

Anexo

Notas da 156ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19/01/2011

Local: Sala de reuniões do 8º andar (18/01) e do 20º andar (19/01) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h15 (18/01) e 16h32 (19/01)

Horário de término: 18h30 (18/01) e 20h08 (19/01)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

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 18)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

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

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 18)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Consultor da Diretoria

Eugênio Pacceli Ribeiro – Consultor do Departamento Econômico

Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

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 alta de 0,83% em novembro, a inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,63% em dezembro. Com isso, a inflação acumulada de 2010 alcançou 5,91%, 1,60 pontos percentuais (p.p.) acima da observada em 2009 e 1,41 p.p. acima do centro da meta. O aumento da inflação em 2010 reflete o comportamento dos preços livres, que variaram 7,09% e contribuíram com 5,0 p.p., de um total de 5,91 p.p. De fato, os preços administrados aumentaram 3,13%, ante 4,74% registrados em 2009, com contribuição de apenas 0,91 p.p. para a inflação de 2010. Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 6,87%, e a dos preços não comercializáveis, 7,28% em 2010. A variação dos preços dos serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a

dos preços dos bens, continua em patamar elevado, e atingiu 7,62% em 2010. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere que a aceleração de preços observada em 2010, processo liderado pelos preços livres, pode mostrar alguma persistência, em parte porque a inflação dos serviços segue em patamar elevado.

2. A trajetória dos preços dos alimentos desempenhou 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 no índice, quando alimentos e bebidas recuaram 1,61%. Já no último quadrimestre, a inflação mensal registrou valores significativos em todos os meses, com alimentos e bebidas aumentando 6,67%. 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 se deslocou para 10,69% em dezembro. Ao mesmo tempo, a do IPCA se posicionou em 5,26%, 4,49%, e 5,91%, respectivamente. A elevação recente nos preços dos alimentos reflete, em grande parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e pelo aumento da demanda global.

3. Em linha com a evolução da inflação plena, cada uma das três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central tem registrado valores elevados. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,55% em outubro para 0,56% em novembro e 0,52% em dezembro, com média mensal de 0,46% em 2010. Nos mesmos meses, o núcleo por dupla ponderação alcançou, respectivamente, 0,58%, 0,66% e 0,71%, também com média mensal de 0,46% ano passado. O núcleo por exclusão posicionou-se em 0,44% em outubro, 0,52% em novembro e 0,60% em dezembro, com média mensal de 0,44% em 2010. No acumulado em doze meses, essas três medidas de núcleo alcançaram respectivamente 5,45%, 5,63% e 5,62% em dezembro. O índice de difusão do IPCA, que havia atingido 64,8% em outubro, avançou para 67,2% em novembro e recuou para 62,2% em dezembro de 2010. Com o índice de difusão nesse patamar, as evidências suportam a hipótese de aceleração de preços.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 0,38% em dezembro, valor inferior ao observado em novembro (1,58%). Em 2010, a inflação acumulada de janeiro a dezembro atingiu 11,30%, valor superior ao registrado em 2009 (-1,43%). A inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) alcançou 13,85% no ano (-4,08% em 2009), refletindo variação de 10,13% no IPA industrial e de 25,61% no IPA agrícola. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 6,24% em 2010, superior aos 3,95% registrados no ano anterior. Na mesma base de comparação, a inflação medida pelo Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso do IGPDI, variou 7,77%, superior aos 3,25% registrados no ano anterior. 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. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br, que vinha se mostrando relativamente estável, com crescimento de apenas 0,1% entre abril e agosto de 2010, voltou a apresentar crescimento significativo em setembro (0,4%), outubro (0,5%) e novembro (0,4%), indicando que o período de arrefecimento mais intenso da atividade econômica pode ter se esgotado.

6. A atividade fabril ainda não mostrou sinais consistentes de entrada em novo ciclo de alta. Com base na série geral dessazonalizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial registrou recuo de 0,1% em novembro de 2010, após o crescimento de 0,3% em outubro, na comparação mensal, e redução (0,8%)

entre abril e novembro. A taxa de crescimento da média móvel trimestral atingiu 0,1% no período de agosto a novembro, igual à registrada no período de julho a outubro. Na comparação com o mesmo mês de 2009, a produção aumentou, em novembro e em outubro, em 5,3% e 1,8%, respectivamente. No acumulado em doze meses, a produção industrial mostrou expansão pela oitava vez consecutiva, de 11,7% em novembro, mesmo valor registrado em outubro. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, a recuperação até novembro de 2010 foi de 24,1%. Essa dinâmica 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 novembro, em relação ao mês anterior, veio da produção de bens de capital, com crescimento de 3,2%. As variações nos setores de bens de consumo e de bens intermediários também foram positivas, de 0,4% e de 1,0%, respectivamente. Considerando a média móvel trimestral para novembro, todas as categorias apresentaram crescimento. A produção de bens de capital avançou 0,2%, a de bens de consumo, 0,3%, valor este também registrado pela produção de bens intermediários. Vale ressaltar que o crescimento da atividade na indústria de bens de capital é o maior entre as categorias de uso, não apenas na comparação mensal, mas também quando se compara o índice médio até novembro de 2010, que alcançou expansão de 22,7% na comparação com o mesmo período de 2009. Tal comportamento evidencia a robustez do investimento, 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 6,1%, em outubro de 2010, para 5,7% em novembro de 2010, inferior aos 7,4% registrados em novembro de 2009. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente até novembro, mas atingiu o mínimo histórico da série iniciada em março de 2002. Também na série dessazonalizada, a taxa de novembro atingiu novo

mínimo histórico, de 6,0%. O emprego, medido pelo número de ocupados nas regiões metropolitanas, na comparação com os mesmos meses de 2009, apresentou elevação de 3,9% em outubro e de 3,7% em novembro de 2010. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicaram crescimento no setor formal em todos os meses de 2010, exceto dezembro. Em dezembro, houve redução de 407,5 mil postos de trabalho (415,2 em dezembro de 2009), enquanto em novembro de 2010 foram criados 138,2 mil postos de trabalho (246,7 mil em novembro de 2009). No acumulado do ano, foram criados 2,14 milhões de postos (2,52 milhões no critério que utiliza as informações entregues em atraso pelas empresas), expansão de 114,7% em relação ao mesmo período de 2009, o que representa o maior saldo acumulado de janeiro a dezembro desde o início da série. O setor que mais contribuiu para a redução de empregos em dezembro foi a indústria, com 37,5% da redução de saldo no mês. No acumulado de 2010, o setor de serviços foi o que mais contribuiu, com 40,4% do saldo gerado no ano. O rendimento médio real habitual observado em novembro recuou 0,8% em relação ao recorde histórico registrado em outubro e avançou 5,7% ante novembro de 2009. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 9,6% em novembro, 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 do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 17,0% em novembro, 11,1% em outubro e 6,0% em setembro, na comparação com os mesmos meses do ano anterior. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal no volume de vendas apresentou aumento de 1,4% em novembro, após haver crescido nos seis meses anteriores. A média do volume de vendas no trimestre encerrado em novembro aumentou 3,4% em relação à do trimestre anterior, encerrado em agosto. Dos dez segmentos pesquisados, oito tiveram variações mensais positivas em novembro, na comparação mês a mês. Foi novamente destaque o segmento de equipamentos e materiais para escritório, com variação de 10,5%. Nos próximos meses, a trajetória

do comércio deve continuar a ser beneficiada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela expansão moderada do crédito e pela confiança dos consumidores.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, situou-se em 85,3% em dezembro, ante 86,1% em novembro, valores próximos aos verificados antes da crise de 2008/2009. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 84,9% em dezembro, ante 84,5% em novembro. As quatro categorias de uso registraram redução, na comparação com o mês anterior. O nível de utilização para as indústrias do setor de bens de consumo recuou 0,8 p.p., alcançando 85,0%, e o nível para as indústrias de bens de capital recuou 0,3 p.p., alcançando 84,50%. Nos setores de materiais de construção e de bens intermediários, o recuo foi menor e idêntico, de 0,1 p.p. 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. Assim, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado estáveis e em patamares elevados. O elevado nível de ocupação reflete a expansão recente da atividade econômica, cujos efeitos não foram compensados totalmente pela maturação dos investimentos. A propósito, a absorção de bens de capital voltou a apresentar alta, de 4,4% em novembro, em relação ao mês anterior, e crescimento de 16,4% em relação a novembro de 2009. Na comparação do índice médio até novembro, o aumento é de 28,0%, em relação ao de 2009. A produção de insumos para a construção civil registrou elevação em novembro, de 1,4%, em relação ao mês anterior, e de 7,6% em relação ao mesmo mês de 2009. 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.

11. O saldo acumulado da balança comercial em 2010 totalizou US\$20,3 bilhões, valor US\$5,0 bilhões inferior ao observado em 2009. Esse resultado adveio de US\$201,9 bilhões em exportações e de US\$181,6 bilhões em importações, o que representa variações de 32,0% e 42,2%, respectivamente,

em relação a 2009. De fato, o maior dinamismo da demanda doméstica ante a externa explica em grande parte 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\$48,0 bilhões, em outubro, para US\$49,4 bilhões em novembro, equivalente a 2,43% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$38,2 bilhões em doze meses até novembro, equivalente a 1,88% do PIB, o que resulta em necessidade de financiamento externo de 0,55% do PIB.

12. Desde a última reunião, observou-se certa tendência de consolidação da recuperação da economia global, principalmente da economia americana, cuja demanda doméstica mostra algum dinamismo, em especial no consumo das famílias. O indicador de antecedentes divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – frequentemente utilizado para inferências sobre o comportamento futuro da produção industrial global –, por exemplo, registrou a terceira alta mensal consecutiva em novembro. Os indicadores desagregados por países sugerem aceleração do ritmo de crescimento nos Estados Unidos e na França, e expectativa de crescimento continuado nos demais países do G7, exceto Japão. As perspectivas para a Zona do Euro, em particular, mostram-se bastante assimétricas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua forte na Alemanha. As taxas de inflação 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. Nos doze meses terminados em novembro, a variação do núcleo de inflação – que exclui produtos alimentares e de energia – situou-se em apenas 0,8% nos Estados Unidos, 1,1% na Zona do Euro e em -0,8% no Japão. Desde a última reunião houve aperto das condições monetária em diversas economias, entre as quais na China. O banco central chinês anunciou, em janeiro deste ano, o quarto aumento do requerimento de

depósitos compulsórios por parte dos bancos desde novembro do ano passado.

13. O preço do barril de petróleo do tipo Brent subiu consideravelmente desde a última reunião do Copom e se aproximou da marca de US\$100. Essa aceleração é consistente com um quadro de aparente fortalecimento da demanda global – dado que evidências empíricas sugerem que os preços internacionais do petróleo, nas últimas duas décadas, têm sido determinados mais pelas condições da demanda mundial do que pelas de oferta. Cabe ressaltar, no entanto, o comportamento volátil dos preços do petróleo, reflexo da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global, da dependência do crescimento da oferta ao ritmo de maturação de projetos de investimentos arriscados e da complexidade geopolítica que envolve o setor. O cenário central com o qual o Copom trabalha atualmente prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2011. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a alta nos preços internacionais das agrícolas. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) e que compreende 55 itens, atingiu novo recorde histórico em dezembro de 2010. Esse movimento foi impulsionado, entre outros, pela elevação dos preços internacionais do açúcar, de cereais e de óleos vegetais. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* parece ter sido fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual 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

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

a) as projeções para o reajuste nos preços da gasolina e do gás de bujão, para o acumulado de 2011, foram mantidas em 0%, valor considerado na reunião do Copom de dezembro;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 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 2011, segundo o cenário de referência, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de dezembro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,00% do total do IPCA de dezembro;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, foi mantida em 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 13 p.b. e 62 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e 2012, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se cumprimento da meta de superávit primário de 3,0% do PIB, sem ajustes, em 2011 (conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias). Além disso, admite-se como hipótese de trabalho um superávit primário de 3,1% em 2012.

16. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciados em dezembro.

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 2011 se deslocou de 5,20% para 5,42%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se manteve em 4,50%.

18. 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 2011 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de dezembro, e se encontra 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 de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também se elevou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção se encontra acima do valor central da meta no cenário de referência e ao redor da meta no cenário de mercado.

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. 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 sete 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, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. 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. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram elevadas desde sua última reunião, em parte, alimentadas pelos extraordinários níveis de liquidez global e pelas perspectivas de que esse processo possa eventualmente se acentuar. Nesse contexto, mantiveram-se altas as preocupações com dívidas soberanas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que aumentou a confiança na sustentabilidade da recuperação da economia americana. Os preços de importantes *commodities* se elevaram, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos 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 de pressões inflacionárias em algumas economias relevantes, enquanto tendem a se exaurir preocupações com a perspectiva de deflação em outras.

23. O Copom pondera que são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica doméstica neste e nos próximos trimestres. Essa avaliação encontra suporte em sinais de que, apesar de moderação, a expansão da oferta de crédito tende a persistir, 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, a despeito de alguma acomodação na margem, entre outros fatores. O Copom entende, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários reais, notadamente no setor público.

24. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente desde sua última reunião. De fato, no último trimestre do ano passado, a inflação foi forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços de alimentos, em parte, reflexo de 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 Comitê trabalha, bem como as projeções de analistas de mercado. O Comitê avalia como relevantes

os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Note-se, também, a estreita margem de ociosidade dos fatores de produção, especialmente, de mão de obra. Em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos nominais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade. Cabe notar que o cenário prospectivo leva em conta a sazonalidade da inflação característica do primeiro trimestre, bem como a concentração atípica de reajustes de preços administrados prevista para ocorrer nesse período, embora, para o ano como um todo, o comportamento desses itens tenda a ser relativamente benigno. O cenário central também contempla o potencial impacto negativo decorrente das condições climáticas extremamente adversas verificadas neste início de ano em algumas regiões do Brasil, a despeito de atribuir probabilidade significativa à hipótese de que, ao menos em parte, esse processo seja revertido no decorrer do ano.

25. O Copom reafirma que seu cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, 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.

26. O Copom destaca que seu cenário central também contempla moderação na expansão do crédito, para a qual contribuem as ações macroprudenciais recentemente adotadas. O Comitê pondera que, em parte, tais alterações regulatórias devem se manifestar como elemento de contenção da demanda agregada por intermédio do canal de crédito, bem como por meio da redução de incentivos à adoção de estratégias como o simples alargamento dos prazos de contratos, entre outras. As informações disponíveis corroboram essa visão, ao evidenciarem impactos relevantes tanto nos preços praticados quanto nas quantidades de recursos transacionados no mercado de crédito. É plausível afirmar, adicionalmente, que o ambiente regulatório atual, comparativamente ao anterior, tende a potencializar os impactos de ações convencionais de política monetária.

27. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Desde a última reunião, no âmbito externo, os níveis extraordinários de liquidez, a introdução de novos estímulos fiscais nos Estados Unidos e seus reflexos sobre preços de ativos apontam menor probabilidade de reversão do processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Em outra perspectiva, revelam influência ainda ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudenciais recentemente anunciadas, um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda, ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Também desde a última reunião, teve seguimento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente.

28. Nesse contexto, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, dando início a um processo de ajuste da taxa básica de juros, cujos efeitos, somados aos de ações macroprudenciais, contribuirão para que a inflação convirja para a trajetória de metas.

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 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 iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009, os das perspectivas ainda não muito favoráveis para a economia global e, especialmente, os das recentes ações macroprudenciais. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal 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 1º de março 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

31. O IPCA registrou variação mensal de 0,63% em dezembro, ante 0,83% em novembro, acumulando aumento de 5,91% em 2010, maior taxa anual desde 2004 e 1,60 p.p. superior ao resultado de 2009. A variação dos preços livres desacelerou de 1,04%, em novembro, para 0,78% em dezembro, com ênfase na redução de 1,53% para 0,95% no âmbito dos produtos comercializáveis, favorecida pela desaceleração no aumento nos preços da carne. Os preços dos produtos não comercializáveis elevaram-se 0,63%, ante 0,60% em novembro, com destaque para a elevação no segmento serviços. Os preços monitorados variaram 0,26%, ante 0,33% em novembro. O índice de difusão situou-se em 62,24%, ante 67,19% em novembro, atingindo média de 61,18% em 2010, ante 57,53% no ano anterior.

32. Os preços livres acumularam variação de 7,09% em 2010, ante 4,13% no ano anterior, enquanto os monitorados registraram aumento de 3,13% e 4,74%, na ordem. A evolução dos preços livres refletiu as acelerações observadas nos segmentos de itens comercializáveis, de 2,63% para 6,87%, e não comercializáveis, de 5,53% para 7,28%, destacando-se o aumento de 10,39% no grupo alimentação e bebidas, que havia atingido 3,17% em 2009. O índice de serviços variou 7,62%, ante 6,37% no ano anterior.

33. O núcleo do IPCA, considerado o método de médias aparadas com suavização, registrou variação mensal de 0,52% em dezembro, ante 0,56% em novembro, acumulando 5,63% no ano, comparativamente a 4,38%

em 2009. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,60% em dezembro, ante 0,52% em novembro, elevando-se 5,45% no ano, ante 4,73% em 2009. O núcleo por exclusão, que exclui todo o grupo alimentação e bebidas, cresceu 0,42% no mês, ante 0,41% em novembro, acumulando 4,61% no ano, ante 4,65% em 2009, ressaltando-se que essa estabilidade evidencia o impacto exercido pelo grupo alimentação para a aceleração da variação do IPCA em 2010. O núcleo de dupla ponderação registrou variação de 0,71% em dezembro, ante 0,66% em novembro, aumentando 5,62% no ano, ante 4,73% em 2009.

34. O IGP-DI cresceu 0,38% em dezembro, ante 1,58% em novembro, acumulando 11,30% no ano, ante recuo de 1,43% em 2009, ressaltando-se que a variação mensal do indicador resultou de desacelerações nas variações dos preços ao produtor amplo (IPA) e ao consumidor (IPC) e de aceleração no INCC. O IPA variou 0,21% no mês, ante 1,98% em novembro, com ênfase na retração mensal de 5,56% para 0,18% na variação dos preços de produtos agropecuários, influenciada pelas reduções de 22,01% e 4,80% nos preços do feijão e de bovinos, respectivamente, e pelas desacelerações nos aumentos dos preços da soja, do milho e do algodão. A variação dos produtos industriais decresceu de 0,75% para 0,22%, com ênfase nos recuos nos preços dos itens carnes, produtos de carne e pescados. O IPA cresceu 13,85% em 2010, ante retração de 4,08% em 2009, registrando-se variações anuais de 25,61% nos preços dos produtos agropecuários e de 10,13% nos industriais. O IPC, favorecido pela desaceleração do aumento dos preços no grupo alimentação, principalmente carnes bovinas, aumentou 0,72% em dezembro, ante 1,00% em novembro, acumulando alta anual de 6,24%, ante 3,95% em 2009. O INCC variou 0,67% em dezembro, ante 0,37% em novembro, salientando-se que a expansão anual de 7,77% experimentada pelo indicador, ante 3,25% em 2009, esteve associada, em especial, ao aumento de 10,41% no custo da mão de obra.

Atividade econômica

35. O IBC-Br registrou aumento de 0,4% em novembro, sexta elevação mensal consecutiva, considerados dados dessazonalizados. O indicador

cresceu 1,1% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, quando cresceu 0,3% no mesmo tipo de comparação. O IBC-Br cresceu 6,5% em relação a novembro de 2009, acumulando 8,1% no ano e 8,3% em doze meses.

36. As vendas do comércio ampliado registraram aumento mensal de 1,4% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, contribuindo para que a média do trimestre encerrado em novembro aumentasse 3,4% em relação à observada no trimestre encerrado em agosto. O comércio varejista cresceu 1,1% no mês e 2,2% no trimestre. Por atividade do comércio, ocorreram crescimentos mensais nas vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para os relativos a equipamentos e materiais para escritório, 10,5%, e a livros, jornais, revistas e papelaria, 6,6%, contrastando com o recuo de 3,6% nas referentes a tecidos, vestuário e calçados.

37. As vendas do comércio ampliado cresceram 17% em relação a novembro de 2009, acumulando elevações de 11,9% no ano e de 12,1% nos últimos doze meses. A evolução interanual decorreu de elevações nas vendas em todos os segmentos considerados na PMC, com destaque para os relativos a veículos e motos, partes e peças, 30,3%; livros, jornais, revistas e papelaria, 23,2%; e móveis e eletrodomésticos, 20,5%. A trajetória do comércio nos onze primeiros meses do ano decorreu, igualmente, de aumentos em todas as atividades consideradas, em especial, nas relativas a equipamentos e materiais para escritórios, 23,8%; móveis e eletrodomésticos, 18,3%; e material de construção, 15,6%. O desempenho do comércio ampliado nos últimos doze meses encerrados em novembro evidenciou crescimento generalizado das vendas por atividade, com destaque para os relativos a equipamentos e materiais para escritório, 21,3%; móveis e eletrodomésticos, 17,7%; material de construção, 14,9%; e veículos e motos, partes e peças, 14%.

38. As vendas de automóveis pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram crescimento mensal de 0,3% em dezembro, de acordo com estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizadas pelo Banco Central,

acumulando elevação de 5,2% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro. As vendas de autoveículos cresceram 11,9% no ano, com ênfase nos aumentos observados nos segmentos caminhões, 44,2%; comerciais leves, 27,8%; e ônibus, 25,3%.

39. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e dessazonalizado pelo Banco Central, cresceu 5% em novembro, em relação a outubro. O indicador, que aumentou 47,8% em relação a novembro de 2009, acumulou variações de 42,8% e 37,9% nos onze primeiros meses do ano e nos últimos doze meses, respectivamente, em relação aos períodos correspondentes de 2009.

40. A produção de bens de capital registrou crescimento mensal de 3,2% em novembro, mas recuou 1,4% no trimestre, em relação ao trimestre finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A evolução mensal refletiu, em parte, os aumentos nas indústrias de equipamentos para fins industriais seriados, 4,6%; para construção, 4,2%; e de uso misto, 4%, em oposição aos recuos nas produções de equipamentos para fins industriais não seriados, 16%; e de máquinas agrícolas, 7,2%. A produção de bens de capital aumentou 22,3% nos onze primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2009, ressaltando-se a elevação de 107,9% no segmento de bens direcionados para a construção.

41. A produção de insumos típicos da construção civil apresentou variação mensal de 1,4% em novembro, mesmo acréscimo assinalado no trimestre encerrado no mês, em relação ao finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados. A indústria cresceu 7,6% em relação a novembro de 2009, acumulando aumentos de 12,3% e 12,5% nos onze primeiros meses do ano e nos últimos doze meses, respectivamente, em relação aos períodos correspondentes de 2009.

42. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$153,6 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevando-se 30,8% em relação a igual período do ano anterior, com ênfase na expansão de 48,2% nos recursos destinados ao setor agropecuário. O

setor industrial absorveu 47% do total liberado no período, seguindo-se os segmentos infraestrutura, 31%; comércio e serviços, 16%; e agropecuário, 6%.

43. A produção física da indústria geral recuou 0,1% em novembro, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PIM-PF, enquanto a média do trimestre encerrado em novembro aumentou 0,3% em relação à assinalada no trimestre finalizado em agosto, quando havia decrescido 1,3%, no mesmo tipo de comparação. Por categorias de uso, a produção de bens de capital aumentou 3,2% no mês, seguindo-se as variações nas relativas a bens intermediários, 1%; bens de consumo duráveis, -0,7%; e bens de consumo semi e não-duráveis, -0,5%, ressaltando-se que das 26 atividades constantes da pesquisa, catorze apresentaram crescimento mensal. A evolução trimestral refletiu, em parte, as elevações nas atividades edição, impressão e reprodução, 9,9%; mobiliária, 7,7%; e máquinas para escritório e equipamentos de informática, 7,6%, em contraste com os recuos nas indústrias de material eletrônico e equipamento de comunicação, 14,2%; calçados e couros, 5,8%; e metalurgia básica, 4,2%.

44. A produção industrial cresceu 5,3% em relação a novembro de 2009, com destaque para a expansão de 9% no segmento de bens de capital, seguindo-se os aumentos nos relativos a bens intermediários, 5,8%; bens de consumo duráveis, 4,6%; e bens de consumo semi e não duráveis, 3,1%. Considerados períodos de doze meses, a indústria cresceu 11,7% em novembro, em relação a igual intervalo do ano anterior, com ênfase nos aumentos das produções de bens de capital, 22,4%, bens de consumo duráveis, 13,3%, e de bens intermediários, 12,9%.

45. O Nuci na indústria de transformação, calculado pela FGV, atingiu 85,3% em dezembro, ante 86,1% em novembro e 84,2% em igual mês de 2009. O recuo mensal decorreu de retrações em todas as categorias de uso, ressaltando o decréscimo de 1,00 p.p. no segmento de bens de consumo. O Nuci relativo às indústrias de bens de capital, de material de construção e de bens intermediários apresentou recuos de 0,4 p.p., 0,4 p.p. e 0,3 p.p., respectivamente, no período. O aumento na comparação com dezembro de 2009 decorreu de elevações nos indicadores das indústrias de material de construção, 4,1 p.p.; bens

de capital, 3,6 p.p.; e bens intermediários, 1,9 p.p., e de recuo de 0,8 no relativo ao segmento de bens de consumo.

46. A produção de autoveículos atingiu 302 mil unidades em dezembro, elevando-se 1,1% em relação a novembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), ajustados sazonalmente pelo Banco Central. A produção do setor cresceu 19,5% ante dezembro de 2009, acumulando aumento de 14,9% nos onze primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2009.

47. As vendas de autoveículos pelas montadoras registraram, em dezembro, aumentos de 6,4% e 31,5%, respectivamente, em relação a novembro e a dezembro do ano anterior. A evolução mensal decorreu de variações de 19,8% nas vendas para o mercado interno e de -22,7% nas exportações, enquanto o resultado interanual decorreu de variações respectivas de 41,8% e -8,6%. As vendas do setor registraram aumento anual de 16,1% em 2010, com as vendas ao mercado interno elevando-se 8,2% e as exportações, 61,1%.

48. O terceiro prognóstico para a safra de 2011 realizado pelo IBGE em dezembro estimou em 145,8 milhões de toneladas a produção de cereais, leguminosas e oleaginosas, 2,5% inferior à registrada em 2010, com ênfase na retração estimada para a região Sul. Estão previstas expansões para as safras de arroz, 12,6%, e de feijão, 10,2%, e retrações para as relativas a trigo, 18,3%; milho, 7,4%; e soja, 0,8%. A área total a ser colhida deverá aumentar 1,8%, para 47,4 milhões de hectares.

Expectativas e sondagens

49. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, embora registrasse recuo mensal de 2,1% em dezembro, para 122,5 pontos, segue em patamar elevado. Ocorreram retrações no Índice de Expectativas (IE), 3,4%, e no Índice da Situação Atual (ISA), 0,4%. O ICC cresceu 8,9% em relação a dezembro de 2009, resultado de elevações de 21,2% no ISA e de 1,4% no IE.

50. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), divulgado pela FGV, apresentou aumento mensal de 1,6% em dezembro, atingindo 114,5 pontos e situando-se no patamar médio de 2010. Ocorreram elevações de 1,3% no ISA e de 1,9% no IE. O ICI cresceu 1% em relação a dezembro de 2009, resultado de variações de 3,9% no ISA e de -1,9% no IE.

51. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, registrou aumento mensal de 0,3% em dezembro, reflexo de variações de 5,7% no ISA e de -4,4% no IE. O ICS aumentou 1,7% em relação a dezembro de 2009, registrando-se expansão de 7,8% do ISA e retração de 3,5% no IE.

Mercado de trabalho

52. Foram eliminados 407,5 mil empregos formais em dezembro, de acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, dos quais 153 mil na indústria de transformação, 92,2 mil na agropecuária, 79,6 mil na construção civil e 75,2 mil no setor de serviços, enquanto o comércio apresentou geração líquida de 14,4 mil vagas. Em 2010, foram geradas 2.136,9 mil vagas, melhor resultado da série iniciada em 1985, com ênfase nas contratações do setor de serviços, 864,3 mil; no comércio, 519,6 mil; na indústria de transformação, 485 mil; e na construção civil, 254,2 mil, representando, nos segmentos mencionados, aumentos no estoque de empregados de 5,7%; 6,1%; 6,3% e 13,8%, respectivamente, em relação a 2009.

53. A taxa de desemprego aberto atingiu 5,7% em novembro, menor patamar da série iniciada em abril de 2002, de acordo com a PME, do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O recuo mensal, sexta retração consecutiva nessa base de comparação, atingiu 0,4 p.p., enquanto em doze meses o indicador decresceu 1,7 p.p. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 6% em novembro, ante 6,3% no mês anterior, resultado do aumento de 0,1% na ocupação e da redução de 0,2% na População Economicamente Ativa (PEA). O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores, interrompendo sequência de cinco aumentos mensais, recuou 0,8% em novembro, mas acumulou crescimento de 3,6%

nos onze primeiros meses do ano, enquanto a massa salarial registrou variações respectivas de -0,6% e 7,3%, nas bases de comparação mencionadas.

Crédito e inadimplência

54. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.678 bilhões em novembro, correspondendo a 46,3% do PIB, elevando-se 2% no mês, 18,6% no ano e 20,8% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou, na ordem, aumentos de 2%, 15,4% e 16,5%, nas mesmas bases de comparação, resultado de crescimentos respectivos de 2,1%, 16,8% e 18% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,8%, 14% e 15% no relativo à carteira das pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados expandiram-se 2% no mês, 25,3% no ano, e 30,2% em doze meses, com destaque para os acréscimos respectivos de 3,4%, 44,9% e 53,6% observados nos financiamentos habitacionais e de 1,9%, 39,3% e 46% nos repasses do Bndes.

55. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial recuou 0,6 p.p. em novembro, para 34,8%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram 39,1% e 28,6%, respectivamente, registrando recuos respectivos de 1,3 p.p. e 0,1 p.p.

56. O prazo médio das operações de crédito referencial passou de 456 dias, em outubro, para 469 dias, em novembro, registrando-se aumentos respectivos de treze e doze dias nos prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, que atingiram 551 dias e 395 dias, nessa ordem.

57. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, manteve-se em 4,7% em novembro. A taxa relativa às operações com pessoas físicas recuou 0,1 p.p., para 5,9%, e a relativa ao segmento de pessoas jurídicas cresceu 0,1 p.p., para 3,6%.

Ambiente externo

58. Embora as perspectivas de que as economias desenvolvidas ingressem em novo evento recessivo no curto prazo tenham reduzido sensivelmente desde a última reunião do Copom, os riscos associados

à evolução de cenário benigno para a atividade econômica global seguem relevantes, em especial os associados à crise fiscal de algumas economias da Zona do Euro. Nos Estados Unidos da América (EUA), as perspectivas atuais incorporam melhor desenvolvimento da demanda doméstica, em especial do consumo, em ambiente de reduções das incertezas relacionadas ao emprego e à renda. A recente extensão da lei fiscal de cortes de impostos nos EUA, que incluiu redução nos impostos sobre a folha de pagamento, contribui para essa perspectiva favorável.

59. Os preços internacionais das *commodities* registraram fortes elevações nos últimos meses de 2010, em alguns casos ultrapassando as máximas atingidas em 2008. Potencializados pela atuação de investidores nos mercados financeiros, a ocorrência de adversidades climáticas e o fortalecimento do consumo em nível global foram os principais condicionantes para esse comportamento. Em especial, o desempenho dos preços das *commodities* agrícolas foi bastante influenciado pela deterioração das condições de oferta em diversas regiões, refletindo as alterações climáticas causadas pelo fenômeno La Niña. Nos mercados financeiros, os principais índices de bolsas de valores registraram valorizações desde a última reunião do Copom, influenciados pelo otimismo dos agentes econômicos, em ambiente de elevada liquidez.

60. Os índices de inflação relativos a dezembro captaram a trajetória de alta dos preços das *commodities*. A variação anual do IPC dos EUA, da Zona do Euro, do Chile, do México, da Indonésia e da Rússia atingiu, na ordem, 1,50%, 2,20%, 3,00%, 4,40%, 7,00% e 8,80%, respectivamente, em dezembro, ante 1,10%, 1,90%, 2,50%, 4,30%, 6,30% e 8,10%, respectivamente, em novembro. Essa trajetória reflete, nas economias emergentes, as elevações nos preços das *commodities* agrícolas, o fortalecimento da demanda interna e a redução do hiato do produto de suas economias, enquanto nos EUA e na Zona do Euro as altas de dezembro estão associadas, principalmente, a elevações nos preços de energia. Ressalte-se que nestas economias, evidenciando o cenário de reduzido nível de utilização da capacidade instalada e elevadas taxas de desemprego, as pressões inflacionárias seguem contidas, registrando-se, em dezembro, variações

anuais de 0,80% e 1,10%, respectivamente, nos núcleos do IPC dos EUA e da Zona do Euro.

61. Nesse contexto, os bancos centrais dos EUA e da Zona do Euro mantiveram o caráter acomodaticio de suas políticas, optando pela manutenção das respectivas taxas básicas de juros, decisões acompanhadas pelos bancos centrais do Reino Unido e do Japão. Ressalte-se que, desde a última reunião do Copom, bancos centrais de diversos países, entre os quais, Chile, Peru, Hungria, Suécia, China, Coreia e Tailândia, elevaram as respectivas taxas básicas de juros. Em 14 de janeiro, o Banco do Povo da China (PBOC) anunciou nova elevação na taxa de recolhimento dos depósitos compulsórios, a quarta desde novembro passado.

Comércio exterior e reservas internacionais

62. A balança comercial brasileira registrou, em dezembro, o maior superávit mensal do ano, US\$5,4 bilhões, contribuindo para que o superávit comercial atingisse US\$20,3 bilhões em 2010. As exportações atingiram o recorde mensal histórico de US\$20,9 bilhões e as importações totalizaram US\$15,6 bilhões. Considerado o critério de média diária, o superávit comercial de 2010 recuou 20,1% em relação ao assinalado no ano anterior, registrando-se elevações de 41,6% nas importações e de 31,4% nas exportações.

63. As reservas internacionais atingiram US\$288,6 bilhões em dezembro, elevando-se US\$3,1 bilhões em relação a novembro e US\$50,1 bilhões no ano. As compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio totalizaram US\$2,1 bilhões no mês, acumulando US\$41,4 bilhões no ano.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

64. Desde a última reunião do Copom, em dezembro, a curva de juros doméstica apresentou elevação em toda a sua extensão. Esse movimento foi influenciado por diversos fatores, entre os quais: a divulgação de índices de inflação corrente elevados, incluindo diferentes medidas de núcleo; a trajetória de alta dos preços das *commodities* no mercado internacional; e incertezas em relação à implementação do ajuste fiscal sinalizado pelo governo. Além disso, para os

prazos mais curtos, a perspectiva dos agentes quanto ao início de um novo ciclo de elevação da taxa básica de juros também contribuiu para o movimento altista das taxas. Entre 6 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se em 0,38 p.p., 0,49 p.p. e 0,47 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos subiram 0,43 p.p., 0,41 p.p. e 0,45 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 6,30%, em 6 de dezembro de 2010, para 6,61%, em 17 de janeiro de 2011.

65. Em 14 de janeiro, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso, no qual assumiu posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. Essa operação totalizou o equivalente a US\$987,9 milhões.

66. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 7 de dezembro de 2010 a 17 de janeiro de 2011, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$41,5 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo alcançou R\$138,9 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre treze e trinta dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$129,9 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 31 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\$89,7 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$395,4 bilhões, entre 19 de outubro e 6 de dezembro, para R\$358,5 bilhões, entre 7 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011. Considerando-se o período mais recente, o saldo dos compromissos de recompra elevou-se em R\$23,1 bilhões, com a elevação do estoque total de R\$373,6 bilhões, em 6 de dezembro de 2010, para R\$396,7 bilhões, em 17 de janeiro de 2011. O principal fator condicionante para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

67. Entre 7 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões tradicionais, somaram R\$35,2 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$19,8 bilhões, sendo R\$18,1 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011, 2012, 2013 e 2015 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\$11,5 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 2014, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$3,9 bilhões.

Notas da 157ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 1º e 2/3/2011

Local: Sala de reuniões do 8º andar (1º/3) e do 20º andar (2/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h15 (1º/3) e 16h35 (2/3)

Horário de término: 18h45 (1º/3) e 20h10 (2/3)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes (presente somente no dia 2)

Alvir Alberto Hoffmann (presente somente no dia 1º)

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale (presente somente no dia 1º)

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Sidnei Corrêa Marques (presente somente no dia 2)

Chefes de Departamento (presentes no dia 1º)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 2)

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento de Operações das

Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Relacionamento com Investidores e

Estudos Especiais

Rodrigo Collares Arantes – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 1º)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de

Gabinete da Diretoria

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Chefe de Gabinete

da Diretoria

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Assessor Sênior

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 alta de 0,63% em dezembro de 2010, a inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,83% em janeiro de 2011. Com isso, a inflação acumulada nos últimos doze meses alcançou 5,99%, 1,40 ponto percentual (p.p.) acima da observada no acumulado em doze meses até janeiro de 2010. O aumento da inflação nesse período refletiu, basicamente, o comportamento dos preços livres, que variaram 7,17% e contribuíram com 5,0 p.p. do total de 5,99 p.p. De fato, a variação nos preços administrados, no acumulado em doze meses até janeiro de 2011 (3,24%), foi inferior à registrada no acumulado até janeiro de 2010 (4,82%), com contribuição de apenas 1,0 p.p. para

a inflação plena de 5,99%. Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 6,61%, e a dos não comercializáveis, 7,65%, no acumulado em doze meses até janeiro de 2011. A variação de preços do setor de serviços continua em patamar elevado e, no acumulado até janeiro de 2011, atingiu 7,89%. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere que a aceleração de preços observada em 2010, processo liderado pelos preços livres, pode mostrar alguma persistência, em parte porque a inflação dos serviços segue em patamar elevado.

2. A trajetória dos preços dos alimentos continua desempenhando papel relevante na aceleração recente da inflação plena. Nos últimos três meses, o IPCA registrou alta de 2,31%, ante 1,24% observados entre agosto e outubro, e 0,44% entre maio a julho de 2010. Nos mesmos períodos, alimentos e bebidas variaram 4,77%, 2,74% e -1,38%, respectivamente. Note-se, ainda, que a variação em doze meses dos preços da alimentação no domicílio passou de 2,53%, em julho de 2010, para 6,89% em outubro, e se deslocou para 10,68% em janeiro de 2011. Ao mesmo tempo, a do IPCA se posicionou em 4,60%, 5,20%, e 5,99%, respectivamente. A elevação recente nos preços dos alimentos reflete, em parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e pelo aumento da demanda global.

3. Em linha com a evolução da inflação plena, cada uma das três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central registrou elevação em janeiro deste ano. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,52% em dezembro de 2010 para 0,54% em janeiro de 2011. Nos mesmos meses, o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,71% para 0,80%, enquanto o núcleo por exclusão avançou de 0,60% para 0,76%. No acumulado em doze meses até janeiro de 2011, as três medidas de núcleo alcançaram, 5,69%, 5,83% e 5,63%, respectivamente. O índice de difusão do IPCA, que havia atingido 62,2% em dezembro, avançou para 69,3% em janeiro, evidenciando maior disseminação da aceleração de preços.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 0,98% em janeiro de 2011, valor superior ao observado em dezembro de 2010 (0,38%). Nos últimos doze meses, essa variação atingiu 11,27%, valor superior ao registrado no acumulado em doze meses até janeiro de 2010 (-0,45%). A inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), alcançou 13,85% no acumulado em doze meses até janeiro de 2011 (-2,84% na mesma base de comparação), refletindo variação de 9,32% no IPA industrial e de 28,40% no IPA agrícola. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente no IGP-DI, registrou alta de 6,21% no acumulado em doze meses até janeiro de 2011, superior aos 4,42% registrados até janeiro de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,52%, superior aos 3,56% registrados no período anterior. 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. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou crescimento positivo em todos os meses do segundo semestre de 2010, mas apresentou relativa estabilidade em dezembro de 2010 (0,1%). Na comparação com dezembro de 2009, o índice apresentou crescimento de 3,7% e, na comparação do índice médio de 2010, o crescimento foi de 7,8% em relação ao ano anterior. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 3,0% em janeiro de 2011, ante dezembro de 2010; 1,3% quando comparado ao ICS de janeiro de 2010; e 3,3% em relação ao índice médio de 2010.

6. A atividade fabril ainda não mostrou sinais consistentes de entrada em novo ciclo de alta. A produção industrial registrou alta de 0,2% em janeiro, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), após registrar recuo de 0,8%, em dezembro, e de 0,1% em novembro, na comparação mensal. A produção no mês de janeiro ainda é 2,6% inferior ao recorde de produção observado em março de 2010. Já a taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em -0,2% no período de outubro a janeiro – mesma taxa observada no último trimestre de 2010. Na comparação com o mesmo mês do ano imediatamente anterior, a produção aumentou 2,5% em janeiro. No acumulado de doze meses, a produção industrial mostrou expansão de 9,4% em janeiro, ante 10,4% registrados em dezembro, continuando em processo de redução do ritmo de crescimento. O índice de difusão, que mede o percentual de produtos que registraram aumento de produção em relação ao mesmo mês do ano anterior, situou-se em 56% em janeiro, ante 55,4% registrados em dezembro. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até janeiro foi de 23,1%. A dinâmica de recuperação foi 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 de bens de consumo duráveis apresentou crescimento de 6% em janeiro, em relação ao mês anterior, enquanto a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis apresentou expansão de 0,2%. No mesmo período, a produção de bens de capital cresceu 1,8%, enquanto a de bens intermediários registrou recuo de 0,4%. Considerando a média móvel trimestral para janeiro, a produção de bens de consumo duráveis registrou expansão de 1,8%, enquanto a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis apresentou recuo de 0,2%. Pelo mesmo critério, a produção de bens de capital expandiu 1,4%, enquanto a de bens intermediários mostrou avanço de 0,1%. Vale ressaltar, no entanto, que o crescimento da atividade da indústria de bens de capital, no acumulado de doze meses, é o maior entre as categorias de uso, com expansão de 20,4%. Tal comportamento evidencia a

robustez do investimento, 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 5,3%, em dezembro de 2010, para 6,1% em janeiro de 2011, inferior aos 7,2% registrados em janeiro de 2010. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente até janeiro, mas atingiu o mínimo histórico para esse mês na série iniciada em março de 2002. A taxa dessazonalizada registrou 6,3% em janeiro, alta de 0,1 p.p. comparativamente à de dezembro. O emprego, medido pelo número de ocupados nas regiões metropolitanas, na comparação com os mesmos meses dos anos anteriores, apresentou elevação de 2,9% em dezembro de 2010 e de 2,2% em janeiro de 2011. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam crescimento no setor formal em onze dos últimos doze meses. Em janeiro, houve criação de 152,1 mil postos de trabalho (181,4 mil em janeiro de 2010), enquanto em dezembro de 2010 houve redução de 407,5 mil postos de trabalho (ante redução de 415,2 mil em dezembro de 2009). No acumulado dos últimos doze meses até janeiro, foram criados 2,11 milhões de postos de trabalho (2,47 milhões no critério que utiliza as informações entregues com atraso pelas empresas). O setor que mais contribuiu para o aumento do número de empregos formais, em janeiro, foi o de serviços, sendo responsável por 48,1% do aumento do saldo no mês. O setor de serviços também foi o que mais contribuiu para o aumento nos últimos doze meses, com 41,7% do saldo acumulado. O rendimento médio real habitual observado em janeiro de 2011 aumentou 0,5% em relação a dezembro de 2010 e avançou 5,3% em comparação com janeiro de 2010. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 7,7% em janeiro, ante o mesmo mês em 2010, e permanece como fator-chave para sustentação do crescimento da demanda doméstica, conquanto haja evidência de que seu ritmo de crescimento deva diminuir nos próximos meses.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de

vendas do comércio ampliado vem crescendo desde maio de 2009, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Em dezembro de 2010, o crescimento foi de 14,8%, ante 17,0% em novembro e 11,1% em outubro. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal do volume de vendas do comércio ampliado apresentou aumento pela oitava vez consecutiva, de 2,3% em dezembro, ante 0,4% em novembro e 2,2% em outubro. Assim, a média do volume de vendas no trimestre encerrado em dezembro aumentou 4,2% em relação à do trimestre anterior, encerrado em setembro. Note-se, ainda, que, dos dez segmentos pesquisados, oito tiveram variações mensais positivas em dezembro, com destaque para os segmentos de veículos e motos, partes e peças (4,7%) e de tecidos, vestuários e calçados (3,4%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser beneficiada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, por uma expansão moderada do crédito e pela confiança dos consumidores.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 83,1%, em janeiro, para 83,7% em fevereiro. Esses valores situam-se próximos dos observados no mesmo período de 2010. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, houve redução no valor do Nuci, que passou de 84,7% em janeiro para 84,5% em fevereiro. Duas das quatro categorias de uso registraram redução em fevereiro, relativamente a janeiro. No setor de bens intermediários, a redução foi de 0,8 p.p., ante redução de 0,2 p.p. para o nível de utilização no setor de bens de consumo. Já no setor de materiais de construção, o Nuci passou de 89,5% em janeiro para 89,9% em fevereiro, na série dessazonalizada, enquanto no setor de bens de capital houve crescimento de 84,2% para 84,8% no mesmo período. Segundo os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci de dezembro alcançou 82,8%, ante 82,7% observado em novembro. Assim, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado relativamente estáveis, em patamares elevados. O elevado nível de ocupação reflete a expansão recente da atividade econômica, cujos efeitos não foram compensados totalmente pela maturação dos investimentos. A propósito, em 2010 a absorção de bens de capital

cresceu 26,1% em relação ao ano anterior. Já a produção de insumos para a construção civil registrou elevação de 11,9%. 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.

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US\$20,9 bilhões em janeiro para US\$21,7 bilhões em fevereiro. Esse resultado adveio de exportações de US\$210,4 bilhões e importações de US\$188,7 bilhões, o que representa variações de 33,9% e 42,0%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2010. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses aumentou de US\$47,5 bilhões em dezembro para US\$49,1 bilhões em janeiro, equivalente a 2,35% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$50,8 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,43% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

12. Desde a última reunião, persistiu a tendência de consolidação da recuperação da economia global, principalmente da economia americana, cuja demanda doméstica mostra algum dinamismo, em especial no consumo das famílias, apesar das continuadas incertezas relativas ao mercado de trabalho. O indicador de antecedentes divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – frequentemente utilizado para inferências sobre o comportamento futuro da produção industrial global –, por exemplo, registrou a quarta alta mensal consecutiva em dezembro. Os indicadores desagregados por países sugerem aceleração do ritmo de crescimento ou crescimento continuado em todos os países do G7, exceto a Itália. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro, em particular, mostram-se assimétricas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua forte na Alemanha. Os núcleos das taxas de inflação ainda continuam em níveis moderados no grupo de 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 quanto no monetário. Já os índices de inflação plena ao consumidor variaram 1,6% nos Estados Unidos e 2,3% na Zona do Euro, no acumulado em doze meses até janeiro de 2011, devido, sobretudo, às altas nos preços de energia. Nos países emergentes, observam-se pressões inflacionárias na América Latina, na Ásia e no Leste Europeu. Desde a última reunião houve moderado aperto das condições monetárias em diversas economias – entre elas China e Índia. O banco central chinês anunciou o quinto aumento, desde novembro do ano passado, do requerimento de depósitos compulsórios por parte dos bancos.

13. O preço do barril de petróleo do tipo Brent subiu desde a última reunião do Copom e ultrapassou a marca dos US\$100. Essa alta nos preços é consistente com um quadro de aparente fortalecimento da demanda global – as evidências empíricas sugerem que os preços internacionais do petróleo, nas últimas duas décadas, têm sido influenciados mais intensamente pelas condições da demanda mundial do que pelas de oferta – bem como de elevada instabilidade política em alguns países do Oriente Médio e, especialmente, do norte da África. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e da dependência do crescimento da oferta de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. O cenário central com o qual o Copom trabalha prevê preços domésticos da gasolina constantes nos níveis atuais para 2011. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a continuada alta nos preços internacionais das agrícolas e metálicas. A propósito, o atual sistema de reajuste trimestral do preço do minério de ferro reforça as expectativas de elevação futura de preço. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, atingiu novo recorde histórico em janeiro de 2011, acumulando alta de 28,4% em doze meses. Esse movimento foi impulsionado, entre outros fatores, pela elevação dos preços internacionais do açúcar, de cereais e de óleos vegetais. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* deve ter

sido fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento da demanda e à volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) as projeções para o reajuste nos preços da gasolina e do gás de bujão, para o acumulado de 2011, foram mantidas em 0%, mesmos valores considerados na reunião do Copom de janeiro;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 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 2011, segundo o cenário de referência, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de janeiro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 28,90% do total do IPCA de janeiro;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, reduziu-se para 4,3%, ante 4,4% considerados na reunião do Copom de janeiro. 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 29 p.b. e 46 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e 2012, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de 3,0% do PIB, sem ajustes, em 2011 (conforme parâmetros

constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias – 2011). Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário de 3,1% em 2012.

16. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro.

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 se deslocou de 5,42% para 5,80%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 4,50% para 4,78%.

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 11,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro, e se encontra 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 pelo Gerin, junto a analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também se elevou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção recuou no cenário de referência, mas ainda se encontra acima do valor central da meta, e, no de mercado, apesar de haver se elevado, permanece ao redor da meta.

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. Conseqüentemente, 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. 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 sete 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, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. 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. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde sua última reunião, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez global, apesar de terem diminuído as chances de nova rodada de ações monetárias não convencionais, e por desenvolvimentos adversos no âmbito geopolítico. Nesse contexto, mantiveram-se altas as preocupações com dívidas soberanas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que aumentou a confiança na sustentabilidade da recuperação da economia americana. Os preços de importantes *commodities* se elevaram, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos 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 certa disseminação de pressões inflacionárias nas principais economias.

23. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação, em ritmo ainda incerto, da expansão da demanda doméstica, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem certo arrefecimento, apontam que a expansão da oferta de crédito tende a persistir, tanto para pessoas físicas

quanto para pessoas jurídicas; e no fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de alguma acomodação na margem, entre outros fatores. O Comitê entende, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários reais, notadamente no setor público.

24. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação não evoluiu favoravelmente desde sua última reunião. No último trimestre de 2010 e no início deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços de alimentos, em parte, reflexo de choques de oferta domésticos e externos. As evidências sugerem que os preços ao consumidor já incorporaram parcela substancial dos efeitos desses choques, aos quais se somaram efeitos sazonais característicos da inflação no primeiro bimestre. Também foram relevantes efeitos localizados decorrentes da concentração atípica de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro bimestre deste ano, embora, para o ano como um todo, o comportamento desses itens tenda a ser relativamente benigno. O Comitê pondera que esses efeitos ainda deverão impactar a dinâmica dos preços ao consumidor, entre outros mecanismos, via inércia. Ao mesmo tempo, avalia como relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a recuar. Destaca, além disso, a estreita margem de ociosidade dos fatores de produção, especialmente de mão de obra, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos nominais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade. Não menos importantes são os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, que, de resto, tem se apresentado envolta em grande incerteza.

25. O Copom prevê dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. Neste trimestre e nos dois seguintes, a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares similares ou mesmo superiores àquele em que atualmente se encontra. Isso, em parte, explica-se

pela elevada inércia trazida de 2010 e pelo fato de as projeções, contrastando com o observado em 2010, apontarem taxas de inflação próximas ao padrão histórico no trimestre junho/agosto de 2011. Entretanto, a partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, ou seja, deslocando-se na direção da trajetória de metas.

26. O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, 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. A propósito, cabe enfatizar que, desde a última reunião do Comitê, importantes decisões foram tomadas e executadas, as quais apoiam a visão de que, no início deste ano, teve início um processo de consolidação fiscal.

27. O Copom destaca que o cenário central também contempla moderação na expansão do crédito, para a qual contribuem as ações macroprudenciais recentemente adotadas. O Comitê pondera que, embora visem primariamente a estabilidade do sistema financeiro, tais alterações regulatórias devem se manifestar, também, como elemento de contenção da demanda agregada por intermédio do canal de crédito, bem como por meio da redução de incentivos à adoção de estratégias como o simples alargamento dos prazos de contratos, entre outras. As informações disponíveis corroboram essa visão, ao evidenciarem impactos relevantes tanto nos preços praticados quanto nas quantidades de recursos transacionados no mercado de crédito. É plausível afirmar, adicionalmente, que o ambiente regulatório atual, comparativamente ao anterior, tende a potencializar os impactos de ações convencionais de política monetária.

28. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos elevados à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da

meta. Desde a última reunião, no âmbito externo, fatores de estímulo e seus reflexos sobre preços de ativos apontam menor probabilidade de reversão do processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Em outra perspectiva, ainda revelam influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudenciais recentemente implementadas – um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda –, e ações convencionais de política monetária ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação não evoluiu favoravelmente.

29. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés.

30. 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, em que pese iniciativas recentes apontarem certa contenção das despesas do setor público, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a 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 iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009 e, especialmente, os das recentes ações macroprudenciais e os das ações convencionais de política monetária. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal e para-fiscal 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.

31. Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente; e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação se encontra

acima da meta em 2011 e ligeiramente abaixo em 2012. Ao se considerar esse cenário alternativo e as perspectivas de desaceleração da atividade doméstica, bem como a complexidade que ora envolve o ambiente internacional, entre outros fatores, a eventual introdução de ações macroprudenciais pode ensejar oportunidades para que a estratégia de política monetária seja reavaliada.

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 19 de abril 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-15 registrou elevação de 0,97% em fevereiro, ante 0,76% em janeiro e 0,69% em dezembro, acumulando aumentos de 1,74% no ano e de 6,08% em doze meses, segundo dados do IBGE. A variação dos preços livres acelerou de 0,85% em janeiro para 1,08% em fevereiro, refletindo elevação de 1,02% para 1,97% dos preços de produtos não comercializáveis, influenciados, sobretudo, pelo aumento na taxa referente aos itens de serviços, de 0,88% para 2,34%. A variação dos preços dos bens comercializáveis recuou de 0,66% em janeiro para 0,06% em fevereiro. Os preços monitorados variaram 0,69% ante 0,53% em janeiro. O grupo educação registrou a maior contribuição para o aumento do índice no mês, 0,42 p.p., seguido por transportes, 0,19 p.p. O índice de difusão situou-se em 66,41% no mês, ante 68,23%, em janeiro. O índice de difusão, excluindo o grupo alimentação e bebidas, passou de 58,67% em janeiro para 70,22% em fevereiro.

34. Os preços livres aumentaram 7,26% no acumulado em doze meses até fevereiro, ante 7,22% em janeiro, enquanto os preços monitorados variaram 3,30% e 3,31%, respectivamente. A evolução dos preços livres repercutiu a aceleração de 7,48% para 7,86% na variação associada aos preços dos produtos não comercializáveis, sobretudo serviços, e a desaceleração de 6,87% para 6,52% em produtos comercializáveis.

35. Em relação aos núcleos de inflação, todas as medidas apresentaram taxas mais elevadas no acumulado em doze meses terminado em fevereiro, enquanto na comparação mensal, o núcleo de médias aparadas com suavização registrou desaceleração. O núcleo do IPCA-15, considerado o método de médias aparadas com suavização, registrou variação mensal de 0,45% em fevereiro, ante 0,59% em janeiro, acumulando elevação de 5,76% em doze meses até fevereiro, ante 5,72% em janeiro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 1,08% em fevereiro, ante 0,69% em janeiro, elevando-se para 5,86% em doze meses até fevereiro, ante 5,58% no mês anterior. O núcleo de dupla ponderação apresentou variação de 0,82% em fevereiro, ante 0,74% em janeiro, acumulando 6,01% em doze meses, ante 5,78% em janeiro.

36. O Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), de acordo com a FGV, variou 1,00% em fevereiro, após alta de 0,79% em janeiro, acumulando elevação de 1,80%, em 2011, e de 11,30%, nos últimos 12 meses. No mês, houve aceleração no Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-M) e no Índice Nacional de Custo da Construção (INCC-M) e desaceleração no Índice de Preços ao Consumidor (IPC-M).

37. Os preços ao produtor (IPA-M) variaram 1,20% no mês ante 0,76% em janeiro, acumulando altas de 1,97% no primeiro bimestre do ano e 13,93% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários apresentaram aumento de 2,75% em fevereiro ante 1,27% em janeiro, acumulando 4,05% no ano e 29,68% em doze meses. Os preços dos produtos industriais tiveram elevação de 0,64% em fevereiro, ante 0,57% no mês anterior, com variações de 1,22% no ano e 9,03% nos últimos doze meses. Em relação aos produtos agropecuários, a variação de 2,75% no mês repercutiu principalmente as elevações de 18,40% e 9,84% nos preços do algodão e do milho, respectivamente, e as desacelerações nos preços de suínos, feijões e arroz.

38. Os preços ao consumidor (IPC-M) variaram 0,67% em fevereiro, acumulando altas de 1,76% no ano e 5,96% em doze meses, com desaceleração em cinco dos sete grupos pesquisados. Consideradas as contribuições para o resultado mensal, destacaram-se

as taxas do grupo transportes (1,82%, no mês, ante 1,94% em janeiro, 0,22 p.p. do IPC-M), habitação (0,51% ante 0,22%, 0,15 p.p.) e educação, leitura e recreação (1,63% ante 2,75%, 0,14 p.p.). O INCC-M variou 0,39% ante 0,37% em janeiro, acumulando altas de 0,76% no primeiro bimestre do ano e 7,46% em doze meses. O resultado mensal refletiu, sobretudo, os aumentos nos preços de materiais, equipamentos e serviços, 0,65%, ante 0,42% em janeiro, e em mão de obra, 0,12% ante 0,32% no mês anterior. As variações acumuladas no ano e em doze meses atingiram, respectivamente, 1,07% e 5,60% para os preços de materiais, equipamentos e serviços, e 0,44% e 9,49% para os custos de mão de obra, na ordem.

39. O Índice de Commodities Brasil (IC-Br) cresceu em fevereiro, pelo oitavo mês consecutivo, registrando aumento de 4,7% no mês, resultado de variações de 7%, de 4,5% e de -1,3% nos segmentos agropecuária, metal e energia.

Atividade econômica

40. O IBC-Br registrou alta de 0,1% em dezembro, ante novembro, considerados dados dessazonalizados. No último trimestre de 2010, o índice cresceu 1% em relação ao terceiro trimestre, quando aumentara 0,3% no mesmo tipo de comparação. Pela série sem ajuste sazonal, o IBC-Br cresceu 3,7% no mês em relação a dezembro de 2009, acumulando elevação de 7,8% em 2010.

41. As vendas do comércio ampliado elevaram-se 2,3% em dezembro em relação a novembro, segundo dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, contribuindo para que o resultado do quarto trimestre superasse em 4,2% o registrado para o trimestre anterior. O comércio varejista manteve-se estável no mês e apresentou crescimento de 1,5% no trimestre. Por atividade do comércio, ocorreram aumentos mensais em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para os relativos a veículos e motos, partes e peças, 4,7%, tecidos, vestuário e calçados, 3,4%, e material de construção, 3,2%, em oposição aos recuos de 1% em outros artigos de uso pessoal e doméstico e 0,3% em hipermercados, supermercados e produtos alimentares.

42. As vendas do comércio ampliado, em dezembro, cresceram 14,8% em relação a igual período do

ano anterior, com expansão de 12,2% em 2010. O crescimento na comparação interanual decorreu da expansão das vendas em todos os segmentos, com destaque para os relativos a livros, jornais, revistas e papelaria, 26,6%; veículos e motos, partes e peças, 25,6%; e equipamentos e materiais para escritório, 25,5%. O desempenho do comércio em 2010 também refletiu a elevação das vendas em todas as atividades consideradas, em especial nas referentes a equipamentos e materiais para escritórios, 24,1%; móveis e eletrodomésticos, 18,3%; e material de construção, 15,6%.

43. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 1,7% em janeiro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando crescimento de 4,8% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro. As vendas de autoveículos elevaram-se 12,3% no acumulado de doze meses, em comparação com igual período do ano anterior, com ênfase nos aumentos dos segmentos caminhões, 42,1%; comerciais leves, 26,8%; e ônibus, 25,5%.

44. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou variação negativa de 1,7% em janeiro ante dezembro. Em contraposição, os dados observados mostraram elevação interanual de 25,3% e, no acumulado em doze meses, de 43,2%.

45. A produção de bens de capital registrou crescimento de 1,8% em janeiro, acumulando alta de 2,4% no trimestre, em relação ao trimestre finalizado em outubro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A evolução mensal refletiu, em parte, os aumentos nos segmentos destinados ao setor agrícola, 7,5%, e de uso misto, 5,5%, em oposição aos recuos na produção de equipamentos de transportes, 7%, e de equipamentos para fins industriais não seriados, 6,6%. A produção de bens de capital aumentou 9,1% na comparação com janeiro de 2010, acumulando 20,4% nos últimos doze meses.

46. A produção de insumos típicos da construção civil apresentou variação de 0,1% em janeiro e de 1,9% no trimestre encerrado no mês, em relação ao finalizado em outubro, pela série com ajuste sazonal. O segmento cresceu 6,5% em relação a janeiro de 2010, acumulando aumento de 11,5% nos últimos doze meses.

47. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) totalizaram R\$168,4 bilhões em 2010, 23,5% superior ao resultado de 2009, com destaque para os acréscimos de 47,7% nos recursos direcionados ao setor agropecuário e 28,1% para o setor industrial. No ano, o setor de comércio e serviços absorveu 47,2% do total liberado, seguido pela indústria de transformação, com 45,9%, e pela agropecuária, 6%. A indústria extrativa absorveu 0,9%.

48. A produção da indústria geral aumentou 0,2% em janeiro, em relação a dezembro, de acordo com dados dessazonalizados da PIM-PF, do IBGE. Adicionalmente, a produção da indústria cresceu 2,5% em relação a janeiro de 2010, com ênfase nos aumentos de 9,1% em bens de capital e de 6,1% em bens de consumo duráveis. Considerados períodos de doze meses, registrou alta de 9,4% em relação a igual intervalo do ano anterior, ressaltando-se, nessa base de comparação, o acréscimo de 20,4% assinalado na produção de bens de capital.

49. O Nuci na indústria de transformação, calculado pela FGV, atingiu 84,5% em fevereiro, ante 84,7% em janeiro, segundo dados dessazonalizados. O recuo refletiu retrações em bens de consumo (-0,2 p.p.) e, principalmente, em bens intermediários (-0,8 p.p.). Nas indústrias de bens de capital e de material de construção foram observados acréscimos de 0,6 p.p. e de 0,4 p.p., respectivamente, no mesmo período. Considerada a série observada, o Nuci atingiu 83,7% em fevereiro deste ano comparativamente aos 83,1% em igual mês de 2010. A elevação refletiu os aumentos nos indicadores das indústrias de material de construção, 3,1 p.p.; bens de capital, 2,3 p.p.; e bens intermediários, 1,4 p.p.; e do recuo de 1 p.p. em bens de consumo.

50. A produção de autoveículos atingiu 261,8 mil unidades em janeiro, recuando 2,8% em

relação a dezembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), ajustados sazonalmente pelo Banco Central. No trimestre encerrado em janeiro registrou-se expansão de 0,3%, em relação ao trimestre finalizado em outubro. A produção do setor aumentou 6,4% relativamente a janeiro de 2010, com crescimento acumulado em doze meses de 12,9%.

51. As vendas de autoveículos pelas montadoras registraram recuo de 9,6% em janeiro, em relação ao mês anterior, e elevação de 2,1% em relação a janeiro de 2010. A evolução mensal refletiu a redução de 11,3% nas vendas para o mercado interno e a elevação de 24,2% nas exportações, enquanto o resultado interanual decorreu de variações respectivas de -0,1% e de 10,7%. No acumulado em doze meses, as vendas do setor registraram crescimento de 13,5%, com as relativas ao mercado interno e ao externo de 6,1% e de 53,9%, respectivamente.

52. Na última avaliação da safra nacional de cereais, leguminosas e oleaginosas de 2011, realizada pelo IBGE, projetou-se produção de 146,8 milhões de toneladas, representando declínio de 1,8% em relação à safra de 2010, influenciado especialmente pela estimativa de retração de 8,8% na produção da região Sul, maior fornecedora de grãos do País. Preveem-se aumentos nas safras de caroço de algodão, 53,9%; feijão, 19%; e arroz, 13,5%; e retrações nas relativas a trigo, 18,3%; milho, 7,1%; e soja, 1,2%.

Expectativas e sondagens

53. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, cresceu 0,8% em fevereiro, alcançando 122,6 pontos após dois recuos mensais consecutivos. O resultado decorreu de elevações de 1,2% no Índice de Expectativas (IE) e de 0,3% no Índice da Situação Atual (ISA). O ICC aumentou 10,9% em relação a fevereiro de 2010, resultado de elevações de 17% no ISA e de 7,1% no IE.

54. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação (SCIT), da FGV, recuou 0,3% em fevereiro, atingindo

112,5 pontos. O resultado decorreu da estabilidade do ISA e da redução de 0,8% no IE. O ICC recuou 2,3% em relação a fevereiro de 2010, com retrações de 1,2% no ISA e de 3,6% no IE.

55. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, registrou retração mensal de 3% em janeiro, influenciada pela avaliação desfavorável em relação ao momento atual. O ISA apresentou diminuição de 12,2%, enquanto o IE elevou-se 5,6%. O ICS reduziu-se 1,3% em relação a janeiro de 2010, registrando crescimento de 2,5% no ISA e queda de 4,2% no IE.

Mercado de trabalho

56. Foram criados 152,1 mil empregos formais em janeiro, de acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, dos quais 73,2 mil correspondem ao setor de serviços, 53,2 mil à indústria de transformação, 33,4 mil à construção civil e 8,3 mil à agropecuária, enquanto no setor de comércio registrou-se a eliminação de 18,1 mil vagas. No acumulado de doze meses, foram gerados 2.107 mil novos postos de trabalho, com ênfase nas contratações do setor de serviços, 879,5 mil; do comércio, 508,3 mil; da indústria de transformação, 469,3 mil e da construção civil, 233,2 mil.

57. A taxa de desemprego aberto atingiu 6,1% em janeiro, a menor registrada para o mês desde o início da série, de acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. A taxa apresentou elevação de 0,8 p.p. em relação a dezembro e redução de 1,1 p.p. ante janeiro de 2010. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 6,3% em janeiro, ante 6,2% no mês anterior, resultado da diminuição de 0,1% na ocupação e da estabilidade na População Economicamente Ativa (PEA). O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores cresceu 0,5% em relação a dezembro e 5,3% em relação a janeiro de 2010, enquanto a massa salarial registrou, nas mesmas bases de comparação, variações de -1,2% e 7,7%, respectivamente.

Crédito e inadimplência

58. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.714,5 bilhões em janeiro, correspondendo

a 46,5% do PIB, com variações de 0,5% no mês e 20,3% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou aumentos, na ordem, de 0,3% e 17,1%, nas mesmas bases de comparação, resultado de variações respectivas de 1% e 19,1% no saldo das operações com pessoas físicas e de -0,3% e 15,1% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados expandiram-se 0,9% no mês e 27% em doze meses, com destaque para os acréscimos respectivos de 2,5% e 50,2% observados nos financiamentos habitacionais e de 0,8% e 40,9% nos repasses do BNDES.

59. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 2,4 p.p. em janeiro, para 37,4%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram, na ordem, 43,8% e 29,3%, registrando elevações respectivas de 3,2 p.p. e de 1,4 p.p.

60. O prazo médio das operações de crédito referencial recuou de 476 dias, em dezembro, para 474 dias, em janeiro, observando-se diminuições respectivas de três e de quatro dias nos prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, que atingiram, na ordem, 559 dias e 395 dias.

61. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, aumentou 0,1 p.p., alcançando 4,6% em janeiro. A taxa relativa às operações com pessoas físicas manteve-se em 5,7%, e a referente ao segmento de pessoas jurídicas cresceu 0,1 p.p., para 3,6%.

Ambiente externo

62. A atividade econômica mostrou aceleração pelo segundo trimestre consecutivo nos Estados Unidos, registrando elevação trimestral anualizada de 2,8% no quarto trimestre de 2010, ante 2,6% no período anterior. O resultado refletiu, entre outros, o crescimento no consumo das famílias e a contração das importações. O mercado de trabalho segue em recuperação nos Estados Unidos. A renda pessoal disponível cresceu, em janeiro, pelo quarto mês consecutivo. Na Zona do Euro, o rigor do inverno contribuiu para que o aumento do PIB registrasse leve desaceleração, para 1,2%, de 1,4%;

enquanto no Japão, o PIB do último trimestre de 2010 contraiu-se 1,1%. No mesmo período, a taxa de crescimento interanual do PIB da China voltou a acelerar-se para 9,8%, ante 9,6% no trimestre anterior. Ressalte-se que indicadores mais recentes de sentimento do consumidor, das empresas e da atividade manufatureira sinalizaram aceleração da atividade econômica no início desse ano nas economias do G3. O índice de gerentes de compra (PMI) para a atividade manufatureira global reportou o nono avanço consecutivo em janeiro, sinalizando crescimento em seu ritmo de expansão. O índice de fevereiro, específico para a Zona do Euro, atingiu o valor mais alto desde junho de 2000. Embora os dados mais recentes apontem para retomada da atividade econômica nas principais economias, é importante ressaltar que esse cenário favorável é dependente dos desenvolvimentos da crise no norte da África e no Oriente Médio.

63. Os preços internacionais das *commodities* voltaram a avançar desde a última reunião do Comitê, embora com aumento da volatilidade nas últimas semanas, fruto das tensões geopolíticas. O desempenho dos preços das *commodities* agrícolas segue bastante influenciado pela deterioração das condições de oferta em diversas regiões; pela elevação do consumo, sobretudo nos mercados emergentes; e pelos baixos níveis dos estoques globais relativamente ao consumo. O petróleo apresentou expressiva elevação refletindo, por um lado, incertezas quanto a possível choque de oferta resultante das tensões geopolíticas e, por outro, o impacto sobre a demanda resultante de perspectivas favoráveis para a atividade econômica. Nos mercados financeiros, apesar da recente elevação da volatilidade, as perspectivas de crescimento para as economias desenvolvidas têm se traduzido em resultados mais favoráveis para o mercado acionário desse grupo de países, em comparação com os de economias emergentes.

64. Em janeiro, a variação anual do IPC aumentou nos Estados Unidos, na Zona do Euro, no Reino Unido e na China, entre outros, alcançando, na ordem, 1,6%, 2,3%, 4,0% e 4,9% ante 1,5%, 2,2%, 3,7% e 4,6% em dezembro. Enquanto nos Estados Unidos o item energia registrou aumento anual de 7,3% em janeiro, na China, a inflação nos preços dos alimentos,

10,3%, foi a principal responsável pela elevação do IPC. Apesar das altas recentes nos índices de inflação, as pressões inflacionárias seguem contidas nas principais economias maduras, com exceção do Reino Unido, quando consideradas as medidas de núcleo, cujas variações anuais registraram, em janeiro, 1,0%, 1,1% e 3,0%, respectivamente, nos Estados Unidos, Zona do Euro e Reino Unido. Entre as economias emergentes, além da China, o avanço nos preços dos alimentos tem contribuído para a elevação das pressões inflacionárias. Em janeiro, a variação anual do IPC avançou para 9,6% na Rússia e para 7% na Indonésia.

65. Em contexto de pressões inflacionárias contidas, os bancos centrais dos Estados Unidos e da Zona do Euro mantiveram o caráter acomodatório de suas políticas monetárias, mantendo as respectivas taxas básicas de juro, decisão acompanhada pelo banco central do Reino Unido. Em sentido oposto, desde a última reunião do Copom, bancos centrais de diversos países emergentes elevaram as respectivas taxas básicas de juros entre os quais Chile, China, Coreia, Rússia e Tailândia. Em fevereiro, o Banco do Povo da China (PBOC) anunciou nova elevação na taxa de recolhimento dos depósitos compulsórios, a segunda no ano.

Comércio exterior e reservas internacionais

66. A balança comercial brasileira registrou, em fevereiro, superávit de US\$1,2 bilhão. As exportações atingiram US\$16,7 bilhões e as importações, US\$15,5 bilhões. Com esse resultado, o superávit comercial no primeiro bimestre de 2011 alcançou US\$1,6 bilhão, 615,9% superior ao registrado em 2010, pelo critério de média diária, refletindo expansões de 26% nas exportações e de 20,7% nas importações. A corrente de comércio cresceu 23,3% no ano, totalizando US\$62,3 bilhões em 2011, comparativamente a US\$46,8 bilhões registrados no primeiro bimestre em 2010.

67. As reservas internacionais atingiram US\$307,5 bilhões em fevereiro, com elevação de US\$9,8 bilhões em relação ao estoque de janeiro. As compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio, até 25 de fevereiro, totalizaram US\$8,1 bilhões no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

68. No período posterior à reunião do Copom de janeiro, a curva de juros doméstica reduziu sua inclinação, com elevação das taxas de curto prazo e relativa estabilidade das taxas de prazos superiores a um ano. Na parte curta, foram determinantes para esse movimento a piora das expectativas de inflação e a divulgação de índices de inflação corrente e de dados de coletas de preços ainda elevados. Entre 17 de janeiro e 28 de fevereiro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se em 0,52 p.p., 0,44 p.p. e 0,36 p.p., respectivamente. A taxa para o prazo de um ano subiu 0,19 p.p., enquanto as taxas para os prazos de dois e de três anos cederam 0,02 p.p. cada. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 6,61%, em 17 de janeiro, para 6,90%, em 28 de fevereiro.

69. Entre 18 de janeiro e 28 de fevereiro, o Banco Central realizou nove leilões de *swap* cambial reverso, nos quais assumiu posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$8,5 bilhões em valor nacional.

70. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 18 de janeiro a 28 de fevereiro, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$39,0 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo alcançou R\$148,5 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre treze e trinta dias úteis, elevando o saldo diário

médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$129,9 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 31 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\$95,4 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$358,5 bilhões, entre 7 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011, para R\$387,1 bilhões, entre 18 de janeiro e 28 de fevereiro. Considerando-se o período mais recente, houve redução do saldo dos compromissos de recompra em R\$37,2 bilhões, passando o estoque total de R\$396,7 bilhões, em 17 de janeiro, para R\$359,5 bilhões, em 28 de fevereiro. Os principais fatores condicionantes para a retração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

71. Entre 18 de janeiro e 28 de fevereiro, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões tradicionais, somaram R\$45,4 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$27,9 bilhões, sendo R\$24,0 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011, 2012, 2013 e 2015 e R\$3,9 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$9,6 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 2014, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$7,9 bilhões.