comitê avalia que ações macroprudenciais recentemente adotadas contribuem favoravelmente para o cenário prospectivo e que as mesmas se inserem em um processo abrangente, que inclui, entre seus objetivos, a reversão de estímulos introduzidos para contrabalançar os efeitos sobre a economia brasileira da crise de 2008/2009. Junto a outras iniciativas, constituem sequência que visa adequar as condições financeiras domésticas ao ambiente pós-crise, caracterizado pelo contraste entre os cenários prospectivos para os principais blocos. O Comitê ressalta que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária e que a importância desse vínculo tende a crescer com o aprofundamento do mercado de crédito, fenômeno este observado no Brasil nos últimos anos. Entretanto, pondera que não há respaldo para

que esses dois conjuntos de instrumentos sejam vistos como substitutos perfeitos, pois divergem, entre outros aspectos, no alcance e nos mecanismos de transmissão. Ao compartilhar a visão de que a atitude dos bancos em relação à tomada de riscos é um dos canais de transmissão da política monetária, o Copom entende que, nas circunstâncias que prevaleciam no início de dezembro, ações macroprudenciais deveriam preceder ações convencionais de política monetária. Note-se, além disso, que, mesmo quando a conjuntura exige o recurso aos dois instrumentos, a boa prática recomenda que as primeiras precedam as últimas.

Em suma, desde o último Relatório, no âmbito externo, injeções extraordinárias de liquidez e seus reflexos de certa forma imediatos e generalizados sobre preços de ativos, em especial, *commodities*, apontam menor probabilidade de reversão do ainda lento processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Por outro lado, revelam influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, os efeitos remanescentes do ajuste na taxa Selic ainda não foram inteiramente incorporados à dinâmica dos preços. Adicionalmente, medidas macroprudenciais recentemente anunciadas – um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda – ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Em que pese esses recentes desdobramentos, observou-se a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade, mas em magnitude superior à que se antecipava. Embora incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade das pressões recentes, o balanço de riscos atual se mostra bem menos favorável à concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas, do que o observado no último Relatório.

Nesse contexto, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés, nas reuniões de outubro e dezembro.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 10 de dezembro de 2010 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio

constante no horizonte de previsão em R\$1,70/US\$, e a meta para a taxa Selic em 10,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de dezembro – ante R\$1,75/US\$ e 10,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de setembro de 2010. A projeção para a variação, em 2010, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, no cenário de referência, é de 3,4%, 0,2 p.p. inferior ao valor considerado no último Relatório. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2010, nas hipóteses de variação de 1,6% nos preços da gasolina; de 1,7% nos preços do gás de bujão; de 2,8% nos preços da eletricidade; e de 0,4% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, no cenário de referência, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 4,0% para 2011 e de 4,4% para 2012, ante 4,4% e 4,5% no Relatório de setembro de 2010.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pela Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média se reduziram, em comparação com os valores divulgados no Relatório de Inflação de setembro de 2010. Para o último trimestre de 2010, passaram de R\$1,77/US\$ para R\$1,70/US\$ e, para o último trimestre de 2011, de R\$1,81/US\$ para R\$1,75/US\$. Para o quarto trimestre de 2012, as expectativas projetam taxa de câmbio média de R\$1,80/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas, em geral, elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2010, a taxa média se manteve em 10,75% a.a., enquanto, para o último trimestre de 2011, deslocou-se de 11,75% a.a. para 12,25% a.a. Para o quarto trimestre de 2012, as expectativas indicam taxa Selic média de 10,92% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 81 p.b., 161 p.b. e 80 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (10,75% a.a.), no quarto trimestre de 2010, 2011 e de 2012, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 3,4% e de 4,1% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2010 e em 2011, respectivamente, e de 4,5% para 2012.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento da meta para

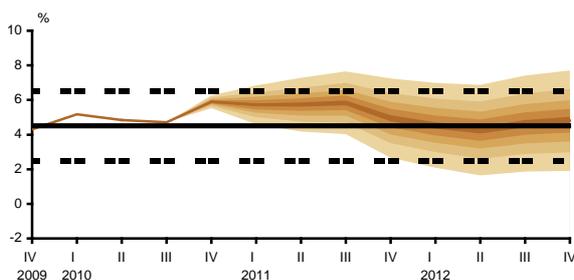
o superávit primário de 3,1% do PIB em 2010, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,90 p.p., em virtude da implementação de projetos vinculados ao PAC. Além disso, admite-se que o superávit primário retornaria, sem ajustes, ao patamar de 3,0% do PIB em 2011 (conforme parâmetros constantes no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias) e ao de 3,1% em 2012.

Cabe informar ainda que, no conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados dos recolhimentos compulsórios recentemente anunciados.

Com base nos pressupostos acima, utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (10 de dezembro de 2010), foram construídas as projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 10,75% a.a. (cenário de referência)

Leque de inflação



Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 10,75% a.a. (Cenário de referência)

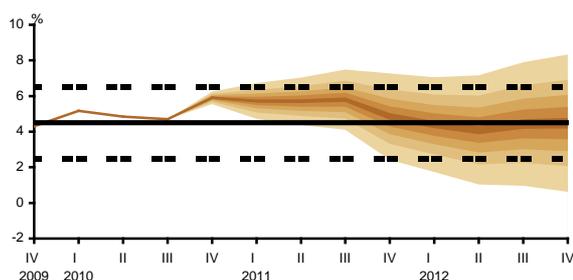
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2010 4	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	5,9
2011 1	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0	6,2	5,7
2011 2	5,1	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	5,7
2011 3	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	5,8
2011 4	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	5,0
2012 1	3,5	4,0	4,3	4,7	5,1	5,5	4,5
2012 2	3,2	3,6	4,1	4,5	4,9	5,3	4,3
2012 3	3,5	4,0	4,4	4,8	5,3	5,8	4,6
2012 4	3,6	4,1	4,6	5,0	5,5	6,0	4,8

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,9% em 2010, percentual 0,9 p.p. maior do que o projetado no Relatório de setembro de 2010 e superior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Conforme ilustra o Gráfico 6.3, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central da meta até o final de 2011, quando alcança 5,0%, e oscila em torno da meta nos trimestres posteriores. De acordo com os números constantes da Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses se encontra em 5,9% no quarto trimestre de 2010. Para 2011, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 5,7% no primeiro trimestre, desloca-se para 5,8% no terceiro, mas recua e encerra o ano em 5,0%. Nesse cenário, a projeção se encontra em 4,5% no primeiro trimestre de 2012, volta a recuar para 4,3% no segundo e se eleva, encerrando o ano em 4,8%. O recuo da projeção de inflação para 2011 e 2012, em comparação a 2010, reflete, em parte, o fato de as expectativas de inflação para 2011 e 2012 se posicionarem em níveis abaixo dos associados ao ano corrente, bem como a recuperação do superávit primário e a incorporação dos efeitos estimados do recolhimento compulsório. Cabe informar, ainda, ser residual a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2010, segundo o cenário de referência. Para 2011, essa probabilidade encontra-se em torno de 13%.

No cenário de mercado, a previsão de 5,9% para a inflação em 2010 é igual à associada ao cenário de referência

Gráfico 6.4 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros ^{1/}

Período	Intervalo de probabilidade					Projeção central	
	50%		30%		10%		
2010 4	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0	5,9
2011 1	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0	6,1	5,7
2011 2	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0	6,3	5,7
2011 3	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2	6,5	5,8
2011 4	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	4,8
2012 1	3,3	3,8	4,2	4,6	5,0	5,5	4,4
2012 2	2,8	3,4	3,9	4,3	4,8	5,4	4,1
2012 3	3,0	3,6	4,2	4,7	5,2	5,8	4,4
2012 4	2,9	3,6	4,2	4,8	5,4	6,1	4,5

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com a Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de setembro de 2010

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2010 III	4,7	4,7
2010 IV	5,0	5,0
2011 I	4,4	4,5
2011 II	4,4	4,4
2011 III	4,7	4,7
2011 IV	4,6	4,6
2012 I	4,7	4,6
2012 II	4,4	4,3
2012 III	4,4	4,3

e 0,9 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Conforme se pode inferir do Gráfico 6.4 e da Tabela 6.2, as projeções para a inflação acumulada em doze meses, seguindo padrão semelhante ao observado no cenário de referência, oscilam em patamares superiores à meta até o final de 2011, quando se posiciona em 4,8%, mas recuam ao longo de 2012 e encerram o ano em 4,5%. Nesse cenário, a projeção parte de 5,9% no quarto trimestre de 2010, recua para 4,8% no último trimestre de 2011 e atinge 4,5% no quarto trimestre de 2012. Segundo o cenário de mercado, tal como no de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2010 é residual e, em 2011, situa-se em torno de 13%.

Assim como verificado no último Relatório, as dinâmicas das projeções nos dois cenários considerados se aproximam em 2011, haja vista que o efeito da diferença entre as trajetórias para a taxa de juros compensa, em grande parte, o efeito da diferença entre as respectivas trajetórias de taxa de câmbio. Em 2012, o distanciamento entre as projeções nos cenários de referência e de mercado se deve, essencialmente, ao efeito defasado – em virtude dos mecanismos de transmissão da política monetária – do aumento da taxa Selic considerado nas projeções no cenário de mercado. Outro aspecto a se destacar é que, de modo geral, as projeções para a inflação se elevaram em comparação aos números constantes do último Relatório, ainda assim, aproximam-se do valor central da meta ao final do horizonte considerado.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – estas últimas constantes da Tabela 6.3 – mostra, para o cenário de referência, elevação nas projeções no último trimestre de 2010 e ao longo de 2011, refletindo, em parte, o aumento das expectativas de inflação para 2010 e 2011 e as taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevaletentes por ocasião da publicação do último Relatório. No cenário de mercado, as mudanças nas projeções também refletem esses movimentos. Em relação a 2012, em ambos os cenários, há redução das projeções para a inflação, em relação ao Relatório de setembro de 2010, nos dois primeiros trimestres de 2012, e pequeno aumento das projeções no terceiro trimestre.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o quarto trimestre de 2012, e a trajetória de metas. Até novembro de 2010, os valores referem-se à inflação ocorrida, e, a partir de então, as

Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses

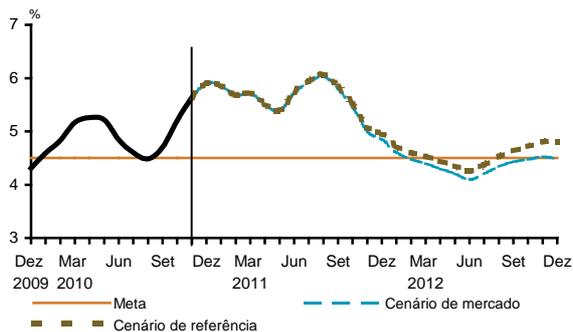
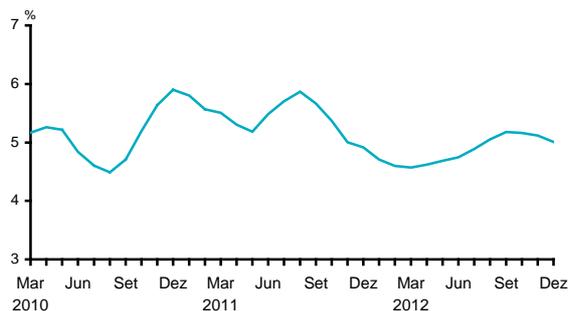
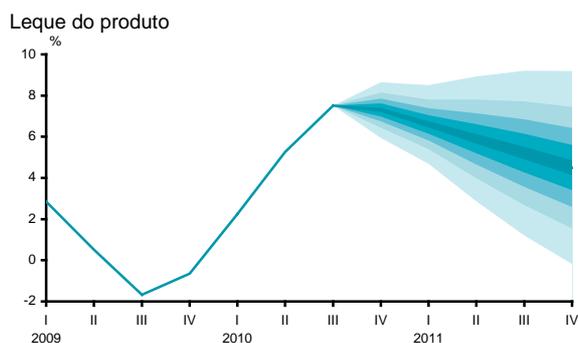


Gráfico 6.6 – Projeção de inflação: modelos VAR



Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).
Média das projeções dos modelos.

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 10,75% a.a. Cenário de referência



trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. As projeções observam oscilação conjunta dos dois cenários acima do valor central da meta em 2011. No cenário de referência, a trajetória indica redução da inflação acumulada em doze meses ao longo do primeiro semestre de 2012, com pequena elevação no segundo, enquanto, no cenário de mercado, a trajetória, após redução até o segundo trimestre de 2012, direciona-se para o valor central da meta ao final do horizonte de projeção.

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VARs) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.6. Até novembro de 2010, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Quando comparadas com os dados do Relatório anterior, assim como nas projeções para os cenários de referência e de mercado, nos modelos VAR observa-se elevação das previsões para a inflação acumulada em doze meses ao longo de 2011. No tocante ao primeiro semestre de 2012, as previsões se reduzem em comparação com dados do Relatório anterior, e novamente se elevam a partir do terceiro trimestre de 2012. As previsões dos modelos VAR se reduzem ao longo do primeiro trimestre de 2012, em comparação com 2011, mas se elevam no segundo e no terceiro trimestres e tendem para a média incondicional da inflação, ficando abaixo da inflação de 2010.

Em resumo, tanto no cenário de referência, quanto no cenário de mercado, as projeções incorporam os efeitos estimados da recente elevação dos compulsórios e de um esforço fiscal. Ainda assim, nos dois casos, os valores projetados se posicionam acima da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para a inflação em 2011. Importante destacar que, no regime de metas para a inflação, desvios em relação à meta, na magnitude dos implícitos nessas projeções, sugerem necessidade de implementação, no curto prazo, de ajuste na taxa básica de juros, de forma a conter o descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e a capacidade produtiva da economia, bem como de reforçar a ancoragem das expectativas de inflação.

O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o

crescimento do PIB previsto para 2010 se manteve em 7,3%, mesmo valor projetado no Relatório de Inflação de setembro de 2010. Em parte, essa taxa reflete o efeito do carregamento estatístico decorrente das taxas de crescimento verificadas no segundo semestre de 2009. O Comitê avalia que a economia tem se deslocado para uma trajetória mais condizente com o equilíbrio de longo prazo e, para 2011, projeta taxa de crescimento de 4,5%.

Projeções de Preços Administrados

Para fins de análise e de previsões da taxa de inflação, comumente se faz, entre outras, a divisão do conjunto de preços que compõem o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em preços livres e administrados por contrato e monitorados (“preços administrados”). Para esse e outros propósitos, preços administrados são aqueles estabelecidos por contrato, por órgão público ou agência reguladora e, geralmente, são menos sensíveis a condições de oferta e de demanda. Atualmente, o conjunto de preços administrados é composto por 28 itens que representam cerca de 30% da cesta total que compõe o IPCA¹, conforme dados da Tabela 1.

Tendo em vista a importância desses preços para a condução da política monetária, com o objetivo de fornecer informação atualizada sobre os modelos atualmente em uso pelo Banco Central, o objetivo deste box é descrever a estratégia para projeção dos preços administrados, a qual é objeto de atualização constante. Deve-se ressaltar que, além dos modelos aqui descritos, na construção de cenários para o comportamento futuro dos preços administrados também se leva em consideração a análise de especialistas do Banco Central, especialmente para o horizonte de curto prazo. As informações proporcionadas pelas projeções desses preços, juntamente às geradas por outras ferramentas econométricas, constituem insumos importantes para o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom).

1/ Conforme explicitado nos boxes “Alteração na Composição do Grupo de Produtos com Preços Administrados por Contratos e Monitorados no IPCA” e “Preços Administrados por Contratos e Monitorados na Composição do IPCA: Atualização da Pesquisa de Orçamentos Familiares” divulgados no Relatório de Inflação de dezembro de 2005 e no de março de 2006, respectivamente, a classificação de preços administrados pode ser modificada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) por razões analíticas ou de política econômica. Em 2006, por exemplo, a composição dos preços administrados foi alterada, com a inclusão dos produtos farmacêuticos, gás veicular e multa de trânsito; e a exclusão dos itens álcool combustível, imposto predial e transporte público – navio.

Tabela 1 – Composição dos Preços Administrados

Itens	Peso no IPCA (%)*	Peso no ADM (%)	Frequência de reajuste**	Autoridade reguladora***
Derivados de petróleo	5,49%	18,77%		
Gasolina	3,94%	13,47%	Irregular	ANP
Gás de Bujão	1,19%	4,07%	Irregular	ANP
Gás Veicular	0,10%	0,36%	Irregular	ANP
Gás Encanado	0,10%	0,33%	Irregular	Estados
Óleo Diesel	0,08%	0,27%	Irregular	ANP
Óleo	0,08%	0,26%	Irregular	ANP
Transporte público e pedágio	6,57%	22,44%		
Ônibus Urbano	3,84%	13,10%	Irregular	Municípios
Ônibus Intermunicipal	1,20%	4,08%	Irregular	Estados
Ônibus Interestadual	0,37%	1,27%	Anual	ANTT
Táxi	0,32%	1,10%	Irregular	Municípios
Avião 1/	0,34%	1,15%	Irregular	–
Metrô	0,26%	0,90%	Irregular	Municípios
Trem	0,10%	0,36%	Irregular	Municípios
Ferry-Boat	0,01%	0,04%	Irregular	Municípios
Barco	0,00%	0,01%	Irregular	Municípios
Pedágio	0,12%	0,43%	Anual	Estados
Energia Elétrica Residencial	3,24%	11,06%	Anual	Aneel
Água	1,63%	5,56%	Anual	Municípios
Saúde	6,36%	21,73%		
Plano de Saúde 2/	3,50%	11,94%	Anual	ANS
Produtos Farmacêuticos	2,87%	9,79%	Anual	CMED
Comunicações	4,82%	16,45%		
Telefone Fixo	3,25%	11,09%	Anual	Anatel
Telefone Celular	1,29%	4,42%	Anual	Anatel
Telefone Público	0,23%	0,80%	Anual	Anatel
Correio	0,04%	0,15%	Irregular	Governo Federal
Outros	1,17%	4,00%		
Emplacamento e Licença	0,72%	2,45%	Irregular	Estados
Jogos de Azar	0,38%	1,30%	Irregular	Governo Federal
Multa	0,07%	0,24%	Irregular	Contran
Cartório	0,00%	0,01%	Irregular	Estados
	29,28%	100,00%		

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

* Pesos referentes ao mês de outubro de 2010.

** Frequência aproximada nos últimos anos.

*** Deve-se ressaltar que a natureza da regulação no tocante a reajustes das tarifas varia entre as diversas agências. Algumas, como a ANS e Anatel, determinam o percentual de reajuste máximo a ser aplicado nos bens e serviços por elas regulamentados, enquanto a ANP tem como papel garantir a competição no mercado.

1/ Os preços das passagens aéreas são livres, mas são incluídos na categoria administrados porque o transporte aéreo no Brasil é concessão pública.

2/ O reajuste anual é distribuído ao longo do ano no cálculo da variação do item no IPCA.

Anatel – Agência Nacional de Telecomunicações

Aneel – Agência Nacional de Energia Elétrica

ANP – Agência Nacional de Petróleo

ANS – Agência Nacional de Saúde

ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres

CMED – Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos

Contran – Conselho Nacional de Trânsito

Gráfico 1 – Variação 12 meses dos preços livres e preços administrados



O Gráfico 1 mostra a variação percentual acumulada para os grupos de preços livres e de preços administrados desde janeiro de 1999. Após o período entre 1999 e o início de 2007, no qual se verificaram variações dos preços administrados superiores às dos preços livres², nos últimos anos os preços livres vêm, em geral, mostrando crescimento maior. Por exemplo, os preços administrados, no acumulado do ano até novembro, variaram 2,87%, enquanto os preços livres acumularam variação de 6,25%.

Os preços administrados, como mencionado anteriormente, são menos sensíveis às condições de oferta e de demanda do que os preços livres e, em geral, seus reajustes são determinados por regras contratuais. Grosso modo, pode-se dizer que essas regras procuram compensar variações de custos e ganhos de produtividade nos setores e são definidas pelas agências reguladoras de cada setor, bem como que os índices utilizados como indexadores dos contratos variam de acordo com cada item.

As tarifas de telefone fixo, por exemplo, eram reajustadas com base na variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) até 2005. Atualmente, os reajustes seguem a variação do Índice de Serviços de Telecomunicações (IST), cujos principais formadores são o IPCA, com 47,6%, e o Índice de Preços por Atacado – Oferta Global/ Máquinas e Equipamentos (IPA-OG/Máquinas), com 32,5%. Os produtos farmacêuticos, por sua vez, passaram a ser reajustados, desde 2003, segundo um modelo de teto de preços que combina a variação do IPCA com fatores de produtividade e de ajuste de preços relativos intra e entre setores. Com relação à energia elétrica, o reajuste tarifário anual das concessionárias considera explicitamente a variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), bem como a influência de outros fatores, entre os quais a evolução da taxa de câmbio e a incidência de impostos e taxas sobre o consumidor final. O preço ao consumidor da gasolina, embora dependa de fatores como preço do álcool combustível e condições de concorrência entre as distribuidoras, tende a refletir

2/ No período entre janeiro de 1999 e dezembro de 2006, os preços administrados cresceram 147%, ante aumento de 61% dos preços livres. No Trabalho para Discussão nº 59 (2002), Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil, são discutidas as causas das diferenças entre preços livres e administrados entre 1996 e 2002.

a política de preços praticada pela Petrobras, e esta, por sua vez, sofre influência da taxa de câmbio, dos preços internacionais do petróleo e da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide).

Em resumo, além do próprio IPCA e de índices gerais de preços, a variação dos preços administrados é influenciada por outras variáveis, como a variação cambial e preços externos. Além disso, como há, para alguns itens, regras definidas com relação à frequência e ao período de reajustes, existe padrão sazonal para determinados itens, como as tarifas de telefonia fixa e os preços dos produtos farmacêuticos.

Nesse contexto, a identificação dos índices e das variáveis que influenciam os preços administrados, além de padrões sazonais, são o ponto de partida para a modelagem. Duas estratégias distintas são utilizadas para as projeções de preços administrados. Sob a primeira, que é puramente econométrica, diferentes modelos que empregam regressões por mínimos quadrados em dois estágios e Vetores Autorregressivos (VARs) são estimados para o agregado dos preços administrados. Sob a segunda, denominada de modelagem híbrida, combinam-se modelos econométricos a procedimentos “contábeis”. Os procedimentos “contábeis” utilizam, para projeções individuais de preços administrados, informações dos contratos de concessão, regras de reajustes e metodologias usadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a incorporação das variações dos componentes dos preços administrados no IPCA.

Nos procedimentos “contábeis”, existem itens cujos reajustes anuais são definidos nacionalmente e balizados por um índice específico ou conjunto de índices, como nos casos da telefonia fixa e dos produtos farmacêuticos. Outros itens são definidos em níveis estaduais e municipais³ e não apresentam intervalos regulares de reajuste, como as tarifas de ônibus urbanos – em alguns municípios o reajuste da tarifa vem ocorrendo anualmente no mesmo mês do ano, enquanto em outros a tarifa eventualmente permanece sem reajuste por períodos superiores a três

3/ O IPCA é calculado para nove regiões metropolitanas (Rio de Janeiro, São Paulo, Belo Horizonte, Belém, Fortaleza, Salvador, Recife, Curitiba e Porto Alegre), além do município de Goiânia e de Brasília.

anos. Nesses casos, os procedimentos “contábeis” seriam dificultados, pois além de se estimar os valores dos reajustes, ter-se-ia que antecipar quando seriam implementados. Dessa forma, para os itens em que os procedimentos “contábeis” são inadequados, os preços são modelados por técnicas econométricas de forma agregada, ou seja, para o restante da cesta de administrados não contemplados na abordagem contábil. Em resumo, na modelagem híbrida, parcela dos preços administrados é projetada individual e “contabilmente”, enquanto o restante é projetado por modelos econométricos de modo agregado. As projeções finais dos modelos híbridos são obtidas, então, pela média ponderada desses dois conjuntos⁴.

A Tabela 2 ilustra, para as duas estratégias, resumo das especificações do conjunto de modelos. Note-se que as trajetórias futuras das variáveis explicativas utilizadas nos modelos econométricos e dos indexadores nos modelos contábeis são, para o cenário de mercado, obtidas por meio das medianas agregadas das projeções das respectivas séries, que constam do Relatório de Mercado – *Focus* produzido pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin).

Tabela 2 – Resumo das especificações dos modelos para preços administrados

Abordagem	Variável dependente	Método	Variáveis explicativas*
Econométrica	Preços administrados (agregado)	Mínimos quadrados ordinários	Preços Livres, PPI, Câmbio
		Vetor autorregressivo (VAR)	Endógenas: Preços do Gás de Bujão, Gasolina, Eletricidade e Ônibus Urbano Exógenas: Câmbio e Preços Livres
		Vetor autorregressivo (VAR)	Endógenas: IGP-DI e Preços Livres Exógenas: PPI e Câmbio
Híbrida	Itens individuais**	"Contábil"	IPCA, IGP-DI, IGP-M
	Demais preços administrados (agregado)	Mínimos quadrados em dois estágios	IGP-DI, PPI, Câmbio
		Mínimos quadrados ordinários	Preços Livres, PPI, Câmbio
		Vetor autorregressivo (VAR)	Endógenas: IGP-DI e Preços Livres Exógenas: PPI e Câmbio

* Para os modelos contábeis, são os índices indicados explicitamente nos contratos ou aqueles que permitem replicar de forma mais aproximada o padrão de reajuste recente.

** Telefonia Fixa, Telefonia Pública, Ônibus interestadual, Taxa de Água, Gás encanado, Pedágio, Plano de Saúde, Produtos Farmacêuticos, Empacamento e Licença.

PPI – *Producer Price Index* (Índice de Preços ao Produtor) dos EUA

IGP-DI – Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

IGP-M – Índice Geral de Preços – Mercado

4/ Nessa abordagem, cerca de 44% dos preços administrados são modelados “contabilmente”.

Gráfico 2 – Previsões para a variação em 12 meses dos preços administrados



O Gráfico 2 apresenta as projeções dos preços administrados entre o quarto trimestre de 2010 e o quarto trimestre de 2012⁵, bem como as previsões fornecidas pelo Relatório *Focus* da Gerin para o fim de cada ano.

Finalmente, este box apresenta o processo de modelagem utilizado pelo Banco Central para projetar preços administrados. Nesse sentido, ao fornecer informações adicionais sobre o conjunto de projeções analisadas pelo Copom, contribui para aumentar a transparência do processo decisório, um dos pilares do regime de metas para a inflação.

5/ As projeções até o fim de 2011 são baseadas na análise dos especialistas, enquanto as demais são provenientes dos modelos descritos na Tabela 2.

Notas da 154ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/10/2010

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

Horário de início: 16h50 (19/10) e 17h40 (20/10)

Horário de término: 18h40 (19/10) e 20h (20/10)

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

Chefes de Departamento (presentes no dia 19)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 20)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

César Viana Antunes de Oliveira – Gerência-

-Executiva de Relacionamento com Investidores

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento

de Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 19)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Consultor da Diretoria

Francisco Leopoldo Carvalho de Mendonça Filho – Assessor de Imprensa

Wagner Piazza Gaglianone – Assessor do Departamento de Estudos e Pesquisas

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 pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), após registrar valores nulos em junho (0%) e julho (0,01%), manteve-se próxima de zero em agosto (0,04%), e se elevou em setembro para 0,45%. Com isso, a inflação acumulada nos nove primeiros meses de 2010 alcançou 3,60%, 0,39 ponto percentual (p.p.) acima da observada em igual período de 2009. O aumento da inflação em 2010 reflete, basicamente, o comportamento dos preços livres, que aumentaram 4,19% até setembro e contribuíram com 2,9% do acumulado de 3,60% registrados no ano. Por sua vez, os preços administrados que registravam alta de 2,03% até julho, desaceleraram e acumulam alta de 2,22% até setembro, ante 3,36% em igual período de 2009, e com contribuição à inflação acumulada até setembro de 2010 de apenas 0,7%. Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que enquanto a variação dos preços dos bens comercializáveis atingiu

3,25% no acumulado do ano até setembro (3,92% em doze meses), a dos preços não comercializáveis alcançou 5,05% (6,31% em doze meses). A variação dos preços dos serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços dos bens, mostra certa estabilidade, e atingiu 5,98% no acumulado do ano até setembro e 6,90% em doze meses. A elevação do IPCA mensal de setembro se deve, em grande parte, à elevação de preços no grupo alimentação e bebidas. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis evidencia deterioração da dinâmica inflacionária na margem, restrita a determinados grupos, movimento antecipado pelo Comitê.

2. A volatilidade dos preços dos alimentos desempenhou papel fundamental no comportamento da inflação plena em 2010. De fato, em decorrência de alterações acentuadas nesses preços, a dinâmica do IPCA mostrou dois momentos distintos: alta pronunciada no primeiro quadrimestre, quando alimentos e bebidas variaram 5,19%; e, relativa estabilidade no seguinte, quando recuaram 1,61%. Note-se, além disso, que a variação em doze meses dos preços da alimentação no domicílio passou de 0,88%, em dezembro de 2009, para 6,67%, em abril de 2010, e retornou a 2,29%, em agosto; ao mesmo tempo, a do IPCA se posicionou em 4,31%, 5,26% e 4,49%, respectivamente. Esse comportamento dos preços dos alimentos refletiu, em parte, choques de oferta domésticos e externos, cujos impactos, possivelmente, foram potencializados pelo ambiente de alta volatilidade nos mercados financeiros internacionais. Para o último quadrimestre, o cenário mais provável indica continuidade dessa dinâmica, com elevação da inflação plena determinada em grande parte pela alta dos preços dos alimentos.

3. Em linha com a evolução da inflação plena, as três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central apresentaram elevação de agosto para setembro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização elevou-se de 0,33% em agosto para 0,43% em setembro. No mesmo período, o núcleo por dupla ponderação elevou-se de 0,19% para 0,39%, e o núcleo por exclusão elevou-se de 0,12% para 0,37%. No ano, o núcleo por médias aparadas com suavização apresentou variação acumulada de janeiro a setembro de 3,93%, ante 3,21% registrados no mesmo período de 2009. Mantida a métrica, o

núcleo por dupla ponderação elevou-se para 3,59% (3,48% em 2009), enquanto o núcleo por exclusão atingiu 3,82% (3,62% em 2009). Por sua vez, em setembro, as taxas de variação acumuladas em doze meses se posicionaram em 4,94%, 5,09% e 4,83% para o núcleo por exclusão, por médias aparadas com suavização e por dupla ponderação, respectivamente, acima, portanto, do centro da meta. O índice de difusão do IPCA, que havia recuado para 48,7% em julho, avançou para 52,6% em agosto e para 62,5% em setembro.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 1,10% em setembro, mesmo valor observado em agosto, porém superior ao observado em julho (0,22%). No ano, a inflação acumulada de janeiro a setembro atingiu 8,04%, superior ao registrado no mesmo período de 2009 (-1,35%). No acumulado do ano até setembro, a inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), atingiu 9,95%, refletindo a inflação de 8,6% medida pelo IPA industrial e de 14,1% medida pelo IPA agrícola. A variação do IPA-DI em 2010 é, portanto, superior ao valor registrado no mesmo período de 2009 (-3,69%). Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 3,82% no acumulado do ano até setembro, superior aos 3,41% registrados no mesmo período de 2009. Sob esse mesmo critério, a inflação medida pelo Índice Nacional da Construção Civil (INCC), componente de menor peso do IGP-DI, variou 6,45%, também superior ao registrado no mesmo período de 2009 (2,78%). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna, e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2010. Os dados mostram um crescimento de 8,8% do PIB na comparação com o mesmo trimestre do ano

anterior, e de 1,2% ante o primeiro trimestre de 2010. Esse crescimento do PIB refletiu em grande parte carrego estatístico, o que, em geral, se verificou nos componentes da demanda e nos subsetores da oferta. Sob a ótica da demanda agregada e em comparação com o segundo trimestre de 2009, houve expansão no consumo das famílias de 6,7%, no consumo do governo de 5,1%, na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) de 26,5%, nas importações de 38,8%, e nas exportações de 7,3%. Ainda na comparação com mesmo período de 2009, a contribuição da demanda interna para o crescimento do produto foi positiva (12,4 p.p.), sendo a maior desde 1995, sobrepondo-se à contribuição negativa de 3,6 p.p. advinda do setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, o setor de serviços teve crescimento de 5,6%, a indústria cresceu 13,8%, e a agropecuária 11,4%, na comparação com o segundo trimestre de 2009.

6. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Após apresentar taxas de crescimento positivas em todos os meses de janeiro de 2009 até abril de 2010, o IBC-Br vem se mostrando estável nos últimos meses. Em agosto, o IBC-Br permaneceu estável, e variou 0,1% em julho após registrar estabilidade no mês anterior, sugerindo, assim, ritmo menos intenso do que o esperado da atividade econômica, em contraponto à forte expansão verificada no primeiro trimestre de 2010.

7. Após recuo acentuado em função da crise de 2008/2009, a atividade industrial se recuperou, mas tem mostrado certa acomodação em níveis similares aos observados no pré-crise. Com base na série geral dessazonalizada pelo IBGE, a produção industrial registrou variação negativa de 0,1% no mês de agosto, após elevação de 0,6% em julho, na comparação mensal. A taxa de crescimento da média móvel trimestral foi de -0,2%, considerando o período que vai de maio a agosto, igual ao valor registrado para o período que vai de abril a julho e superior ao registrado entre março e junho (-0,7%). Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, em agosto a produção aumentou 8,9%, taxa semelhante à verificada em julho (8,8%), na mesma base de comparação. No

acumulado em doze meses, a produção industrial mostrou expansão de 9,8% em agosto, acima do valor referente a julho, de 8,3%. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, a recuperação até agosto foi de 24,2%. A atividade fabril tem sido amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

8. Entre as categorias de uso da indústria, e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a maior contribuição em agosto, em relação ao mês anterior, refere-se à variação de 1,4% na produção de bens de capital. Já as variações nos setores de bens de consumo e de bens intermediários foram negativas, de -0,2% e de -1,5%, respectivamente. Considerando a média móvel trimestral para agosto, as três categorias apresentaram redução: -0,1% para bens de capital, -0,5% para bens intermediários, e -0,4% para bens de consumo. Vale ressaltar que a indústria de bens de capital apresentou crescimento de 28,3% até agosto, na comparação com o ano anterior, a maior expansão entre as categorias de uso, fato que evidencia o crescimento do investimento em bens de capital como um fator relevante na retomada econômica do período pós-crise. O comportamento futuro da produção industrial dependerá, também, da evolução da confiança dos consumidores e dos empresários, que deve continuar sendo fonte adicional de dinamismo.

9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,9% em julho para 6,7% em agosto de 2010, valor inferior aos 8,1% registrados em agosto de 2009. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa não apenas recuou significativamente até agosto, mas atingiu o mínimo histórico de 6,7% considerando-se os últimos nove anos da série, que passou por amplo processo de revisão metodológica em 2001. Também na série dessazonalizada, a taxa recuou em agosto, em relação ao mês anterior, atingindo o mínimo histórico de 6,7%. O emprego, medido pelo número de ocupados nas regiões metropolitanas, na comparação com os mesmos meses do ano anterior apresentou elevação de 3,2% em agosto e também em julho de 2010, ante 3,5% em junho. A medição de emprego formal, segundo dados

divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), segue indicando forte crescimento no setor, embora o número de setembro não sugira aceleração. Em setembro foram criados 246,9 mil postos de trabalho, ante 252,6 mil registrados em setembro de 2009. No acumulado do ano, foram criados 2,20 milhões de postos, uma expansão de 136% em relação ao mesmo período de 2009 e o maior saldo acumulado de janeiro a setembro desde 1985, ano de início da série. Na comparação setorial, a indústria de transformação foi a que mais criou empregos em setembro, contribuindo com 38% do saldo gerado no mês. No acumulado do ano, o setor de serviços tem a maior contribuição, respondendo por 35% do saldo gerado. Também o rendimento médio habitual real apresentou alta em relação ao mês anterior, de 1,4% em agosto, ante 2,2% em julho. Como consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 8,9% em agosto, na comparação com mesmo mês de 2009, e permanece como fator-chave para a sustentação do crescimento da demanda doméstica.

10. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, apresentou crescimento de 2,1% em agosto, de 1,7% em julho, e de 0,8% em junho, na comparação mensal. Assim, a média do volume de vendas no trimestre encerrado em agosto aumentou 0,3% em relação à do encerrado em maio, na série com ajuste sazonal. Na comparação da média móvel trimestral, houve crescimento de 1,5% em agosto. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 14,0% em agosto, de 12,6% em julho, e de 3,3% em junho. Dos dez segmentos pesquisados, todos tiveram variações mensais positivas em agosto. Os dois destaques de maior variação foram “livros, jornais, revistas e papelaria” com crescimento de 3,5%, e “Móveis e Eletrodomésticos” com crescimento de 2,9%. Nos próximos meses espera-se que a trajetória do comércio continue sendo beneficiada por transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela expansão do crédito e pela confiança dos consumidores.

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, posicionou-se em 85,9% em setembro, ante 85,4% em agosto, valores próximos aos níveis verificados antes da crise de 2008/2009. Com

o ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 85,0% em setembro, ante 84,9% em agosto. Entre as quatro categorias de uso, apenas as indústrias do setor de materiais de construção registraram redução de 1,4 p.p., na comparação com o mês anterior, atingindo o nível de 89,6%, o maior dentre as categorias de uso. Por outro lado, o nível de utilização para as indústrias do setor de bens de capital apresentou alta de 0,1 p.p., atingindo 84,1%. Para as do setor de bens intermediários a alta foi de 0,3 p.p. e para as do setor de bens de consumo a alta foi de 0,4 p.p., de modo que os níveis de utilização para essas indústrias ficaram em 86,6% e 85,3%, respectivamente. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci reduziu-se para 82,2% em agosto, após atingir 82,3% em julho e 82,7% em junho. Assim, há evidência de que as taxas de utilização da capacidade instalada se acomodaram em patamares elevados, e de que a manutenção da reduzida margem de ociosidade é resultado da expansão recente da atividade econômica, ainda não compensada totalmente pela maturação dos investimentos realizados e em curso. Note-se que a absorção de bens de capital apresentou elevação de 3,3% em agosto, com relação ao mês anterior, e crescimento de 40,0% em relação a agosto de 2009. Na comparação do acumulado do ano até agosto, o aumento é de 32,3%. Também a produção de insumos para a construção civil registrou elevação em agosto, de 1,1%, em relação ao mês anterior, e de 10,8% em relação ao mesmo período de 2009. Na comparação do acumulado em doze meses, a expansão foi de 9,7%. Conforme 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.

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses, após registrar US\$17,1 bilhões em agosto, totalizou US\$16,9 bilhões em setembro, valor US\$9,6 bilhões inferior ao observado no mesmo período de 2009. Esse resultado adveio de US\$186,1 bilhões em exportações e de US\$169,3 bilhões em importações, o que representa variações de 17,1% e 27,8%, respectivamente, em relação a setembro 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, que também reflete o

diferencial de crescimento entre a economia brasileira e a de outros países, vem contribuindo para elevar o déficit em conta corrente acumulado em doze meses. O déficit aumentou de US\$43,8 bilhões, em julho, para US\$45,8 bilhões em agosto, equivalente a 2,3% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$27,2 bilhões em doze meses até agosto, o equivalente a 1,4% do PIB, resultando em uma necessidade adicional de financiamento externo de 0,9% do PIB.

13. A recuperação da economia global continua sendo liderada por um grupo de países emergentes, cujo vigoroso ritmo de expansão econômica é ancorado primordialmente na demanda doméstica. No que diz respeito às economias do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão) há indícios de que o processo de recuperação econômica poderá ser mais lento do que o antecipado no primeiro semestre deste ano. Não se pode descartar por completo, todavia, a possibilidade de eventual reversão desse processo de recuperação. Os dados de atividade econômica nos Estados Unidos indicam um cenário de recuperação gradual da crise naquele país, mas com crescimento mais moderado do que o registrado no primeiro trimestre. O nível de confiança do consumidor nos Estados Unidos atingiu novo mínimo e as indicações de capacidade ociosa relevante persistem, não só na economia americana, mas também na Zona do Euro e no Japão. Nos Estados Unidos, a taxa de desemprego permaneceu em 9,6% da força de trabalho em setembro. Já na Zona do Euro, a taxa de desemprego manteve-se em 10,1% no mês de agosto, com dispersão crescente entre as regiões: enquanto na Alemanha a taxa se reduziu para 6,8% – menor nível desde 1992 – na Espanha ela aumentou para 20,5%. Quanto às taxas de inflação, elas têm permanecido em níveis bastante reduzidos nos países do G3, a despeito das ações de política econômica de caráter fortemente expansionista, tanto no lado fiscal como no lado monetário. O Japão reduziu sua taxa de juros de curto prazo para um intervalo entre zero e 0,1%, voltando à prática de juros zero, encerrada em julho de 2006. A autoridade monetária do Japão anunciou ainda uma nova política de compra de ativos. Finalmente, a possibilidade de que também os Estados Unidos adotem novas ações de política monetária de caráter expansionista vem contribuindo para a aceleração do processo de desvalorização do dólar norte-americano

que vinha sendo observado nos últimos meses. Entre mercados emergentes, destaca-se que o banco central chinês elevou a sua taxa de juros após longo período de estabilidade. Desde a última reunião do Copom, houve também aperto da política monetária no Chile, em trajetória menor do que vinha sendo realizada, na Índia e em Israel, e afrouxamento na África do Sul.

14. Os preços do petróleo, nos mercados a vista e futuro, se elevaram para patamares superiores a US\$ 80, pela primeira vez em cinco meses. A baixa previsibilidade da retomada assimétrica da economia global, a dependência do crescimento da oferta ao ritmo de maturação de projetos de investimentos arriscados, e a complexidade geopolítica do setor adicionam incerteza às previsões dos preços do petróleo. Não obstante, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados para o acumulado de 2010. Cumpre destacar, entretanto, que, independente do comportamento do preço local da gasolina, variações no preço do petróleo podem ser transmitidos para a economia doméstica, por exemplo, via o setor petroquímico, ou pelo canal de expectativas. Com relação às *commodities* agrícolas, seus preços continuaram registrando elevação, com destaque para o açúcar, algodão e milho. As *commodities* industriais também apresentaram alta nos preços. Um fator que ajuda a explicar essas elevações tem sido o movimento de preços de moedas importantes e o crescimento da demanda global por *commodities*. Embora o desempenho recente das economias do G3, que representam pouco mais de 60% do produto mundial, continue modesto, a demanda de economias emergentes por *commodities* tem crescido de forma robusta, contribuindo assim para a alta nos preços. Por sua vez, a volatilidade observada nos preços das *commodities* decorre de um contexto em que os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento da demanda e há alta volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

15. 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) as projeções de reajuste para a gasolina e para o gás de bujão permaneceram iguais a 0% 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 se reduziu para 0,8%, ante 1,6%, percentual considerado na reunião de 31 de agosto e 1º de setembro, e a segunda se reduziu para 3,6%, ante 3,7%;

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 31 de agosto e 1º de setembro, segundo o cenário de referência. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,35% do total do IPCA de setembro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 foi reduzida para 4,3%, ante 4,4%, considerada na reunião de 31 de agosto e 1º de setembro, segundo o cenário de referência. Essa projeção se baseia 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) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 97 pontos-base (p.b.) e de 25 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e de 2011, respectivamente.

16. 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 0,90 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 em 2011 e em 2012. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 se deslocou de 5,07% para 5,20%. Para 2011, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 4,87% para 4,99%.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,65 R\$/US\$ e da taxa Selic em 10,75% 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 31 de agosto e 1º de setembro, e se encontra sensivelmente acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 também se elevou, e se encontra sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, a projeção se elevou em relação ao valor considerado na reunião de 31 de agosto e 1º de setembro, mas permanece em torno do valor central da meta. No que se refere ao terceiro trimestre de 2012, em ambos os cenários, a projeção se encontra ao redor do valor central da meta para a inflação.

Implementação da política monetária

19. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos

para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

20. 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, e 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, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação à trajetória de metas. 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.

21. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos seis anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter

determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos. Apesar da substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis, importa destacar que essa percepção é respaldada por estimativas geradas pelos modelos macroeconômicos utilizados pelo Copom. Além disso, note-se que, na avaliação de metade dos analistas que responderam à consulta feita pelo Banco Central, a taxa neutra no Brasil estaria em níveis iguais ou inferiores a 6,50%. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

22. Nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco mantiveram-se elevadas desde a última reunião do Comitê e aumentaram as perspectivas de aumento da liquidez global. Preocupações com dívidas soberanas de países europeus e com a desaceleração na China continuam altas, bem como quanto à sustentabilidade da recuperação da economia americana. Ainda assim, os preços de certas *commodities* e de ativos brasileiros se elevaram e, de modo geral, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra arrefecimento das pressões inflacionárias em algumas economias relevantes, enquanto persistem preocupações com a perspectiva de deflação em outras. Nessa conjuntura, permanece elevada a probabilidade de que se observe alguma influência desinflacionária do ambiente externo sobre a inflação doméstica, conquanto persista incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de substancial volatilidade nos mercados financeiros internacionais. 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.

23. Apesar de a acomodação observada nos dois últimos trimestres haver se mostrado mais intensa do que o esperado no início deste ano, como revelam, entre outros, dados sobre estoques e produção industrial; as perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis. Essa avaliação é sustentada, entre outros, pelos sinais de que a expansão da oferta de crédito tende a persistir, embora em ritmo mais moderado, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, e pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, apesar de alguma acomodação na margem. O Copom pondera, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, apesar do arrefecimento da geração de postos em segmentos específicos.

24. O Copom ressalta, 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 sofreu deterioração substancial no início deste ano, mas essa dinâmica se reverteu, em grande parte refletindo perspectivas menos favoráveis para a atividade global e ações de política monetária implementadas neste ano. Desde a última reunião, entretanto, o cenário de curto prazo foi negativamente influenciado pela dinâmica dos preços de alimentos, que, em parte, repercute choques de oferta. Apesar da dificuldade em se identificar a natureza desses choques, bem como sua intensidade, duração e possibilidade de reversão, a política monetária deve atuar no sentido de impedir sua propagação, os chamados efeitos de segunda ordem.

25. O fato de que a contribuição de alimentos para a inflação plena tem sido elevada, comparativamente ao padrão histórico, sugere estar em curso a materialização de riscos de curto prazo que haviam sido identificados e levados em conta no balanço dos riscos avaliado na última reunião do Copom. Ainda

assim, neste momento prevalece o entendimento de que a convergência da inflação para o valor central da meta tende a se concretizar. Para tanto, o Comitê se ampara nas considerações pertinentes de que a política monetária atua com defasagem sobre a atividade e sobre a inflação, e de que os efeitos do processo de ajuste da taxa básica de juros iniciado em abril de 2010 ainda não se fizeram sentir integralmente. Além disso, cabe destacar que essa hipótese de convergência está condicionada à materialização das trajetórias com as quais o Comitê trabalha para variáveis fiscais e creditícias, entre outras. De qualquer maneira, o Comitê assegura que, caso esse cenário não se concretize tempestivamente, a postura de política monetária será ajustada de modo a garantir a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e o da oferta. Dito de outra forma, caso a inflação não convirja tempestivamente para o valor central da meta estabelecida pelo CMN, a política monetária atuará a fim de redirecionar a dinâmica dos preços e, portanto, assegurar que a meta seja atingida.

26. A intensidade e a frequência dos choques a que têm sido submetidas tanto a economia global quanto a brasileira nos últimos anos impõem desafios adicionais à análise do cenário prospectivo. Evidências a esse respeito se manifestam, por exemplo, no caráter bimodal da visão dos analistas consultados pelo Banco Central, visto que uma parte percebe um cenário inflacionário benigno, no qual a taxa Selic permaneceria estável no horizonte relevante; ao mesmo tempo em que outra parcela mostra ceticismo e advoga elevação da taxa básica. Por sua vez, o Comitê reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, no qual os riscos restantes para a consolidação de um cenário inflacionário benigno se circunscrevem ao âmbito interno. Por exemplo, os derivados da expansão da demanda doméstica, em contexto de estreita margem de ociosidade dos fatores de produção. A esse respeito, é importante destacar que no passado recente tem sido observada certa estabilidade, em nível elevado, da taxa de ocupação da capacidade instalada, bem como certa moderação no dinamismo do mercado de trabalho ex administração pública. Nesse contexto, é plausível afirmar que os fatores de sustentação desses riscos domésticos mostram desaceleração. Citem-se adicionalmente os sinais de que a economia tem se

deslocado para uma trajetória mais condizente com o equilíbrio de longo prazo e, assim, os efeitos das pressões de demanda e do elevado nível de utilização dos fatores sobre o balanço de riscos para inflação tendem a arrefecer.

27. Em suma, desde a última reunião, está em andamento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom já trabalhava naquela oportunidade. Mesmo assim, o balanço de riscos atual ainda aponta para a concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas, o que, em grande parte, se deve ao ajuste da taxa básica implementado desde abril. Também contribui para isso informações que emergiram, desde então, indicando melhora no balanço de riscos para a dinâmica dos preços administrados, bem como que a desaceleração da atividade nos dois últimos trimestres foi mais intensa do que o vislumbrado no início deste ano. No âmbito externo, permanece elevada a probabilidade de desaceleração, e até mesmo de reversão, do já lento processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Por conseguinte, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica revela certo viés desinflacionário.

28. Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés.

29. 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, embora tendam a arrefecer, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a consolidação da expansão da atividade e, conseqüentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de parcela substancial das iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009, os da piora nas perspectivas para a economia global e especialmente os da mudança de postura da política monetária. 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.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 7 de dezembro 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

31. O IPCA aumentou 0,45% em setembro, após variações de 0,04% em agosto e de 0,01% em julho. No ano, o índice apresentou elevação de 3,60%, e no período de doze meses, de 4,70%, comparativamente aos 4,49% registrados até agosto.

32. A aceleração do IPCA em setembro refletiu especialmente a maior variação dos preços livres, que atingiu 0,56% no mês, comparativamente ao 0,06% registrados em agosto. A variação dos preços monitorados também contribuiu para a taxa mais elevada do IPCA no mês, alcançando 0,19%, ante -0,01% em agosto. O comportamento dos livres refletiu, sobretudo, a aceleração dos preços dos bens comercializáveis, cuja taxa passou de 0,12% em agosto para 0,88% em setembro. No mesmo sentido, registrou-se alta na variação dos preços dos não comercializáveis, de 0,01% para 0,28%, a despeito da estabilidade na variação dos preços dos serviços, 0,41% em agosto e setembro. Considerando-se o comportamento do IPCA por grupos, cabe ressaltar a elevação de 1,08% nos preços de alimentação e bebidas, com contribuição de 0,24 p.p. para a variação do indicador em setembro, grupo que havia sido o principal responsável pela relativa estabilidade dos preços nos dois meses precedentes. O índice de difusão atingiu 62,5%, ante 52,6% em agosto e 48,7% em julho.

33. As variações das três medidas de núcleo do IPCA registraram aceleração mensal em setembro. O núcleo calculado pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,43%, ante 0,33% no mês anterior, acumulando alta de 5,09% no período de

doze meses, ante 5,05% em agosto. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e os itens relativos a combustíveis de veículos, subiu 0,37% em setembro, ante 0,12% em agosto, acumulando 4,94% em doze meses, ante 4,87% no mês anterior. O núcleo de dupla ponderação variou 0,39% em setembro, ante 0,19% em agosto, acumulando variação de 4,83% em doze meses, mesma taxa do mês anterior.

34. O IGP-DI aumentou 1,10% em setembro, mesma variação observada em agosto, totalizando alta de 8,04% no acumulado do ano e de 7,95% em doze meses. O IPA registrou elevação de 1,47% em setembro, ante 1,70% em agosto, influenciado exclusivamente pela aceleração dos preços de produtos agropecuários, de 2,68% para 5,15%, haja vista o arrefecimento na variação dos preços de produtos industriais, de 1,40% para 0,31%. No período de doze meses encerrado em setembro, o IPA cresceu 9,51%, resultado de altas de 12,48% e de 8,56% nos preços de produtos agropecuários e industriais, respectivamente. Os produtos com maiores contribuições para o resultado mensal do índice relativo aos preços no segmento atacadista foram: milho, 0,34 p.p.; bovinos, 0,22 p.p.; e aves, 0,17 p.p. O IPC-DI apresentou variação de 0,46% em setembro, após queda de 0,08% em agosto, acumulando 4,36% em doze meses. O INCC cresceu 0,21% em setembro, ante 0,14% em agosto, elevando o acumulado em doze meses para 6,94%.

Atividade econômica

35. O IBC-Br manteve-se estável em agosto, após elevação de 0,1% em julho, segundo dados isentos de sazonalidade. No trimestre terminado em agosto, ante o finalizado em maio, o IBC-Br também apresentou estabilidade (0,01%). No ano, o indicador registra alta de 9,2% e, em doze meses, de 7,4%.

36. As vendas do comércio ampliado registraram crescimento na margem pelo quarto mês consecutivo, ao assinalar variação de 2,1% em agosto, comparativamente ao mês anterior, após altas de 1,7% em julho e de 0,8% em junho, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Por atividade do comércio, registrou-se aumento no desempenho mensal em

todos os dez segmentos considerados na pesquisa, segundo a série com ajuste sazonal, com ênfase nas altas de 3,5% em livros, jornais, revistas e papelaria; 2,9% em móveis e eletrodomésticos; 2,6% em artigos farmacêuticos e médicos; e 2,4% em veículos, motos, partes e peças. As vendas realizadas no trimestre encerrado em agosto cresceram 0,3%, relativamente ao trimestre encerrado em maio.

37. Em relação a agosto de 2009, as vendas do comércio ampliado cresceram 14%, acumulando expansões de 12,2% no ano e de 12,3% nos últimos doze meses. Todos os segmentos apresentaram elevação nessa base de comparação, com ênfase nos aumentos das vendas relativas a equipamentos e materiais para escritório, 24,7%; material de construção, 19,9%; e veículos, motos, partes e peças, 19,3%. No acumulado no ano, também registram-se maiores vendas em todas as atividades consideradas, em especial, nas relativas a equipamentos e materiais para escritórios, 24,8%; móveis e eletrodomésticos, 18,9%; e material de construção, 16,4%. O resultado do comércio ampliado nos últimos doze meses encerrados em agosto, relativamente a igual período anterior, revelou, igualmente, alta generalizada por atividade, com destaque para os aumentos nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, 18%; veículos e motos, partes e peças, 16,8%; e móveis e eletrodomésticos, 15,1%.

38. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, apresentaram retração mensal de 1,8% em setembro, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, com ênfase para o recuo de 10,4% nas vendas de ônibus. Em relação a setembro de 2009, as vendas totais declinaram 0,5%, resultado influenciado pela queda de 6,1% nas vendas de automóveis. As demais categorias, caminhões, ônibus e comerciais leves, apresentaram elevações expressivas, de 31,3%, 21,2% e 21,1%, respectivamente, nessa base de comparação. No acumulado do ano e no período de doze meses finalizado em setembro, as vendas de autoveículos registraram aumentos respectivos de 8,7% e 14,7%, refletindo maiores vendas em todos os segmentos.

39. As importações de bens de capital cresceram 2,2% em agosto, em relação a julho, de acordo com o índice de quantum da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. Em comparação a agosto de 2009, registrou-se elevação de 88,2%, enquanto os acumulados do ano e de doze meses assinalaram aumentos respectivos de 38,2% e 17,9%, relativamente a iguais períodos do ano anterior.

40. A produção de bens de capital aumentou 1,4% em agosto, comparativamente a julho, resultando em recuo de 0,5% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre imediatamente anterior, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Os principais avanços na produção em agosto, em relação ao mês anterior, foram registrados nos segmentos de bens de capital para construção, 5,9%; bens de capital para o setor de energia elétrica, 5,4%; e bens de capital para fins industriais – não-seriados, 4,5%. Entre os segmentos que registraram declínio na produção, destacou-se o relativo a bens de capital para a agricultura, com queda de 4,4%. No acumulado do ano, a produção de bens de capital aumentou 28,3%, com ênfase no segmento de bens direcionados para a construção, com alta de 155,6%.

41. Ainda de acordo com a PIM-PF, a produção física da indústria geral recuou 0,1% em agosto em relação ao mês anterior, segundo dados ajustados sazonalmente, após variação de 0,6% em julho. Por categorias de uso, destacou-se o crescimento mensal na produção de bens de capital, enquanto os demais apresentaram declínio, com ênfase no decréscimo de 1,5% no segmento de bens intermediários. Consideradas as atividades da indústria, os principais aumentos foram registrados em máquinas e equipamentos, 5,6%; equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 5%; outros equipamentos de transporte, 4,5%; e edição, impressão e reprodução, 4,1%. Os segmentos com os maiores recuos foram material eletrônico e equipamento de comunicação, 6,5%; metalurgia básica, 5,8%; fumo, 5,6%; e produtos farmacêuticos, 5,5%.

42. Em relação a agosto de 2009, a produção industrial cresceu 8,9%, com especial ênfase na elevação da produção de bens de capital, 28%, seguida pela de bens intermediários, 8,7%, bens de

consumo duráveis, 4,7%, e bens de consumo semi e não-duráveis, 4,3%. Considerados os períodos de doze meses, a indústria apresentou expansão de 9,8% em agosto, em relação a igual intervalo do ano anterior, sobressaindo os aumentos de produção na indústria de bens de consumo duráveis, 15,5%, bens de capital, 14,2%, e bens intermediários, 10,9%.

43. O Nuci na indústria de transformação, calculado pela FGV, atingiu 85,9% em setembro, o que corresponde a 85% pela série com ajuste sazonal, representando aumento de 0,1 p.p. em comparação ao mês anterior na série com ajuste sazonal e de 3,1 p.p. em relação ao mesmo mês de 2009. A elevação da taxa de utilização da capacidade foi verificada em todas as categorias de uso, em ambas as bases de comparação, exceto a de material de construção: indústrias de bens de consumo, 0,4 p.p. e 1,2 p.p., na ordem; bens intermediários, 0,3 p.p. e 3,5 p.p.; bens de capital, 0,1 p.p. e 7,2 p.p.; e material de construção, -1,4 p.p. e 0,7 p.p.

44. A produção de autoveículos alcançou 308,1 mil unidades em setembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), resultado 1,5% inferior ao registrado em agosto, considerados dados ajustados sazonalmente pelo Banco Central. A produção do setor cresceu 12,7% em relação a setembro de 2009, 17,3% no acumulado do ano e 23,1% no período de doze meses finalizado em setembro.

45. As vendas de autoveículos pelas montadoras recuaram 1% em setembro, em relação ao mês anterior, influenciado exclusivamente pela queda de 2,1% nas vendas ao mercado interno, enquanto as direcionadas ao mercado externo cresceram 2,5%. No acumulado do ano e em doze meses, as vendas ao mercado interno registraram elevações respectivas de 5,8% e 15%, e as direcionadas ao exterior, aumentos de 76,3% e de 48,6%, na ordem.

46. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de setembro, do IBGE, projetou expansão anual de 11,1% na safra de grãos de 2010, representando produção de 148,9 milhões de toneladas, 2% superior à safra recorde de 2008. A nova projeção de crescimento para o ano refletiu especialmente a estimativa de aumentos mais

expressivos para as produções de milho, soja e trigo, que deverão alcançar 8,5%, 20,6% e 10%, respectivamente, em relação à safra de 2009.

Expectativas e sondagens

47. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, com abrangência nacional, registrou elevação mensal de 0,7% em setembro, atingindo 121,7 pontos. O resultado refletiu exclusivamente o aumento de 3,5% no Índice da Situação Atual (ISA), representando recorde histórico pelo sexto mês consecutivo, enquanto o Índice de Expectativas (IE) registrou recuo de 1,1%. O ICC cresceu 9,9% em relação a setembro de 2009, resultado de aumentos de 22,9% no ISA e de 2,5% no IE.

48. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da FGV, registrou expansão mensal de 0,4% em setembro, atingindo 113,4 pontos, segundo dados dessazonalizados, efeito exclusivo do aumento de 1,3% no IE, enquanto o ISA apresentou retração de 0,3%. O ICI cresceu 9% em relação a setembro de 2009, reflexo de elevações de 10,6% no ISA e de 7,3% no IE. No último bimestre, houve recuo no otimismo da indústria quanto ao momento presente e recuperação em relação à situação futura.

49. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, recuou 1,1% entre agosto e setembro, após aumento de 4,1% no mês anterior, e refletiu quedas de 1,2% no Índice de Expectativas (IE-S) e de 1% no Índice da Situação atual (ISA-S). No entanto, o ICS de setembro situou-se 0,6% acima da média de 2010, e 5,2% acima do índice de setembro de 2009. O trimestre encerrado em setembro mostrou queda de 0,3% do ICS, relativamente ao trimestre imediatamente anterior.

50. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Fecomercio SP, recuou 4,1% em outubro, ante o mês imediatamente anterior, resultado da queda de 4,9% no Índice de Condições Econômicas Atuais (ICEA) e de 3,6% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). No ano, o ICC apresenta alta de 16,3%.

Mercado de trabalho

51. Segundo o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged,) do MTE, foram gerados 246,9 mil postos de trabalho em setembro, com aumento de 0,3% em relação a agosto, considerados dados dessazonalizados. No acumulado do ano o saldo elevou-se para 2.201,4 mil, o maior já registrado desde o início da série, em janeiro de 1985, com recordes de contratação nos setores de serviços, 774,1 mil; indústria de transformação, 600,3 mil; construção civil, 330,2 mil; e comércio, 292,5 mil. De janeiro a setembro deste ano as contratações líquidas superaram em 136% as registradas em igual intervalo de 2009, enquanto o nível do emprego formal aumentou 6% no mesmo período. Para os setores de atividade mencionados esse último percentual corresponde a 5,5%; 6%; 14,1% e 6,2%, respectivamente. Em setembro, sobressaíram as contratações do setor de serviços, 94,2 mil; da indústria de transformação, 94,2 mil; e comércio, 55,1 mil. Considerando os últimos doze meses encerrados em setembro, foram abertos 2.263,9 mil empregos formais no País.

52. A taxa de desemprego aberto declinou pelo terceiro mês consecutivo, situando-se em 6,7% em agosto, menor taxa histórica, com quedas de 0,2 p.p. em relação a julho e de 1,4 p.p. em relação ao mesmo mês de 2009, de acordo com a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do País. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se também em 6,7%, 0,2 p.p. abaixo da relativa ao mês de julho, resultado de quedas de 0,3% na População Economicamente Ativa (PEA) e de 0,1% na ocupação. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores apresentou elevações de 1,4% no mês e de 2,6% no acumulado no ano, favorecendo as expansões de 1,9% e 6,2% da massa salarial, nos mesmos períodos.

Crédito e inadimplência

53. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.583 bilhões em agosto, equivalente a 46,2% do PIB, registrando expansões de 2,2% no mês, 11,9% no ano e 19,2% em doze meses. A carteira de recursos livres assinalou aumentos respectivos

de 1,7%, 9,1% e 14,5%, nas mesmas bases de comparação, resultado dos crescimentos nos saldos das operações com pessoas físicas, 1,7% no mês, 10,7% no ano e 17,1% em doze meses, e com pessoas jurídicas, 1,7%, 7,6% e 11,9%, respectivamente. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 3,3% no mês, 17,7% no ano, e 29,6% em doze meses, com destaque para os acréscimos respectivos de 3,9%, 31,2% e 51,1% observados nos financiamentos habitacionais e de 6%, 30,1% e 50,5% registrados nos repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

54. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial decresceu 0,2 p.p. em agosto, para 35,2%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram 39,9% e 28,9%, respectivamente, registrando variações, na ordem, de -0,6 p.p. e de 0,2 p.p.

55. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu de 452 dias em julho, para 457 dias em agosto, resultado dos aumentos respectivos de 9 dias e de 1 dia nos prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas, que atingiram, na ordem, 536 e 386 dias.

56. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, recuou de 4,9% em julho, para 4,8% em agosto. Após atingir patamar de 5,9% em agosto de 2009, a taxa de inadimplência vem apresentando movimento consistente de declínio. As taxas relativas às operações com pessoas físicas apresentaram queda mensal de 0,1 p.p., atingindo 6,2%, enquanto as referentes às operações com pessoas jurídicas mantiveram-se estáveis em 3,6%.

Ambiente externo

57. Segundo projeções do Fundo Monetário Internacional (FM) divulgadas no início de outubro, a economia global deverá crescer 4,8% em 2010 e 4,2% em 2011, em revisão às estimativas de julho, que indicavam 4,6% e 4,3%, respectivamente. Conforme se observa desde o início da crise financeira, o dinamismo econômico global permanece sendo determinado, sobretudo, pelas economias emergentes, cuja perspectiva de crescimento é

de 7,1% neste ano, contra 2,7% previstos para as economias desenvolvidas. Nos Estados Unidos da América (EUA), apesar do aumento do consumo, com mercado de trabalho ainda fraco, o crescimento para 2010 deverá situar-se em 2,6%, frente à previsão anterior de 3,3%. A projeção para 2011 também foi refeita, recuando de 2,9% para 2,3%.

58. No mercado de *commodities*, os preços das agrícolas intensificaram a trajetória de alta, com valorização de 15,7% em dólar, desde o último Copom, refletindo principalmente a desvalorização da moeda americana, o fortalecimento da demanda chinesa e as adversidades climáticas. De forma semelhante, as *commodities* metálicas e energéticas se valorizaram 12,1% e 9,8% no período. Apesar desse viés, como as economias maduras seguem com expressivo hiato do produto, os índices de preço se mantêm contidos. Nos EUA, em função da trajetória declinante dos núcleos inflacionários, as preocupações do *Federal Reserve (Fed)* se intensificaram impondo à autoridade monetária a manifestação de que o atual patamar de preços está incompatível com seu mandato de máximo emprego e estabilidade de preços.

59. Nesse contexto, os bancos centrais das economias do G4 mantiveram o caráter acomodatório de suas políticas, com o Banco do Japão (BoJ) anunciando nova etapa de afrouxamento monetário (*quantitative easing*) e reintrodução da política de juros zero (ZIRP). Nas economias emergentes, apesar de algumas elevações de juros básicos, a exemplo do ocorrido no Peru, Chile e Índia, a postura da política monetária segue dando suporte ao crescimento econômico, haja vista os bancos centrais estarem mantendo os juros básicos abaixo dos patamares que vigoravam antes do início da crise, havendo inclusive a percepção de que será necessário continuar retardando a retirada dos estímulos monetários introduzidos durante aquele período. A avaliação decorre, em parte, da percepção de provável ampliação da postura acomodatória adotada pelo *Fed*, o que tem implicado persistente desvalorização do dólar, aumento da procura por papéis governamentais de dez anos de economias maduras, cujos retornos mantêm trajetória de baixa, e frequentes intervenções nos mercados de câmbio, em especial nas economias emergentes (Colômbia, Peru, Malásia, Tailândia, Índia, África do Sul e Turquia, entre outros).

60. Destaque-se ainda que, desde a última reunião do Copom, os mercados financeiros se caracterizam por ampla desvalorização do dólar, menor aversão ao risco, valorização no mercado acionário e diminuição da volatilidade, conforme evidenciado pelo índice VIX que, tendo recuado ao patamar de vinte pontos, encontra-se próximo do vigente ao final de abril, antes do agravamento da crise fiscal em países europeus.

Comércio exterior e reservas internacionais

61. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$1,1 bilhão em setembro, resultado de exportações de US\$18,8 bilhões e importações de US\$17,7 bilhões, totalizando US\$12,8 bilhões no período janeiro-setembro de 2010. Considerados os valores médios diários, o superávit comercial do ano reduziu-se em 40% em relação a igual período de 2009, refletindo o crescimento de 45,1% nas importações e de 28,9% nas exportações. A corrente de comércio atingiu US\$277,1 bilhões no acumulado do ano, com ampliação de 36,2% em relação aos primeiros nove meses do ano anterior.

62. As reservas internacionais somaram US\$275,2 bilhões em setembro, com elevação de US\$13,9 bilhões em relação ao estoque de agosto e de US\$36,7 bilhões no ano. As compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio totalizaram US\$10,8 bilhões no mês, acumulando US\$29,4 bilhões nos primeiros nove meses de 2010.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

63. No período subsequente à reunião do Copom de setembro, as taxas de juros futuros de prazos superiores a um ano apresentaram elevação, refletindo principalmente a divulgação de índices de inflação corrente mais pressionados, o aumento das expectativas inflacionárias na pesquisa Focus e o anúncio de dados robustos de atividade, emprego e crédito. Entre 30 de agosto e 29 de setembro, as taxas para os prazos de um, de dois e de três anos subiram, respectivamente, 0,08 p.p., 0,28 p.p. e 0,29 p.p. A partir de 29 de setembro, no entanto, essas taxas iniciaram uma trajetória de queda, influenciadas pela divulgação de indicadores de atividade doméstica inferiores às estimativas de mercado, pelos sinais de lenta recuperação da economia norte-americana e pela

expectativa de novas medidas de afrouxamento monetário em economias desenvolvidas. Assim, em 18 de outubro, a curva de juros doméstica estava praticamente no mesmo patamar do final do mês de agosto. Entre 30 de agosto e 18 de outubro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,03 p.p., 0,04 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um e de três anos cederam, respectivamente, 0,08 p.p. e 0,01 p.p., enquanto a taxa para o prazo de dois anos elevou-se em 0,03 p.p.. 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, recuou de 5,89% em 30 de agosto para 5,68% em 18 de outubro.

64. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 31 de agosto a 18 de outubro, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no valor de R\$47,7 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo alcançou R\$117,7 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas de prazos entre doze e trinta e três dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$218,4 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 33 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 dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$65,9 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$387,3 bilhões, entre 20 de julho e 30 de agosto, para R\$402,0 bilhões, entre 31 de agosto e 18 de outubro. Considerando-se o saldo diário das operações no período mais recente, foi registrada uma elevação dos compromissos de recompra no valor de R\$53,5 bilhões, com o estoque total passando de R\$369,5 bilhões, em 30 de agosto, para R\$422,9 bilhões, em 18 de outubro. Os fatores condicionantes da expansão da liquidez no período foram as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, as despesas líquidas da União e o resgate líquido de títulos públicos federais.

65. Entre 31 de agosto e 18 de outubro, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões

tradicionais, somaram R\$64,8 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$43,2 bilhões, sendo R\$33,2 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011 e 2013 e R\$10,0 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2015, 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras

do Tesouro (LFT) totalizaram R\$12,1 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2014, 2015, 2016 e 2017. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2013, 2015, 2020, 2040 e 2050, em um montante total de R\$9,5 bilhões.

Notas da 155ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 7 e 8/12/2010

Local: Sala de reuniões do 8º andar (7/12) e do 20º andar (8/12) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (7/12) e 16h55 (8/12)

Horário de término: 18h50 (7/12) e 19h40 (8/12)

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 7)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 8)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 7)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Consultor da Diretoria

Francisco Leopoldo Carvalho de Mendonça Filho – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Wagner Piazza Gaglianone – Assessor do Departamento de Estudos e Pesquisas

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. Após registrar altas de 0,45% em setembro e de 0,75% em outubro, a inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou novamente em novembro, para 0,83%. Com isso, a inflação acumulada nos onze primeiros meses de 2010 foi de 5,25%, 1,32 pontos percentuais (p.p.) acima da observada em igual período de 2009. O aumento da inflação em 2010 reflete o comportamento dos preços livres, que aumentaram 6,26% até novembro, e contribuíram com 4,4 p.p. do acumulado de 5,25% registrados no ano. De fato, os preços administrados desaceleraram em relação ao ano anterior e acumulam alta de 2,86% até novembro, ante 4,21% em igual período de 2009, com contribuição de apenas 0,8 p.p. para a inflação acumulada até novembro de 2010. Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 5,87% no acumulado do ano até novembro, e a dos preços não comercializáveis, 6,61%. A variação dos preços dos serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços dos bens, mostra certa estabilidade, e atingiu 6,99% no acumulado do

ano até novembro. Em grande parte, a aceleração dos preços em setembro, outubro, e novembro se deveu à alta de preços no grupo alimentação e bebidas.

2. Os desvios na trajetória dos preços dos alimentos continuam desempenhando papel relevante no comportamento da inflação plena de 2010. De fato, no primeiro quadrimestre o IPCA registrou alta pronunciada, quando alimentos e bebidas variaram 5,19%, enquanto no segundo quadrimestre, houve relativa estabilidade, quando alimentos e bebidas recuaram 1,61%. A inflação mensal registrou altas consecutivas nos três primeiros meses do último quadrimestre, sendo que alimentos e bebidas variaram 5,28%. Note-se que a variação em doze meses dos preços da alimentação no domicílio passou de 6,67%, em abril de 2010, para 2,29%, em agosto, e tornou a subir para 9,39% em novembro; ao mesmo tempo, a do IPCA se posicionou em 5,26%, 4,49%, e 5,64%, respectivamente. A elevação recente nos preços dos alimentos vem refletindo, em parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais.

3. Em linha com a evolução da inflação plena, as três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central apresentaram elevação entre setembro e novembro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização elevou-se de 0,43% em setembro para 0,55% em outubro e 0,56% em novembro. No mesmo período, o núcleo por dupla ponderação elevou-se de 0,39% para 0,58% e 0,62%, e o núcleo por exclusão elevou-se de 0,37% para 0,44% e 0,52%. No acumulado em doze meses, as taxas de variação se posicionaram em novembro em 5,30%, 5,52% e 5,32% para o núcleo por exclusão, por médias aparadas com suavização e por dupla ponderação, respectivamente. O índice de difusão do IPCA, que já havia atingido 62,5% em setembro, avançou novamente para 64,8% em outubro e para 67,2% em novembro.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 1,03% em outubro, valor próximo ao observado em setembro (1,10%). No ano, a inflação acumulada de janeiro a outubro atingiu 9,16%, valor superior ao registrado no mesmo

período de 2009 (-1,40%). No acumulado do ano até outubro, a inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) alcançou 11,40%, refletindo a inflação de 9,07% medida pelo IPA industrial e de 18,78% medida pelo IPA agrícola. A variação do IPA-DI em 2010 é, portanto, superior ao valor registrado no mesmo período de 2009 (-3,77%). Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 4,43% no acumulado do ano até outubro, superior aos 3,41% registrados no mesmo período de 2009. Sob esse mesmo critério, a inflação medida pelo Índice Nacional da Construção Civil (INCC), componente de menor peso do IGP-DI, variou 6,66%, também superior ao registrado no mesmo período de 2009 (2,85%). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna, e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Após apresentar taxas de crescimento positivas em todos os meses de janeiro de 2009 até abril de 2010, o IBC-Br, que vinha se mostrando estável, com crescimento de 0,2% entre maio e agosto deste ano, voltou a apresentar crescimento (0,7% em setembro), indicando que o período de arrefecimento mais intenso da atividade se esgotou.

6. Após recuo acentuado em decorrência da crise de 2008/2009, a atividade industrial se recuperou, mas tem mostrado certa acomodação em níveis similares aos observados no pré crise. Com base na série geral dessazonalizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial registrou crescimento de 0,4% no mês de outubro, e de 0,1% em setembro, na comparação mensal. A taxa de crescimento da média móvel trimestral atingiu 0,1% no período de julho a outubro, próxima

à registrada no período de junho a setembro (0,2%). Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção aumentou em outubro e em setembro à taxa de 2,1% e de 6,6%, respectivamente. No acumulado em doze meses, a produção industrial mostrou expansão com aceleração pela sétima vez consecutiva, de 11,8% em outubro, ante 11,2% em setembro. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, a recuperação até outubro foi de 24,5%. Essa recuperação tem sido amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a maior contribuição em outubro, em relação ao mês anterior, refere-se à variação de 2,8% na produção de bens de consumo duráveis. Já as variações nos setores de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, de bens intermediários, e de bens de capital foram negativas, de -0,1%, -0,1%, e de -0,2%, respectivamente. Considerando a média móvel trimestral para outubro, apenas na categoria bens de consumo houve crescimento, de 0,2% (0,6% no setor de duráveis e 0,2% no setor de semiduráveis e não duráveis). Na categoria bens de capital houve redução de 0,9%, e de 0,5% para bens intermediários. Vale ressaltar que, apesar de o indicador para a atividade na indústria de bens de capital haver apresentado redução na margem, o crescimento no acumulado do ano até outubro alcança 24,0%, na comparação com o mesmo período do ano anterior, maior expansão entre as categorias de uso. Isso evidencia a robustez do investimento em bens de capital, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,2%, em setembro de 2010, para 6,1%, em outubro de 2010, inferior aos 7,5% registrados em outubro de 2009. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente até outubro, mas atingiu o mínimo histórico da série iniciada em março de 2002, de 6,1%. Também na série dessazonalizada, a taxa de outubro atingiu novo mínimo histórico, de 6,3%. O emprego, medido pelo número de ocupados

nas regiões metropolitanas, na comparação com os mesmos meses do ano anterior, apresentou elevação de 3,5% em setembro e de 3,9% em outubro de 2010. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) continuam indicando crescimento no setor formal, embora o número de outubro não sugira aceleração. Em outubro foram criados 204,8 mil postos de trabalho, ante 231,0 mil registrados em outubro de 2009. No acumulado do ano, foram criados 2,41 milhões de postos, expansão de 107% em relação ao mesmo período de 2009, representando o maior saldo acumulado de janeiro a outubro desde a criação da série. O setor que mais contribuiu para a geração de empregos em outubro e no acumulado de 2010 foi o de serviços (42% do saldo gerado no mês e 36% do saldo gerado no ano). Também o rendimento médio real habitual observado em outubro foi o maior da série histórica, tendo registrado alta de 0,3% ante o mês anterior; e de 6,5% ante outubro de 2009. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento principal, atingiu 10,7% em outubro, na comparação com mesmo mês de 2009, e permanece como fator-chave para a sustentação do crescimento da demanda doméstica.

9. De acordo com dados da pesquisa mensal de comércio divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 5,9% em setembro, 14,0% em agosto, e 12,6% em julho, na comparação com os mesmos meses do ano anterior. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal no volume de vendas apresentou recuo de 0,9% em setembro, após ter crescido nos quatro meses anteriores. Assim, a média do volume de vendas no terceiro trimestre aumentou 3,5% em relação à do segundo. Dos dez segmentos pesquisados, quatro tiveram variações mensais positivas em setembro. O destaque de maior variação (5,6%) ocorreu no segmento equipamentos e materiais para escritório. Nos próximos meses, a trajetória do comércio deve continuar a ser beneficiada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela expansão do crédito, e pela confiança dos consumidores.

10. O volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento positivo em todos os meses do segundo quadrimestre de 2010, acumulando alta de 4,8%. Por outro lado, no mesmo período, a

atividade registrou redução de 0,9% de acordo com o índice da produção industrial, e certa estabilidade, de acordo com o IBC-Br. Dessa forma, a acomodação da atividade industrial não teve correspondência no comércio, cujo dinamismo reflete tanto a evolução na importação de bens de consumo não duráveis, com alta de 8,1% no *quantum* importado entre o segundo e primeiro quadrimestre (dados dessazonalizados pelo Banco Central), quanto a evolução dos estoques de produtos finais, que, ao longo dos 6 primeiros meses do ano ficaram abaixo do planejado pelas empresas, de acordo com a sondagem industrial da Confederação Nacional da Indústria (CNI).

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, situou-se em 86,1% em novembro, ante 86,4% em outubro, valores próximos aos níveis verificados antes da crise de 2008/2009. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 84,5% em novembro, ante 85,2% em outubro. Entre as quatro categorias de uso, apenas as indústrias do setor de intermediários registraram redução, de 0,5 p.p., na comparação com o mês anterior, atingindo o nível de 86,0%. Por outro lado, o nível de utilização para as indústrias do setor de bens de capital apresentou alta de 1,2 p.p., alcançando 84,8%. Nos setores de materiais de construção e de bens de consumo não houve variação mensal em novembro. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci de outubro se manteve estável em 82,2%, ante 82,1% em setembro e 82,2% em agosto. As taxas de utilização da capacidade instalada, embora em patamares elevados, mostram ligeiro recuo. A reduzida margem de ociosidade é resultado da expansão recente da atividade econômica, ainda não compensada totalmente pela maturação dos investimentos. Note-se que a absorção de bens de capital apresentou queda de 5,8% em outubro, com relação ao mês anterior, mas crescimento de 9,6% em relação a outubro de 2009. Na comparação do acumulado do ano até outubro, o aumento é de 29,4%, evidenciando desaceleração da absorção de bens de capital. A produção de insumos para a construção civil registrou elevação em outubro, de 0,8%, em relação ao mês anterior, e de 5,2% em relação ao mesmo período de 2009. Na comparação do acumulado em doze meses, a expansão foi de 12,2%. Conforme assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém

estrita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses totalizou US\$17,1 bilhões em novembro, valor US\$8,3 bilhões inferior ao observado no mesmo período de 2009. Esse resultado adveio de US\$195,5 bilhões em exportações e de US\$178,4 bilhões em importações, o que representa variações de 28,3% e 40,5%, respectivamente, em relação a novembro de 2009. De fato, o maior dinamismo da demanda doméstica ante à externa é relevante para a redução verificada no superávit comercial. O comportamento das remessas de lucros e dividendos, que também reflete o diferencial de crescimento entre a economia brasileira e a de outros países, vem contribuindo para elevar o déficit em conta corrente. O déficit acumulado em doze meses aumentou de US\$47,3 bilhões, em setembro, para US\$48,0 bilhões em outubro, equivalente a 2,4% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$36,1 bilhões em doze meses até outubro, o equivalente a 1,8% do PIB, resultando em necessidade de financiamento externo de 0,6% do PIB.

13. A recuperação da economia global continua sendo liderada por um grupo de países emergentes, cujo ritmo de expansão, em grande parte, ancora-se no crescimento da demanda doméstica e, em casos específicos, no setor exportador. A recuperação econômica também continuou nos Estados Unidos (EUA) e na Europa, embora de forma mais gradual do que anteriormente antecipado. A Zona do Euro, em particular, vive situações distintas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua bastante forte na Alemanha. Em novembro, o índice de confiança dos empresários atingiu o maior nível registrado desde a unificação daquele país. Já a Irlanda concluiu negociações para um pacote de assistência financeira da Comunidade Europeia, do Fundo Monetário Internacional (FMI), e de fontes bilaterais, totalizando 85 bilhões de euros. Quanto às taxas de inflação, elas têm permanecido em níveis bastante reduzidos nos países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), a despeito das ações de política econômica de caráter fortemente

expansionista, tanto no lado fiscal como no lado monetário. Em novo esforço neste sentido, os Estados Unidos anunciaram a expansão do programa de afrouxamento monetário em US\$600 bilhões e cresce a possibilidade de que ocorra a prorrogação de estímulos de cunho fiscal. Entre mercados emergentes, destaca-se que o banco central chinês elevou por duas vezes o requerimento de depósitos compulsórios por parte dos bancos desde a última reunião do Copom. Houve também aperto da política monetária no Chile, na Coreia do Sul, na Hungria e na Índia, e nova redução na África do Sul.

14. Os preços do petróleo, nos mercados a vista e futuro, mantiveram-se próximos a US\$80. A baixa previsibilidade da retomada assimétrica da economia global, a dependência do crescimento da oferta ao ritmo de maturação de projetos de investimentos arriscados, e a complexidade geopolítica do setor adicionam incerteza às previsões dos preços do petróleo. O cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2011. Cumpre destacar, entretanto, que, independente do comportamento do preço local da gasolina, variações no preço do petróleo podem ser transmitidas para a economia doméstica, por exemplo, via setor petroquímico, ou pelo canal de expectativas. Em relação aos preços das demais *commodities*, nota-se que o índice de preços baseado em 22 *commodities*, divulgado pela *Commodity Research Bureau* (CRB), tem variado, nas últimas semanas, em torno de níveis recordes. Um fator que parece contribuir para as acentuadas elevações é o rebalanceamento da demanda global dos países desenvolvidos para os países emergentes, onde o consumo tende a ser mais intensivo em *commodities*. Note-se ainda que, no passado recente, o movimento dos preços das *commodities* parece ter sido fortemente influenciado pela ampla liquidez global. Nas últimas semanas, no entanto, houve certo arrefecimento nas pressões altistas, especialmente para as *commodities* agrícolas. A alta volatilidade observada nos preços desses produtos decorre de contexto em que os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento da demanda e à considerável volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

15. 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) a projeção para o reajuste no preço da gasolina, para o acumulado de 2010, elevou-se de 0% considerado na reunião do Copom de outubro para 1,6%, e a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão elevou-se de 0% para 1,7%, para o mesmo período. Para 2011, projeta-se variação nula nos preços da gasolina e do gás de bujão;

b) no tocante às projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2010, a primeira reduziu-se para 0,4% ante 0,8% considerado na reunião de outubro; e a segunda passou de 3,6% para 2,8%. Para 2011, as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade são de 2,9% e 2,8%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2010, segundo o cenário de referência, reduziu-se para 3,4%, ante 3,6% considerados na reunião de outubro, e para 2011, a projeção reduziu-se para 4,0%, ante 4,3%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,15% do total do IPCA de novembro;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, segundo o cenário de referência, é de 4,4%. Essa projeção se baseia 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) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 82 pontos-base (p.b.) e 12 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e 2011, respectivamente. Para o terceiro trimestre de 2012, o *spread* é de 65 p.b.

16. Em relação à política fiscal, a hipótese de trabalho levada em conta nas projeções é o cumprimento da meta para o superávit primário de 3,1% do PIB em 2010. Considera-se ainda a possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,90 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 retornaria, sem ajustes, ao patamar de 3,0% do PIB em 2011 (conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentária), e ao de 3,1% em 2012.

17. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados dos recolhimentos compulsórios recentemente anunciados.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 se deslocou de 5,20% para 5,78%. Para 2011, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 4,99% para 5,20%, e para 2012 se encontra em 4,50%.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,70 R\$/US\$ e da taxa Selic em 10,75% 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 outubro, e se encontra sensivelmente acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 também se elevou, e se encontra sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, a projeção elevou-se no cenário de referência, em relação ao valor considerado na reunião de outubro, e se encontra acima do valor central da meta para a inflação, enquanto no cenário de mercado a projeção permaneceu estável. No que se refere ao terceiro trimestre de 2012, as projeções se elevaram em ambos os cenários, mas se encontram ao redor do valor central da meta para a inflação.

Implementação da política monetária

20. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

21. 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, e 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, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação à trajetória

de metas. 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.

22. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos seis anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos. Apesar da substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis, importa destacar que essa percepção é respaldada por estimativas geradas pelos modelos macroeconômicos utilizados pelo Copom. Além disso, note-se que, na avaliação de 49% dos analistas que responderam à consulta feita pelo Banco Central, a taxa neutra no Brasil estaria em níveis iguais ou inferiores a 6,50%. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

23. Nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram elevadas desde a última reunião do Comitê, em parte, alimentadas pelo aumento da liquidez global e pelas perspectivas de que esse processo possa eventualmente se acentuar. Cresceram também as preocupações com dívidas soberanas de países europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que persistiram dúvidas quanto à sustentabilidade

da recuperação da economia americana. Os preços de certas *commodities* e de ativos brasileiros se mantiveram relativamente estáveis e, de modo geral, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra elevação das pressões inflacionárias em algumas economias relevantes, enquanto arrefeceram preocupações com a perspectiva de deflação em outras. Nessa conjuntura, recuou a probabilidade de que se observe alguma influência desinflacionária do ambiente externo sobre a inflação doméstica, conquanto persista substancial incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de substancial volatilidade nos mercados financeiros internacionais. 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.

24. Apesar de a acomodação observada nos dois últimos trimestres haver se mostrado mais intensa do que o esperado no início deste ano, como revelam, entre outros, dados sobre estoques e produção industrial; as perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis. Essa avaliação é sustentada, entre outros, pelos sinais de que a expansão da oferta de crédito tende a persistir, embora em ritmo mais moderado, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, e pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, apesar de alguma acomodação na margem. O Copom pondera, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, apesar do arrefecimento da geração de postos em segmentos específicos.

25. O Copom ressalta, mais uma vez, que há defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre o da 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. Desde a penúltima reunião, a

inflação foi forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços de alimentos, que, em parte, repercutiu choques de oferta domésticos e externos. Esses desenvolvimentos tendem a ser transmitidos ao cenário prospectivo, entre outros mecanismos, via inércia, como, de resto, apontam as projeções de inflação com as quais o Banco Central trabalha. Cumpre também destacar a persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Nesse contexto, o Comitê identifica riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

26. O Copom avalia, por outro lado, que os efeitos do processo de ajuste da taxa básica de juros, interrompido em julho de 2010, ainda não foram integralmente transmitidos à dinâmica dos preços e, ao mesmo tempo, reafirma que seu cenário central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais e para-fiscais. O cenário base também incorpora moderação no ritmo de expansão do crédito. Especificamente neste último caso, prevalece a visão de que, desde a última reunião, houve substancial aumento na probabilidade de concretização dessa hipótese de trabalho, haja vista a introdução de iniciativas macroprudenciais.

27. O Comitê ressalta que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária e que a importância desse vínculo tende a crescer com o aprofundamento do mercado de crédito, fenômeno este observado no Brasil nos últimos anos. Entretanto, não há respaldo para que esses dois conjuntos de instrumentos sejam vistos como substitutos perfeitos, pois divergem, entre outros aspectos, no alcance e nos mecanismos de transmissão. As ações macroprudenciais recentemente anunciadas se inserem em um processo abrangente, que inclui entre seus objetivos, a reversão de estímulos introduzidos para contrabalançar os efeitos sobre a economia brasileira da crise de 2008/2009. Junto a outras, constituem sequência de iniciativas que visa adequar as condições financeiras domésticas ao ambiente pós-crise, caracterizado por intenso contraste entre os cenários prospectivos para os principais blocos econômicos. A esse respeito, ao compartilhar a visão de que a atitude

dos bancos em relação à tomada de riscos é um dos canais de transmissão da política monetária, o Copom entende que, a depender das circunstâncias, ações macroprudenciais podem preceder ações convencionais de política monetária.

28. A intensidade e a frequência dos choques a que têm sido submetidas tanto a economia global quanto a brasileira nos últimos anos impõem desafios adicionais à análise do cenário prospectivo. O Comitê reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, no qual 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 estreita margem de ociosidade dos fatores de produção, embora, no passado recente, observe-se ligeiro declínio na taxa de ocupação da capacidade instalada e certa moderação no dinamismo do mercado de trabalho ex administração pública.

29. Em suma, desde a última reunião, no âmbito externo, injeções extraordinárias de liquidez e seus reflexos de certa forma imediatos e generalizados sobre preços de ativos, em especial *commodities*, apontam menor probabilidade de reversão do ainda lento processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Por outro lado, revelam influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, os efeitos do ajuste na taxa Selic ainda não foram inteiramente incorporados à dinâmica dos preços. Adicionalmente, medidas macroprudenciais recentemente anunciadas, um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda, ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Mesmo assim, desde a última reunião, teve seguimento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade, mas isso ocorreu em magnitude superior a que se antecipava. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade das pressões recentes, o balanço de riscos atual se mostra menos favorável à concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas.

30. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés. Diante de um cenário prospectivo menos favorável do que o observado na última reunião, mas tendo em vista que, devido às condições de crédito e liquidez, o Banco Central introduziu recentemente medidas macroprudenciais, prevaleceu o entendimento entre os membros do Comitê de que será necessário tempo adicional para melhor aferir os efeitos dessas iniciativas sobre as condições monetárias. Nesse sentido, o Comitê entendeu não ser oportuno reavaliar a estratégia de política monetária nesta reunião e irá acompanhar atentamente a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

31. 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, embora tendam a arrefecer, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a consolidação da expansão da atividade e, conseqüentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de parcela substancial das iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009, os das perspectivas pouco favoráveis para a economia global e, especialmente, das recentes iniciativas de caráter macroprudencial. 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.

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 18 de janeiro de 2011, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 20.223, de 15 de outubro de 2010.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

33. O IPCA variou 0,83% em novembro, mostrando aceleração do índice relativamente ao resultado de outubro, 0,75%, mas arrefecimento ante o resultado do IPCA-15 em novembro, 0,86%. No ano, o índice apresentou elevação de 5,25% e, no período de doze meses, de 5,64%. Os preços livres aumentaram 1,04% no mês, ante 0,94% em outubro, como resultado da elevação de 1,53% nos preços dos produtos comercializáveis e de 0,60% nos não-comercializáveis. Os preços monitorados variaram 0,33%, comparativamente a 0,30% em outubro. O índice de difusão situou-se em 67,19% em novembro, alcançando média de 61,08% em 2010.

34. As taxas mensais e acumuladas em doze meses dos núcleos de inflação do IPCA aceleraram em novembro. O núcleo calculado pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,56%, ante 0,55% no mês anterior, acumulando alta de 5,52% no período de doze meses, ante 5,35% em outubro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e os itens relativos a combustíveis de veículos, subiu 0,52% em novembro, ante 0,44% em outubro, acumulando 5,30% em doze meses, ante 5,15% no mês anterior. O núcleo de dupla ponderação variou 0,62% em novembro, ante 0,58% em outubro, acumulando variação de 5,32% em doze meses, ante 5,09% no mês anterior.

35. O IGP-M variou 1,45% em novembro, acumulando altas de 10,56% no ano e de 10,27% em doze meses. No mês, houve aceleração nos três componentes do índice. O IPA cresceu 1,84%, ante 1,30% em outubro, sobretudo pela variação mais elevada dos itens bovinos, e carnes, produtos de carnes e pescados, com contribuição conjunta de 0,79 p.p. para o resultado. No período de doze meses encerrado em novembro, o IPA cresceu 12,62%, aumento decorrente da variação de 22,05% nos preços de produtos agropecuários e de 9,59% nos relativos a produtos industriais. O IPC aumentou 0,81% em novembro, ante 0,56% em outubro, com aceleração em quatro dos sete grupos pesquisados, em especial alimentação. No acumulado do ano, até outubro, e,

em doze meses, o IPC apresentou variações de 5,13% e 5,34%, respectivamente. O INCC cresceu 0,36% em novembro, ante 0,15% em outubro, com elevação de 6,95% no ano e de 7,16% em doze meses.

Atividade econômica

36. O IBC-Br cresceu 0,7% em setembro, após cinco meses de relativa estabilidade, segundo dados isentos de sazonalidade. No trimestre terminado em setembro, o IBC-Br apresentou alta de 0,3%, ante o finalizado em junho. Pela série observada, o IBC-Br acumulou alta de 8,9% no ano e de 8% em 12 meses.

37. Após quatro meses consecutivos de expansão na margem, as vendas do comércio ampliado registraram recuo de 0,9% em setembro, comparativamente ao mês anterior, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. O comércio varejista, entretanto, seguiu crescendo no período, com alta pelo quinto mês consecutivo, de 0,4%. Por atividade do comércio, registrou-se aumento em quatro dos dez segmentos pesquisados, comparativamente ao mês anterior, segundo a série com ajuste sazonal, com destaque para as elevações de 5,6% em equipamentos e materiais para escritório e de 2,8% em outros artigos de uso pessoal e doméstico. Entre os segmentos com queda nas vendas, enfatize-se a retração de 1,2% em artigos farmacêuticos e médicos e de 0,8% em veículos e motos, partes e peças. A média das vendas do comércio ampliado realizadas no terceiro trimestre apresentou expansão de 3,5% relativamente ao segundo trimestre.

38. Em relação a setembro de 2009, as vendas do comércio ampliado cresceram 5,9%, totalizando expansões de 11,4% no ano e 12% nos últimos doze meses. A análise por segmento evidenciou recuo nas vendas somente no segmento de veículos e motos, partes e peças, relativamente a setembro do ano anterior, de 4%. Entre as atividades com expansão, destacaram-se as vendas relativas a equipamentos e materiais para escritório, 28,5%; material de construção, 16,8%; e outros artigos de uso pessoal e doméstico, 15,8%. No acumulado no ano, foram registradas maiores vendas em todas as atividades consideradas pela pesquisa, em especial, nas relativas a equipamentos e materiais para escritórios, 25,3%; móveis e eletrodomésticos, 18,4%; e material

de construção, 16,4%. O resultado do comércio ampliado nos últimos doze meses encerrados em setembro, relativamente a igual período anterior, mostrou, igualmente, crescimento generalizado por atividade, com destaque para os aumentos nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, 20,4%; móveis e eletrodomésticos, 16,1%; e veículos e motos, partes e peças, 14,4%.

39. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram alta mensal de 4,8% em novembro, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, com altas generalizadas em todas as categorias. No trimestre encerrado em novembro, houve crescimento de 8,3%, relativamente ao trimestre finalizado em julho, desempenho influenciado especialmente pela alta de 10% nas vendas de automóveis. No acumulado do ano e no período de doze meses finalizado em outubro, as vendas de autoveículos apresentaram elevações respectivas de 10% e 12,6%, com aumentos observados em todos os segmentos, com ênfase em caminhões, comerciais leves e ônibus.

40. As importações de bens de capital recuaram 13,2% em outubro, em relação a setembro, de acordo com o índice de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. Comparativamente a outubro de 2009, houve aumento de 32,7%, e para os acumulados no ano e em doze meses, de 42,1% e 33,2%, respectivamente, em relação a iguais períodos do ano anterior.

41. A produção de bens de capital recuou 0,2% em outubro, resultando em queda de 2,4% no trimestre encerrado nesse mês, em relação ao trimestre imediatamente anterior, de acordo com dados com ajustes sazonais da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Dentre os principais segmentos produtores de bens de capital destacaram-se, em outubro, os recuos na produção de equipamentos para energia elétrica, 4,2%, para fins industriais não-seriados, 3,1%, e máquinas agrícolas, 2,5%. Os principais avanços na produção ocorreram em equipamentos de transporte, 4%, e para fins industriais seriados, 3,9%. No acumulado do ano, a produção de bens de capital aumentou 24%,

com ênfase no segmento de bens direcionados para a construção, com variação de 120,8%.

42. A produção de insumos típicos da construção civil cresceu 0,8% em outubro, em relação ao mês anterior, segundo a série dessazonalizada pelo Banco Central, registrando variação de 0,2% no trimestre. Ante outubro de 2009, a expansão atingiu 5,2%, enquanto nos acumulados do ano e em doze meses atingiu 12,9% e 12,2%, respectivamente.

43. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) atingiram R\$140,9 bilhões de janeiro a outubro de 2010, valor 31% superior ao registrado em igual período do ano anterior. O setor industrial absorveu 50% do total dos recursos liberados nos primeiros dez meses de 2010, seguindo-se os segmentos relativos à infraestrutura, 29%; comércio e serviços, 15%; e agropecuária, 6%.

44. A produção física da indústria geral cresceu 0,4% em outubro, em relação ao mês anterior, pela série com ajuste sazonal, após variação de 0,1% em setembro, conforme dados da PIM-PF. Com esse resultado, a média do trimestre encerrado em outubro ficou igual à do trimestre anterior. Por categorias de uso, o destaque foi o crescimento mensal de 2,8% na produção de bens de consumo duráveis, enquanto os demais apresentaram ligeiro declínio. Consideradas as 26 atividades da indústria, doze apresentaram aumentos na comparação mensal. No trimestre encerrado em outubro, os principais aumentos foram registrados em edição, impressão e reprodução (8%), equipamentos de instrumentação médico-hospitalar (6,5%), e outros equipamentos de transporte (3,8%). Os segmentos com os maiores recuos foram material eletrônico e equipamento de comunicação (-14,5%); máquinas, aparelhos e materiais elétricos (-6,5%), e metalurgia básica (-6,1%).

45. Em relação a outubro de 2009, a produção industrial cresceu 2,1%, com especial ênfase na elevação da produção de bens de capital, 6%, seguida pela de bens intermediários, 3,2%, e de bens de consumo semi e não duráveis, 1,5%, enquanto bens de consumo duráveis registrou recuo de 4,9%. Considerados períodos de doze meses, a indústria apresentou expansão de 11,8% em outubro, em

relação a igual intervalo do ano anterior, sobressaindo os aumentos de produção na indústria de bens de capital, 21,1%; bens de consumo duráveis, 15,4%; e de bens intermediários, 12,8%.

46. O Nuci na indústria de transformação, calculado pela FGV, alcançou 84,5% em novembro, com queda de 0,7 p.p. em relação ao registrado em outubro e alta de 1,6 p.p. relativamente a novembro de 2009. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a elevação da taxa de utilização da capacidade refletiu, sobretudo, o resultado apurado para a categoria de bens de capital, que passou de 77,9% para 84,8% em novembro deste ano. As indústrias de bens intermediários e de material de construção registraram alta, de 2 p.p. e 1,9 p.p., respectivamente, enquanto a de bens de consumo apresentou redução de 0,7 p.p. Na comparação com o mês anterior, bens de capital elevou-se em 1,2 p.p., bens de consumo e material de construção permaneceram estáveis e bens intermediários caíram 0,5 p.p.

47. A produção de autoveículos atingiu 321,1 mil unidades em novembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), montante 0,1% maior que o de outubro, considerados dados ajustados sazonalmente pelo Banco Central. A produção do setor registrou crescimentos de 10,2% em relação a novembro de 2009, 14,6% no acumulado no ano e 19,2% no período de doze meses finalizado em novembro.

48. As vendas de autoveículos pelas montadoras aumentaram 1,7% em novembro, em relação ao mês anterior, segundo a série dessazonalizada, e 14,6%, em relação a novembro de 2009. No acumulado do ano e em doze meses, as vendas de autoveículos registraram crescimento de 14,3% e 17,2%, respectivamente, refletindo expansão tanto do mercado interno, 4,3% e 7,8%, como do externo, 73% e 68,4%, nessa ordem.

49. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de outubro, do IBGE, projetou a safra de grãos de 2011 em 144,5 milhões de toneladas, 2,8% menor que a obtida em 2010. Destaque-se que nessa projeção os rendimentos médios esperados para o milho e a soja, que seguem as respectivas médias dos últimos anos, estão inferiores aos verificados

em 2010, recordes históricos para esses produtos. A projeção da área total a ser colhida apontou aumento de 1,7%, para 47,4 milhões de hectares.

Expectativas e sondagens

50. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, de abrangência nacional, aumentou 2,7% entre outubro e novembro de 2010, alcançando 125,4 pontos, novo recorde histórico. O resultado refletiu os aumentos de 4,5% no Índice da Situação Atual (ISA) e 1,5% no Índice de Expectativas (IE). O ICC cresceu 9,3% em relação a novembro de 2009, resultado de elevações de 19,8% no ISA e de 3% no IE.

51. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da FGV, diminuiu 1,1% em novembro, em relação a outubro, situando-se em 112,7 pontos, considerados dados com ajuste sazonal, menor patamar desde novembro de 2009. O comportamento do índice refletiu, com maior intensidade, a diminuição do otimismo em relação aos meses futuros, tendo o IE apresentado queda de 1,9%, enquanto o ISA recuou 0,3%. O ICI registrou alta de 2,9% em relação ao mesmo mês de 2009, em decorrência do aumento de 5,8% no ISA e do recuo de 0,3% no IE.

52. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, caiu 0,3% entre novembro e outubro, após recuo de 0,9% no mês anterior, refletindo a queda de 2,5% no Índice da Situação atual (ISA-S), atenuada pelo aumento de 1,8% no Índice de Expectativas (IE-S). Em relação a novembro de 2009, o ICS cresceu 2,7%. O trimestre encerrado em novembro registrou alta de 0,4% no ICS, relativamente ao trimestre imediatamente anterior.

Mercado de trabalho

53. Segundo o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criadas 204,8 mil vagas de trabalho em outubro, representando crescimento de 0,4% em relação às novas vagas registradas em setembro, considerados dados dessazonalizados. No acumulado do ano o saldo atingiu 2.406,2 mil, o maior já registrado para os dez primeiros meses do ano, desde o início da série,

em janeiro de 1985, com recordes de contratação no setor de serviços, 860,3 mil; na indústria de transformação, 647,2 mil; no comércio, 373,9 mil; e na construção civil, 341,6 mil. Para o período considerado, as variações na geração de emprego, por setor de atividade foram, na ordem, 5,6%; 6,1%; 6,2% e 14%, em relação a igual período de 2009. Em outubro, destacaram-se as contrações do setor de serviços, 86,2 mil; e do comércio, 81,3 mil. De novembro de 2009 a outubro de 2010, foram gerados 2.237,7 mil empregos formais.

54. A taxa de desemprego aberto diminuiu pelo quinto mês consecutivo, atingindo 6,1% em outubro, menor taxa histórica, representando redução de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e de 1,4 p.p. em relação a outubro de 2009, de acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 6,3%, 0,1 p.p. menor que a observada em setembro, refletindo aumento de 0,4% na ocupação e de 0,3% na População Economicamente Ativa (PEA). Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores foi o maior registrado desde o início da pesquisa, com aumento de 0,3% em relação a setembro, e de 3,4% no acumulado no ano, contribuindo para as expansões de 1,4% e 7,1% da massa salarial nos mesmos períodos.

Crédito e inadimplência

55. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.645 bilhões em outubro, correspondendo a 47,2% do PIB, com variações positivas de 1,9% no mês, 16,3% no ano e 20,3% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou aumento de 1,6%, 13% e 15,7%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, resultado do crescimento nos saldos das operações com pessoas físicas, de 1,6% no mês, 14,4% no ano e 17,1% em doze meses, e das relativas às operações com pessoas jurídicas, de 1,6%, 11,7% e 14,3%, nessa ordem. Os créditos com recursos direcionados expandiram-se 2,5% no mês, 23,1% no ano e 30% em doze meses, com destaque para os acréscimos respectivos de 2,9%, 40,2% e 51,1% observados nos financiamentos habitacionais e de 2,7%, 22,6% e 32,4% referentes às operações realizadas pelo BNDES.

56. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial cresceu 0,3 p.p. em outubro, para 35,4%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram 40,4% e 28,7%, respectivamente, registrando variações mensais de 1 p.p. e de -0,3 p.p., respectivamente.

57. O prazo médio das operações de crédito referencial recuou de 458 dias em setembro, para 456 dias em outubro, resultado de quedas respectivas de três e dois dias nos prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas, que atingiram, na ordem, 538 e 383 dias.

58. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, ficou estável em 4,7% em outubro, com redução de 1,1 p.p. em doze meses, sendo a mais baixa no período posterior a janeiro de 2009. As taxas relativas às operações com pessoas físicas e pessoas jurídicas mantiveram-se estáveis em 6% e 3,5%, respectivamente.

Ambiente externo

59. No terceiro trimestre, a atividade econômica mostrou aceleração nos EUA e no Japão e arrefecimento na Zona do Euro e no Reino Unido. Deve-se registrar que para os dois primeiros países a aceleração do PIB foi positivamente influenciada pelo avanço no consumo das famílias, muito embora no Japão esse componente de demanda tenha sido favorecido por subsídios governamentais, já extintos para o setor automotivo, mas ainda em vigor até o final do ano para determinados bens duráveis. Nos EUA, o último *Beige Book* reportou evidências de melhor desempenho das vendas no varejo em vários distritos, mas permanece apontando um mercado imobiliário residencial deprimido. No mesmo período, a taxa de crescimento interanual do PIB da China desacelerou para 9,6%, ante 10,3% no trimestre anterior. No que se refere à atividade manufatureira, o índice de gerentes de compra (PMI) reportou avanço na produção manufatureira global em novembro, com destaque para os crescimentos nos subíndices emprego e novas encomendas.

60. Os preços dos ativos nos mercados financeiros e os das *commodities* alternaram-se entre movimentos

de alta e de baixa. O movimento de alta, em meio à retomada das medidas de ampliação da liquidez nos Estados Unidos, se deveu à melhora nos indicadores de consumo em diversas economias e aos efeitos de adversidades climáticas sobre a oferta (no caso específico das *commodities* agrícolas). O de baixa refletiu o ressurgimento de temores quanto aos efeitos do aperto monetário na China e quanto à sustentabilidade fiscal de alguns países europeus, cujas incertezas perduram mesmo após o acordo firmado entre a Irlanda, a União Europeia e o FMI. Nesse sentido, o dólar norte-americano, que vinha se depreciando ante outras moedas, passou a valorizar-se em resposta ao crescimento da percepção de risco por parte dos agentes financeiros.

61. Menos expostos a flutuações nos preços dos alimentos, devido à composição das cestas de consumo, os índices de preços ao consumidor (IPC) das economias maduras mantiveram comportamento mais estável que os de economias emergentes. A variação anual do IPC atingiu, em outubro, 1,2% nos EUA; 1,9% na Zona do Euro; 3,2% no Reino Unido; e 0,2% no Japão, o primeiro registro de variação positiva desde fevereiro de 2009. Ressalte-se que, nos EUA, a variação anual do núcleo do IPC situou-se em 0,6%, a menor da série, iniciada em 1957. Entre os emergentes, também em outubro, o IPC anual aumentou na Rússia, para 7,5%; na China, para 4,4%; na Coreia, para 4,1%; e no México, para 4%; tendo reduzido na Turquia, para 8,6%.

62. Nesse contexto, os bancos centrais dos EUA, da Zona do Euro, do Reino Unido e do Japão mantiveram o caráter acomodatório de suas políticas, tendo o *Federal Reserve (Fed)* anunciado, em 3 de novembro, um novo afrouxamento quantitativo ao decidir pela compra, até o final do segundo trimestre de 2011, de mais US\$600 bilhões em *Treasuries* de longo prazo, à razão de US\$75 bilhões por mês. Ressalte-se que, desde a última reunião do Copom, vários bancos centrais, entre os quais os do Chile e da Índia, elevaram suas taxas básicas de juros.

Comércio exterior e reservas internacionais

63. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$312 milhões em novembro, efeito de exportações de US\$17,7 bilhões e importações

de US\$17,4 bilhões. Com esse resultado, o superávit comercial acumulado no ano atingiu US\$14,9 bilhões. Na comparação pela média diária, o superávit comercial do ano registrou retração de 35,4% em relação a igual período de 2009, refletindo expansão de 43,9% nas importações e de 30,7% nas exportações. A corrente de comércio cresceu 36,7% no acumulado do ano, passando de US\$254 bilhões em 2009 para US\$347,1 bilhões em 2010.

64. As reservas internacionais atingiram US\$285,5 bilhões em novembro, com elevação de US\$531 milhões em relação ao estoque de outubro e de US\$46,9 bilhões no ano. As compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio totalizaram US\$2,4 bilhões no mês, acumulando US\$39,3 bilhões nos primeiros onze meses de 2010.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

65. Após a reunião do Copom de outubro, as taxas negociadas no mercado futuro de juros apresentaram elevação para todos os prazos, influenciadas, principalmente, pela divulgação de índices de inflação corrente acima do esperado, pelo aumento das expectativas inflacionárias e por incertezas relacionadas à condução da política fiscal pelo próximo governo. No âmbito externo, a alta das taxas das *Treasuries* americanas também contribuiu para pressionar as taxas de juros domésticas de longo prazo. Entretanto, a partir de 3 de dezembro, esse movimento de alta da curva de juros foi parcialmente revertido, em razão do anúncio, pelo Banco Central, de medidas macroprudenciais envolvendo elevação dos depósitos compulsórios e aumento do requerimento de capital para operações de crédito. Assim, entre 18 de outubro e 6 de dezembro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se em 0,08 p.p., 0,31 p.p. e 0,76 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos subiram 0,88 p.p., 0,76 p.p. e 0,70 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 5,68%, em 18 de outubro, para 6,30%, em 6 de dezembro.

66. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 19 de outubro a 6 de dezembro, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$28,3 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo alcançou R\$129,2 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre treze e trinta e três dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$201,0 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 34 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 dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$65,2 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$402,0 bilhões, entre 31 de agosto e 18 de outubro, para R\$395,4 bilhões, entre 19 de outubro e 6 de dezembro. Considerando-se o período mais recente, foi registrada uma redução do saldo diário dos compromissos de recompra no valor de R\$49,3 bilhões, passando o estoque total de R\$422,9 bilhões, em 18 de outubro, para R\$373,6 bilhões, em 6 de dezembro. Os principais fatores condicionantes para a retração da liquidez verificada no período foram: a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional, as receitas líquidas da União e a demanda de papel-moeda pelo público.

67. Entre 19 de outubro e 6 de dezembro, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões tradicionais, somaram R\$39,2 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$23,5 bilhões, sendo R\$21,8 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011 e em 2013 e R\$1,7 bilhão em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2015, 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$11,2 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2015 e em 2017. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) foram vendidos títulos com vencimentos em 2013, 2014, 2015, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em um montante total de R\$4,5 bilhões.