

Anexo

Notas da 148ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 26 e 27/01/2010

Local: Sala de reuniões do 8º andar (26/01) e do 20º andar (27/01) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h55 (26/01) e 17h (27/01)

Horário de término: 18h55 (26/01) e 18h50 (27/01)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Aldo Luiz Mendes
Alexandre Antonio Tombini
Alvir Alberto Hoffmann
Anthero de Moraes Meirelles
Antonio Gustavo Matos do Vale
Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 26)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 27)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Jose Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 26)

Adriana Soares Sales – Consultora da Diretoria (presente somente no dia 27)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Isabela Ribeiro Damaso Maia – Consultora da Diretoria

José de Ribamar Oliveira Júnior – 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. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuou ligeiramente, de 0,41% em novembro para 0,37% em dezembro. Com isso, a inflação acumulada em 2009 alcançou 4,31%, ficando 1,59 ponto percentual (p.p.) abaixo daquela observada no ano anterior, permanecendo próxima da meta. A queda da inflação, sob esse critério, em 2009, refletiu o comportamento dos preços livres, visto que houve aumento da variação dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, note-se que tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de não comercializáveis mostraram desaceleração, com variações de 2,62% e 5,53% em 2009, respectivamente, ante 6,99% e 7,10% em 2008. Contudo, no caso dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, a inflação acumulada em 2009, 6,37%, pouco se alterou frente à taxa de 6,39% observada em 2008. Evidências preliminares relativas

a janeiro apontam inflação ao consumidor em patamar superior ao observado em dezembro. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis sugere que a aceleração dos preços observada em 2008 foi superada, em processo liderado pelo comportamento dos preços livres, especialmente de bens, uma vez que a inflação dos preços administrados e dos serviços segue mostrando maior persistência.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) tiveram elevação entre novembro e dezembro. O núcleo por exclusão deslocou-se de 0,37% em novembro para 0,46% em dezembro. As medidas de núcleo pelos critérios de médias aparadas com suavização e de dupla ponderação também mostraram elevação (de 0,37% e 0,40% em novembro, para 0,41% e 0,47% em dezembro, respectivamente). As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 5,72%, 4,82% e 6,07% em 2008 para 4,73%, 4,35% e 4,74% em 2009, para o índice por exclusão, médias aparadas com suavização e dupla ponderação, respectivamente. Note-se que todas as medidas de núcleo registraram elevação, no critério da variação acumulada em doze meses, frente aos mínimos locais observados em outubro passado e que duas delas se situam acima da meta para a inflação. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA recuou para 60,2% em dezembro de 2009, ante 61,7% no mesmo mês de 2008.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de 0,07% em novembro para -0,11% em dezembro. No ano, a variação do IGP-DI atingiu -1,43% (9,10% em 2008). Sob esse critério, a desaceleração do IGP-DI manifestou-se em seus três componentes. O principal, o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), atingiu -4,08% em 2009 (9,80% em 2008). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 3,95% (6,07% em 2008). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 3,25% (11,87% em 2008). No que se refere ao IPA-DI, a desaceleração, sob esse critério de comparação, derivou tanto do comportamento dos preços agrícolas quanto dos industriais. A variação do IPA agrícola atingiu -3,16% (1,64% em 2008), e a dos preços industriais no atacado chegou a -4,43% (12,96% em 2008).

Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do terceiro trimestre de 2009, bem como a revisão de dados anteriores. Os dados mostram retração da atividade, de 1,2%, sob o critério da comparação interanual. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão do consumo das famílias e do governo de 3,9% e 1,6%, na ordem, e decréscimos de 12,5% na formação bruta de capital fixo (FBCF), 10,1% na exportação e 15,8% na importação. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto foi negativa em 2,0 p.p. no terceiro trimestre de 2009, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sobrepondo-se à contribuição positiva de 0,8 p.p. exercida pelo setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, o setor de serviços teve desempenho positivo, com crescimento de 2,1%, frente ao mesmo período de 2008, enquanto os demais registraram contração. O deflator do PIB a preços de mercado deslocou-se de 7,4% no fechamento de 2008 para 5,7% no primeiro trimestre de 2009, 5,4% no primeiro semestre e 4,7% no acumulado do ano, até o terceiro trimestre de 2009.

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, recuou de 1,8% em setembro e em outubro para 1,2% em novembro. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria declinou 0,2% em novembro, após dez meses seguidos de expansão. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu elevação de 5,1%, ante recuo de 3,1% em outubro. O comportamento da série da indústria geral e de seus componentes sugere que o piso da produção ocorreu em dezembro de 2008 e janeiro de 2009, sendo seguido por recuperação, cujo ritmo continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e das famílias, bem como pela distensão das condições

financeiras domésticas, amparada, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, os destaques em novembro foram as indústrias de bens de capital e intermediários, com variações de 6,1% e 2,1%, respectivamente. A produção da indústria de bens de consumo duráveis, fortemente influenciada pelo setor automotivo, registrou declínio de 4,8%, e a de não duráveis e semiduráveis teve recuo de 0,6%. A recuperação do dinamismo da produção industrial foi inicialmente liderada pela produção de bens duráveis, mas vem se tornando mais disseminada, refletindo, em grande parte, medidas de desoneração tributária, bem como distensão nas condições financeiras. O comportamento futuro da produção industrial, que não deve ser uniforme ao longo do tempo, dependerá desses fatores, bem como da evolução da confiança dos consumidores e empresários, mas devem ser fontes de resiliência, aos quais se contrapõe a retomada da demanda externa.

7. O mercado de trabalho tem exibido comportamento mais favorável, no qual aspectos benignos predominam em relação a sinais de perda de vigor. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, declinou de 7,5% em outubro para 7,4% em novembro (7,6% em novembro de 2008). Na série dessazonalizada, a taxa atingiu 7,7%, ante 7,8% no mês anterior. O rendimento médio habitual registrou estabilidade pelo segundo mês consecutivo. O emprego, por sua vez, teve elevação de 0,7% em novembro, após redução de 0,3% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 2,9% frente a novembro de 2008, continuando a constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Ainda sobre o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam recuperação da geração de vagas no setor formal na segunda metade de 2009, em que pese o fechamento, sazonal, de vagas em dezembro. Com isso, foram criados 995 mil postos de trabalho em 2009 (1.452 mil em 2008). A indústria de transformação apresentou saldo

positivo no ano: 10,9 mil contratações líquidas. Os setores mais dinâmicos foram o de serviços, com criação de 500,2 mil vagas (alta de 3,9% frente a 2008), o comércio (297,2 mil vagas, crescimento de 3,9% frente ao ano anterior) e a construção civil (177,2 mil postos, elevação de 6,2%); enquanto a agropecuária perdeu 13,6 mil vagas.

8. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 0,6% em novembro, após recuo de 2,6% em outubro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 16,4% em novembro, o que resultou em crescimento de 6,0% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 0,8% em novembro, na série com ajuste sazonal, após registrar 1,7% em outubro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de móveis e eletrodomésticos (5,9%) e material de construção (2,7%); os negativos foram outros artigos de uso pessoal e doméstico (-1,9%) e livros, jornais, revistas e papelaria (-1,1%). Os dados do comércio ampliado vêm, desde o início de 2009, evidenciando recuperação influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de duráveis, em resposta a incentivos setoriais concedidos pelo governo e à melhora no acesso ao crédito. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio continuará sendo sustentada pelas transferências governamentais e pelo crescimento da massa salarial real, mas será também afetada pela recuperação nas condições de acesso ao crédito e pela evolução da confiança dos consumidores.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sem ajuste sazonal, registrou 84,2% em dezembro, 3,6 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2008. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci apresentou elevação de 81,0% para 81,2% entre outubro e novembro. Por sua vez, o Nuci mensal da FGV com ajuste sazonal atingiu 83,8% em dezembro (82,9% no mês anterior), patamar superior à média observada nos últimos cinco anos. Também no caso da indústria de bens de consumo (em 3,5 p.p.) e material de construção

(1,1 p.p.), a taxa de utilização da capacidade já se encontrava em dezembro, em patamares superiores às respectivas médias dos últimos cinco anos. As indústrias de bens intermediários e de bens de capital registravam margem frente à tal média de 2,0 p.p. e 1,7 p.p., respectivamente. A redução da margem de ociosidade tem resultado da expansão da atividade, não integralmente compensada pela maturação de projetos de investimento. Por sua vez, os dados sobre a absorção de bens de capital já mostram quadro de recuperação na comparação com os mesmos períodos de 2008 e forte expansão na margem em novembro (terceiro mês consecutivo de crescimento ante o mês imediatamente anterior). A absorção de bens de capital apresentou alta de 2,3% em novembro, dados isentos de sazonalidade, crescimento de 12,3% em relação a novembro de 2008, mas queda de 13,9% no ano (ambos referem-se a dados observados). Por sua vez, a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,2% na margem em novembro, após aumentar 1,2% em outubro, 4,7% em relação a novembro de 2008, com queda de 8% no ano (dados observados). Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização seguiram se elevando nos últimos meses, evidenciando sensível redução da margem de ociosidade da indústria, acompanhada pela retomada dos investimentos. A propósito, como assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses mostrou estabilidade na margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$25,5 bilhões em novembro e deslocou-se para US\$25,3 bilhões em dezembro. Esse resultado adveio de US\$153,0 bilhões em exportações e de US\$127,6 bilhões em importações, com variações de -22,7% e -26,2%, respectivamente, em relação a dezembro de 2008. O maior dinamismo da demanda doméstica frente à externa contribui para o estreitamento do superávit comercial. Já a redução das remessas de lucros e dividendos contribuiu, a despeito do comportamento observado na margem, para conter o déficit em contas correntes acumulado em doze meses, que atingiu US\$28,2 bilhões em dezembro de 2008, recuando para US\$24,3 bilhões em 2009, equivalentes a 1,6% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os

investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$25,9 bilhões em 2009, equivalentes a 1,7% do PIB.

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado, inicialmente, pela continuidade do processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais e, mais recentemente, por certo aumento na volatilidade dos preços de ativos, ainda que a percepção de risco sistêmico siga limitada. Esses desenvolvimentos podem ser atribuídos ao incremento da incerteza regulatória e à deterioração fiscal em algumas economias maduras, bem como ao início da reversão da forte expansão da liquidez ocorrida em 2009 em economias emergentes. Nessas condições, houve moderação na demanda por ativos de risco, como evidenciado pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais. Dessa forma, o dólar americano tendeu a se fortalecer frente às demais moedas, em especial aquelas que tinham experimentado apreciação mais intensa em meses anteriores.

12. No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevaleceram sobre as pressões inflacionárias em 2009, mas a recuperação da atividade econômica parece estar se consolidando. A visão atualmente dominante aponta para recuperação em 2010 e alguma aceleração em 2011, em processo no qual o G3 (Estados Unidos, Europa e Japão) retomaria certo dinamismo, mas que continuaria sendo liderado pelas economias emergentes, mormente da Ásia. Há, contudo, incerteza remanescente quanto à sustentabilidade da expansão do consumo nas economias maduras, em cenário de retirada dos estímulos de política econômica e perspectivas modestas para a expansão do crédito. Por outro lado, em diversas economias emergentes, a atividade econômica parece ter entrado em rota consistente de recuperação, apresentando, em certos casos, evidências de aquecimento em mercados de bens, serviços, fatores de produção e ativos. Sendo assim, os pontos mínimos da inflação nas economias maduras e em importantes economias emergentes foram ultrapassados. Nesse contexto, após um período de flexibilização agressiva, a política monetária, em diversos países, entrou em fase de estabilidade, ao passo que a tendência naquelas economias que foram menos impactadas pela crise internacional e se recuperam mais rápida

e intensamente é de adoção de posturas de política monetária mais restritivas.

13. Os preços do petróleo spot recuaram desde a última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros também retrocederam. A incerteza que envolve essas cotações segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, em contexto de retomada da economia mundial, da perspectiva de evolução da oferta global, condicionada pelo ritmo de maturação de investimentos no setor, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Não obstante, a despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2010. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais do petróleo pode, eventualmente, se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Cabe registrar que os preços de commodities agrícolas, que têm impacto particularmente importante na evolução dos custos alimentares, como trigo, soja e milho, apresentaram quedas desde a reunião anterior do Comitê, ao passo que as cotações de commodities industriais, como alumínio, cobre e níquel, apresentaram elevação.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2010, foram mantidas em 1,6% e 3,3%, respectivamente;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o

acumulado de 2010 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,64% do total do IPCA de dezembro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 elevou-se de 4,0% para 4,1%, segundo o cenário de referência. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do swap pré-DI de 360 dias indica spread sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 30 p.b. e 49 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e 2011, respectivamente.

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

16. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 elevou-se de 4,48% para 4,60%. Para 2011, a mediana das expectativas de inflação permaneceu no patamar de 4,50%.

17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,80 R\$/US\$ e da taxa Selic em 8,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de dezembro, mas ainda se situa ao redor do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin

junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 recuou ligeiramente, mas permanece ao redor do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção manteve-se estável em relação ao valor considerado na reunião de dezembro, portanto em torno do valor central da meta, enquanto no cenário de mercado a projeção recuou e se posiciona abaixo do valor central da meta.

Implementação da política monetária

18. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nos mercados internacionais, a aversão ao risco mostrou certa elevação desde a última reunião do Comitê, ainda que persista uma situação de liquidez abundante. Nesse ambiente, tanto os preços de ativos brasileiros, que vinham favorecendo a distensão das condições financeiras domésticas, quanto os de certas commodities apresentaram declínio. Mesmo assim, cabe notar que as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Por outro lado, a trajetória dos índices de preços ao produtor evidencia retomada, ainda que incipiente, de pressões inflacionárias externas. Dessa forma, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica poderia deixar de ser benigna, conquanto persista considerável incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de commodities em contexto de gradativa normalização das condições financeiras internacionais. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

19. O Copom entende que, a se confirmar a perspectiva de intensificação das pressões da demanda doméstica sobre o mercado de fatores, a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação poderia estar se elevando. Nesse contexto, aumentaria também o risco de repasse de eventuais pressões de alta dos preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente

localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação. A propósito, o Copom segue monitorando com particular atenção o comportamento das expectativas de inflação, que se elevaram no trecho intermediário do horizonte de projeção desde sua última reunião. Adicionalmente, cabe notar que o comportamento da demanda doméstica poderia exercer certa pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

20. O Copom considera importante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar valores correntes observados para essa variável. O Comitê reafirma que movimentos específicos de preços de ativos só são relevantes para a política monetária na medida em que tenham algum impacto sobre a trajetória prospectiva para a inflação.

21. As perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis, como evidenciado pelos dados sobre o comércio, utilização da capacidade na indústria e sobre o mercado de trabalho, bem como pelos sinais de continuidade da expansão da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas. A confiança dos consumidores e dos empresários também exhibe sinais consistentes de recuperação. Nessas circunstâncias, o ritmo da atividade depende, de forma importante, da evolução da massa de rendimentos reais, dos efeitos das medidas de estímulo fiscal e dos incrementos das transferências governamentais que ocorrerão nos meses à frente. O dinamismo da atividade deverá ser beneficiado também pela distensão das condições financeiras, favorecida, entre outros fatores, pelas políticas dos bancos oficiais. Em suma, os dados mais recentes sobre a atividade econômica no país parecem corroborar a avaliação, expressa em

Notas de reuniões anteriores do Comitê, de que as influências contracionistas da crise financeira internacional sobre o dinamismo da economia doméstica e, conseqüentemente, sobre o contexto no qual atua a política monetária, poderiam se mostrar persistentes, mas não seriam permanentes. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões correntes de política monetária terão seus maiores impactos a partir de meados de 2010.

22. O Copom entende que os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivam, no âmbito externo, de eventual elevação dos preços de commodities; e, no interno, dos efeitos, cumulativos e defasados, da distensão das condições financeiras e do impulso fiscal e creditício sobre a evolução da demanda doméstica, levando-se em conta a dinâmica do consumo e do investimento, em contexto de redução da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. O balanço dessas influências sobre a trajetória prospectiva da inflação será fundamental na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

23. A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, ao encurtamento dos horizontes de planejamento e, conseqüentemente, à redução do potencial de crescimento da economia, além de ter efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a convergência da inflação para a trajetória de metas observada em 2009 siga sendo registrada em 2010 e 2011. Tal estratégia, cujos resultados estão sendo evidenciados, leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

24. O Comitê considera que a acomodação da demanda, motivada pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, bem como pela contração da economia mundial, mostra sinais consistentes de superação, ainda que persista incerteza, que deverá ser dirimida ao longo do tempo, com viés tanto positivo quanto

negativo sobre o ritmo de recuperação da atividade. De qualquer forma, nesse quadro de retomada, que é corroborado pelos dados disponíveis até o momento, cabe à política monetária zelar para que as pressões inflacionárias sigam contidas.

25. Em suma, o Copom avalia que, diante dos sinais de retomada da demanda doméstica, ocasionando redução da margem de ociosidade dos fatores de produção, evidenciada por indicadores de utilização da capacidade na indústria e do mercado de trabalho, e do comportamento recente das expectativas de inflação, podem aumentar os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

26. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés. O Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

27. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado a suas projeções. Depois de breve contração, a demanda doméstica se recuperou, em grande parte graças aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a retomada do crédito. Por sua vez, importantes estímulos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e deverão contribuir para a consolidação da retomada da atividade e, conseqüentemente, para a redução na margem residual de ociosidade dos fatores produtivos. Os efeitos desses estímulos devem ser cuidadosamente monitorados ao longo do tempo e serão parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária, que devem assegurar a manutenção da convergência da inflação para a trajetória de metas em 2010 e 2011, serão tomadas.

28. Na eventualidade de se verificar deterioração do perfil de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação, neste momento, pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

29. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 16 de março de 2010, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 18.927, de 9 de outubro de 2009.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

30. O IPCA variou 0,37% em dezembro, ante 0,41% em novembro, acumulando alta de 4,31% em 2009, comparativamente a 5,90% em 2008. A elevação dos preços livres desacelerou de 0,42% em novembro para 0,31% em dezembro, registrando-se aumentos de 0,16% nos preços dos produtos comercializáveis e de 0,45% nos não comercializáveis. Os preços monitorados cresceram 0,51%, ante 0,40% em novembro. O índice de difusão, que se situou em 60,16% em dezembro, apresentou média de 57,53% em 2009, ante 62,83% no ano anterior.

31. Os preços livres aumentaram 4,14% em 2009, ante 7,05% em 2008, desaceleração associada, em especial, ao arrefecimento, de 11,12% para 3,18%, registrado na variação dos preços no grupo alimentação e bebidas. Os preços monitorados aumentaram 4,73%, ante 3,27% em 2008.

32. As variações de todas as medidas de núcleo apresentaram aceleração em dezembro, em relação ao mês anterior, e desaceleração na comparação anual. A variação do núcleo por exclusão IPCA-EX, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,37% em novembro para 0,46% em dezembro. No ano, o indicador variou 4,73%, ante 5,72% em 2008. Considerado o critério de médias aparadas com suavização, a variação mensal atingiu 0,41% em dezembro, ante 0,37% em novembro, acumulando 4,35% em 2009, ante 4,82% no ano anterior. O núcleo

de dupla ponderação apresentou crescimento de 0,47% em dezembro, ante 0,40% no mês anterior, totalizando aumento anual de 4,74% em 2009, ante 6,07% em 2008.

33. A inflação medida pelo IGP-DI, após atingir 0,07% em novembro, registrou -0,11% em dezembro. Considerados períodos de doze meses, a variação do IGP-DI passou de -1,76%, em outubro e em novembro, para -1,43% em dezembro. A trajetória do IGP-DI em 2009 refletiu, em especial, o comportamento do IPA-DI, que, evidenciando as variações assinaladas nos preços dos bens intermediários, -7,1%; das matérias-primas brutas, -6,13%; e dos bens finais, 1,28%, recuou 4,08% no período. Considerada a origem dos produtos, a retração anual do IPA-DI refletiu as retrações assinaladas nos preços industriais, 4,43%, e agropecuários, 3,16%. O IPC-Br variou 3,95% no ano e o INCC, 3,25%, com os da mão-de-obra aumentando 7,74% e os relativos a materiais, equipamentos e serviços recuando 0,54%.

Atividade econômica

34. As vendas do comércio ampliado, após recuarem 2,6% em outubro e crescerem 4,7% em setembro, registraram aumento mensal de 0,6% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, acumulando aumento de 3,1% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto. Adicionalmente, o comércio ampliado registrou, em novembro, crescimento de 16,4% em relação a igual mês de 2008, acumulando variação de 6% nos onze primeiros meses do ano.

35. O crescimento mensal das vendas em novembro traduziu a ocorrência de resultados positivos em sete dos dez segmentos pesquisados, com destaque para móveis e eletrodomésticos, 5,9%. Entre os segmentos com desempenho negativo, ressaltou-se o recuo de 1,9% observado nas vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico.

36. A evolução do comércio ampliado em relação a novembro de 2008 traduziu a ocorrência de aumentos generalizados nas vendas em todos os segmentos incluídos na pesquisa, com ênfase nos relativos a veículos e motos, partes e peças, 37,1%; equipamentos e materiais para escritório,

19,2%; móveis e eletrodomésticos, 13,8%; e artigos farmacêuticos e médicos, 12,3%.

37. Considerada a comparação entre as vendas realizadas de janeiro a novembro de 2009 e do ano anterior, ocorreram resultados positivos em oito dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a artigos farmacêuticos e médicos, 12%; equipamentos e materiais para escritório, 11,8%; livros, jornais revistas e papelaria, 9,6%; e veículos e motos, partes e peças, 9,6%. Em sentido inverso, as vendas de material de construção e de tecidos, vestuário e calçados experimentaram recuos respectivos de 7,7% e 4,3%, no período.

38. Estatísticas dessazonalizadas da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), abrangendo a capital paulista, indicam que o número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e ao sistema Usecheque registraram aumentos mensais respectivos de 2,7% e de 6,4% em dezembro. Esses indicadores assinalaram variações anuais respectivas de -9,3% e 1,2% em 2009.

39. As vendas das concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, apresentaram aumento mensal de 2,4% em dezembro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. Esse resultado refletiu as expansões respectivas de 5,2% e 3,3% assinaladas nas vendas de caminhões e ônibus, contrastando com os recuos observados nas relativas a automóveis, 0,5%, e a comerciais leves, 2,2%. As vendas totais aumentaram 50,9% em relação a dezembro de 2008, com ênfase nas expansões respectivas de 63,3%, 50,2% e 48,4% observadas nos segmentos comerciais leves, caminhões e automóveis.

40. As importações de bens de capital decresceram 7,1% em dezembro, em relação a novembro, de acordo com o índice de quantum da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. O indicador de dezembro recuou 4,1% em relação a igual mês de 2008, acumulando recuo anual de 13%.

41. A produção de bens de capital, considerados dados dessazonalizados do IBGE, registrou

aumento mensal de 6,1% em novembro, com ênfase nos aumentos assinalados nos segmentos bens de capital para fins industriais, 21,3%; bens de capital para fins agrícolas, 19%; e insumos para a construção civil, 4,2%. Adicionalmente, a produção do setor recuou 2,5% em relação a novembro de 2008, acumulando retração de 20,2% quando considerados os períodos de janeiro a novembro de 2009 e do ano anterior.

42. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) totalizaram R\$117,5 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevando-se 49,6% em relação a igual intervalo de 2008. A indústria absorveu 45,9% dos desembolsos mencionados.

43. A produção da indústria geral registrou recuo mensal de 0,2% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Adicionalmente, a produção da indústria cresceu 5,1% em relação a novembro de 2008, com ênfase no aumento de 26,3% observado no setor de bens de consumo duráveis; enquanto, considerados períodos de doze meses, registrou recuo de 9,7% em relação a igual intervalo do ano anterior, ressaltando-se, nessa base de comparação, o decréscimo de 19,7% assinalado na produção de bens de capital.

44. O desempenho mensal da indústria traduziu as expansões assinaladas nos segmentos de bens de capital, 6,1%, e de bens intermediários, 2,1%, contrastando com as retrações observadas nas produções de bens de consumo duráveis, 4,8%, e de bens de consumo não duráveis, 0,6%.

45. Os indicadores da CNI revelam a continuidade da expansão, na margem, da atividade industrial em novembro. Nesse sentido, considerados dados dessazonalizados, o faturamento real da indústria de transformação cresceu 1,3% em relação a outubro, enquanto as horas trabalhadas e o emprego assinalaram aumentos respectivos de 2,6% e 0,7%. Considerados os onze primeiros meses do ano, os indicadores mencionados registraram retrações respectivas de 6%, 8,5% e 3,5% em relação a igual período de 2008. O Nuci registrou aumento de 0,2 p.p. no mês e de 0,4 p.p. em relação a novembro de 2008.

46. A produção de autoveículos atingiu 251,5 mil unidades em dezembro, de acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), resultado 160,4% superior ao registrado em igual período de 2008. Considerados dados dessazonalizados, a produção de autoveículos decresceu 0,8% em relação a novembro. Adicionalmente, as produções de autoveículos e de máquinas agrícolas registraram recuos anuais respectivos de 1,2% e 22,3% em 2009.

47. As vendas de autoveículos para o mercado interno aumentaram 92,7% em dezembro e 10,4% em 2009, relativamente a iguais períodos de 2008, enquanto suas exportações registraram variações respectivas de 21% e de -35,3%.

Expectativas e sondagens

48. Segundo pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) aumentou 2,2% em janeiro, em relação a dezembro, situando-se no patamar mais elevado da série. O resultado refletiu os aumentos registrados no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC), 2,4%, e no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea), 1,9%. O ICC aumentou 27,5% em relação a dezembro de 2008.

49. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, o ICC decresceu 2,4% em dezembro, em relação a novembro, considerados dados com ajuste sazonal, resultado dos recuos respectivos de 2,7% e de 2,4% registrados no Índice da Situação Atual (ISA) e no Índice de Expectativas (IE). O ICC aumentou 17,1% em relação a igual mês do ano anterior, período em que ocorreram elevações de 18,6% no ISA e de 16,1% no IE.

50. A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV revelou que o Índice de Confiança dos Empresários Industriais (Icei) atingiu 113,4 pontos em dezembro, patamar mais elevado desde julho de 2008 e 54,2% superior ao observado em igual mês de 2008. Considerados dados dessazonalizados, o indicador aumentou 3,5% em relação a novembro, resultado de elevações de, igualmente, 3,5% no ISA e no IE. Ressalte-se que os componentes do Icei registraram, na ordem,

expansões de 45,6% e 64,9%, em relação a dezembro de 2008.

Mercado de trabalho

51. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram eliminados 415,2 mil empregos formais em dezembro, dos quais 166 mil na indústria de transformação e 68,1 mil no setor de serviços, contrastando com a geração líquida de 10,6 mil vagas registrada no comércio. No ano, foram criados 995,1 mil empregos, menor resultado desde 2003, dos quais 500,2 mil no setor de serviços, 297,2 mil no comércio, 177,2 mil na construção civil e 10,9 mil na indústria de transformação.

52. Conforme a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 7,4% em novembro, ante 7,3% em outubro e 7,2% em igual período de 2008. O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores recuou 0,1% no mês, acumulando aumento de 3,4% no ano, enquanto a massa salarial registrou crescimentos respectivos de 0,4% e 4,1%, nas bases de comparação mencionadas.

Crédito e inadimplência

53. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.410 bilhões em dezembro, correspondente a 45% do PIB, com expansões de 1,6% no mês e de 14,9% em 2009. As operações com recursos livres aumentaram 0,8% no mês e 9,4% no ano. Entre as operações de crédito com recursos livres, que representam 67,6% do total do sistema financeiro, o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1,2% no mês e 19,4% em 2009, e o das operações com pessoas jurídicas, 0,5% e 1,2%, respectivamente. As operações com recursos direcionados elevaram-se 3,2% em dezembro e 28,4% em 2009.

54. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial voltou a cair em dezembro, atingindo 34,3%, a menor taxa desde dezembro de 2007. A taxa anual média das operações com pessoas físicas alcançou 42,7% no mês, ante 43% em novembro, e a referente a pessoas jurídicas, 25,5%, relativamente aos 26% no mês anterior.

55. O prazo médio das operações de crédito referencial aumentou em dezembro pelo quarto mês consecutivo, atingindo 389 dias. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio alcançou 283 dias e, nas operações com pessoas físicas, 520 dias.

56. Em dezembro, a taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, recuou para 5,6%, após se manter estável por três meses consecutivos em 5,8%. Por segmentos, as taxas relativas às operações com pessoas jurídicas recuaram 0,1 p.p., atingindo 3,8%, e as referentes às pessoas físicas declinaram 0,3 p.p., alcançando 7,8%.

57. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, foi negativa em 0,4% em dezembro, revelando que o número de novos registros foi inferior ao de registros cancelados no mês. No ano, a taxa média atingiu 6,9%, ante 6,5% em 2008.

Comércio exterior e reservas internacionais

58. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,2 bilhões em dezembro, acumulando US\$25,3 bilhões em 2009, resultado 1,6% superior ao assinalado em 2008. No ano, as exportações atingiram US\$153 bilhões e as importações US\$127,6 bilhões registrando retrações respectivas de 22,7% e 26,2% em relação ao ano anterior.

59. As reservas internacionais no conceito liquidez, que abrangem linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, alcançaram US\$239,1 bilhões em dezembro, superando em US\$1,1 bilhão o saldo apurado no mês anterior. No conceito caixa, as reservas totalizaram US\$238,5 bilhões em 2009, com aumento de US\$1,9 bilhão na mesma base de comparação.

Economia mundial

60. A sustentação da retomada do crescimento da economia norte-americana e a manutenção do vigor apresentado pelas economias emergentes, em particular nos BRICs e no Sudeste da Ásia, constituem-se em indicativos de continuidade da recuperação da economia mundial em 2010. Contrastando com essa perspectiva, ressaltam-se

os indícios de nova estagnação na Alemanha e de aprofundamento das dificuldades fiscais na Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha, além de debilidade da demanda interna no Japão.

61. Nesse cenário, a recuperação do comércio internacional tem sido sustentada pela economia chinesa que, no quarto trimestre de 2009, voltou a crescer à taxa trimestral anualizada de 10,7%, resultado que tem favorecido a aceleração da atividade nas demais economias do Sudeste Asiático.

62. O desempenho da economia chinesa tem exercido desdobramento sobre as cotações das commodities, em especial do petróleo, fator responsável pela mudança no comportamento dos índices de preços (IPC). Nos EUA, Área do Euro, Japão e China, as variações anuais dos IPC atingiram, respectivamente, 2,7%, 0,9%, -1,9%, e 1,9% em dezembro último, ante -2,1%, -0,7%, -2,2% e -1,8% em julho de 2009. Apesar da inflexão do processo deflacionário, as expectativas continuam ancoradas nas economias do G3, onde a ociosidade dos fatores de produção segue intensa. Nessas economias, em que a inflação não se constitui em risco relevante no curto e médio prazos, as autoridades monetárias vêm mantendo as taxas de juros inalteradas. Diversamente, na China, atento às expectativas inflacionárias e à especulação no mercado imobiliário, o governo iniciou um processo de redução da liquidez no sistema financeiro por meio da elevação dos juros de referência para os títulos de três meses e de um ano, e aumentou, pela primeira vez desde meados de 2008, a taxa do recolhimento compulsório, atualmente em 15%.

63. De forma semelhante, em reconhecimento da melhora nas condições gerais dos mercados financeiros, o *Federal Reserve* (Fed) anunciou que não renovará os acordos de swap de moedas estabelecidos com outros bancos centrais durante o período da crise financeira, e o Banco Central Europeu (BCE) reiterou que continuará encurtando o prazo das operações de refinanciamento de longo prazo, ao anunciar uma última operação de seis meses para março próximo.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

64. Desde a reunião do Copom de dezembro de 2009, as taxas de juros de curto e médio prazo apresentaram

ligeira elevação. Esse movimento foi influenciado pela divulgação de dados do nível de atividade econômica e do mercado de trabalho acima do esperado, pelo anúncio de índices de inflação corrente superiores às expectativas e pelo aumento das projeções de mercado para o crescimento do PIB de 2010. Entre 7 de dezembro de 2009 e 22 de janeiro de 2010, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se, respectivamente, em 0,01 p.p., 0,04 p.p. e 0,27 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos subiram 0,25 p.p., 0,15 p.p. e 0,03 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 5,61% em 7 de dezembro para 5,74% em 22 de janeiro de 2010.

65. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 8 de dezembro de 2009 a 25 de janeiro de 2010, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no total de R\$32,1 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações longas alcançou R\$80,8 bilhões. No mesmo período, realizou também operações compromissadas de prazos de 13 a 33 dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$331,4 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 34 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram

saldo diário médio tomador de R\$77,6 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$469,2 bilhões no período de 20 de outubro a 7 de dezembro para R\$489,8 bilhões entre 8 de dezembro de 2009 e 25 de janeiro de 2010. Considerando o saldo diário das operações no período mais recente, foi registrado um aumento dos compromissos de recompra no valor de R\$69,3 bilhões, com o estoque total passando de R\$444,9 bilhões em 7 de dezembro para R\$514,2 bilhões em 25 de janeiro de 2010. O principal fator condicionante da expansão da liquidez verificada no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

66. Entre 8 de dezembro de 2009 e 25 de janeiro de 2010, as emissões do Tesouro referentes aos leilões tradicionais somaram R\$50,3 bilhões. A colocação de títulos de remuneração pré-fixada alcançou R\$23,7 bilhões, sendo R\$17,4 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2010, 2011 e 2012 e R\$6,3 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2013, 2014 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$20,2 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2013 e 2015. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2011, 2013, 2014, 2015, 2020, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$6,4 bilhões. O Tesouro Nacional efetuou, ainda, leilões de compra de LTN e NTN-B, que alcançaram R\$1,0 bilhão e R\$0,1 bilhão, respectivamente.

Notas da 149ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/03/2010

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/03) e do 20º andar (17/03) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (16/03) e 16h20 (17/03)

Horário de término: 18h00 (16/03) e 19h25 (17/03)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Aldo Luiz Mendes

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 16)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 17)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
João Henrique de Paula Freitas Simão –
Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de
Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
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 16)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do
Departamento de Estudos e Pesquisas
Fabio Araujo – Consultor do Departamento de
Estudos e Pesquisas
José de Ribamar Oliveira Júnior – Assessor de
Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
Ricardo Franco Moura – Consultor da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) avançou substancialmente, de 0,37% em dezembro para 0,75% em janeiro e 0,78% em fevereiro. Com isso, a inflação acumulada no primeiro bimestre de 2010 alcançou 1,54%, ficando 0,5 ponto percentual (p.p.) acima daquela observada em igual período do ano anterior. A aceleração da inflação, sob esse critério, em 2010, reflete tanto o comportamento dos preços livres quanto o dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, note-se que os preços de bens comercializáveis, bem como os de não comercializáveis, mostraram aceleração, com variações de 0,94% e 2,30% nos dois primeiros meses de 2010, respectivamente, ante -0,09% e 2,08% em igual período de 2009. Por outro lado, a variação dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, recuou de 2,56% no início de 2009 para 2,43% nos primeiros dois meses de 2010. Evidências preliminares relativas

a março apontam inflação ao consumidor em patamar inferior ao observado em janeiro e fevereiro. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis evidencia deterioração da dinâmica inflacionária na margem.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) tiveram comportamento heterogêneo entre dezembro e fevereiro. O núcleo por exclusão elevou-se de 0,46% em dezembro para 0,59% em janeiro e 0,68% em fevereiro. As medidas de núcleo pelos critérios de médias aparadas com suavização e de dupla ponderação mostraram elevação em janeiro e recuo em fevereiro (de 0,42% e 0,47% em dezembro, para 0,48% e 0,60% em janeiro e 0,39% e 0,47% em fevereiro, respectivamente). As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 4,73%, 4,36% e 4,74% em dezembro de 2009, para o índice por exclusão, médias aparadas com suavização e dupla ponderação, para 4,86%, 4,52% e 4,93% em fevereiro, respectivamente. Note-se que todas as medidas de núcleo seguiram registrando elevação, no critério da variação acumulada em doze meses, frente aos mínimos locais observados em outubro passado, e que duas delas se situam acima da meta para a inflação. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA se elevou de 60,2% em dezembro de 2009 para 61,7% em fevereiro (58,1% no mesmo mês de 2009).

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) elevou-se de -0,11% em dezembro para 1,01% em janeiro e 1,09% em fevereiro. No ano, a variação do IGP-DI atingiu 2,11% (-0,12% no primeiro bimestre de 2009). Sob esse critério, a aceleração do IGP-DI manifestou-se em seus três componentes. O principal, o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), atingiu 2,35% no acumulado do ano até fevereiro (-0,64% no início de 2009). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 1,98% no mesmo período (1,05% no início de 2009). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 1,00% (0,60% no primeiro bimestre de 2009). No que se refere ao IPA-DI, a aceleração, sob esse critério de comparação, derivou do comportamento dos preços industriais. Enquanto a variação do IPA agrícola

atingiu 1,14% (1,70% no mesmo período de 2009), a dos preços industriais no atacado chegou a 2,74% (-1,45% no início de 2009). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do quarto trimestre de 2009, bem como a revisão de dados anteriores. Os dados mostram expansão da atividade, de 4,3%, sob o critério da comparação interanual, com expansão de 2,0% ante o trimestre anterior, na série dessazonalizada. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão interanual do consumo das famílias e do governo de 7,7% e 4,9%, na ordem, e crescimento de 3,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), além de 2,5% na importação, ao passo que a exportação declinou 4,5%. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto foi positiva em 5,2 p.p. no quarto trimestre de 2009, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sobrepondo-se à contribuição negativa de 1 p.p. exercida pelo setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, o setor de serviços teve desempenho positivo, com crescimento de 4,6%, frente ao mesmo período de 2009, enquanto a indústria cresceu 4,0% e a agropecuária registrou contração de 4,6%. O deflator do PIB a preços de mercado deslocou-se de 7,4% no fechamento de 2008 para 4,8% em 2009.

5. A média móvel trimestral da taxa de crescimento da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, recuou de 1,3% em novembro, para 0,6% em dezembro e apresentou estabilidade em janeiro. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria declinou 0,2% em dezembro, mas registrou alta de 1,1% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu elevação de 16,0%, ante avanço de 19,0% em dezembro. O comportamento da série da indústria geral e de seus componentes sugere que a produção industrial experimenta

expansão, em ritmo que continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e das famílias, bem como pela distensão das condições financeiras domésticas, amparada, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, os destaques em janeiro foram as indústrias de bens intermediários, com variação de 2,0% e, em especial, a indústria de bens de consumo duráveis, fortemente influenciada pelo setor automotivo, com alta de 8,6%, ao passo que a produção na indústria de não duráveis e semiduráveis teve alta de 0,4%. A indústria de bens de capital, com variação de -0,1%, teve acomodação em dezembro e em janeiro, após alta de 6,2% em novembro. A recuperação do dinamismo da produção industrial foi inicialmente liderada pela produção de bens duráveis, mas vem se tornando mais disseminada, refletindo medidas de desoneração tributária, em processo de reversão, bem como distensão nas condições financeiras e o aumento da renda. O comportamento futuro da produção industrial, que não deve ser uniforme ao longo do tempo, dependerá desses fatores, bem como da evolução da confiança dos consumidores e empresários, que devem continuar sendo fontes de dinamismo, aos quais se somará a retomada da demanda externa.

7. O mercado de trabalho tem exibido comportamento mais favorável, no qual aspectos benignos predominam em relação a sinais de perda de vigor. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, declinou de 7,4% em novembro para 6,8% em dezembro, elevando-se para 7,2% em janeiro (8,2% em janeiro de 2009). Na série dessazonalizada, em janeiro a taxa atingiu 7,5%, ante 7,9% no mês anterior. O rendimento médio habitual apresentou alta no mês (1,1%), após queda em dezembro (-0,9%). O emprego, por sua vez, teve elevação de 1,4% em dezembro, e de 2,1% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 2,2% na comparação interanual em dezembro, e 1,7% em janeiro, continuando a constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Ainda sobre

o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade da recuperação da geração de vagas no setor formal, em que pese o fechamento, sazonal, de vagas em dezembro. Em janeiro e fevereiro de 2010 foram criados 390,8 mil postos de trabalho, o maior saldo para o período na série histórica. A indústria de transformação abriu 131,9 mil postos de trabalho no bimestre, o que, juntamente com os serviços e a construção civil, também representou o maior saldo da série para o período. O setor mais dinâmico continua sendo a construção civil, na qual o emprego apresentou alta de 12% frente ao primeiro bimestre de 2009.

8. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 0,8% em janeiro, após alta de 0,6% em dezembro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 10,3% em janeiro. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 0,4% em janeiro, na série com ajuste sazonal, após registrar estabilidade em dezembro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de móveis e eletrodomésticos (7,9%) e equipamento e material para escritório (5,8%). Os dados do comércio ampliado vêm evidenciando expansão influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de duráveis, em resposta a incentivos setoriais temporários concedidos pelo governo, à melhora no acesso ao crédito e à expansão da renda. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio continuará sendo sustentada pelas transferências governamentais e pelo crescimento da massa salarial real, mas será também beneficiada pela recuperação nas condições de acesso ao crédito e pela evolução da confiança dos consumidores.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sem ajuste sazonal, registrou 83,1% em fevereiro, 6,1 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2009. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci apresentou recuo de 81,9% para 81,8% entre dezembro e janeiro. Por sua vez, o Nuci mensal da FGV com ajuste sazonal atingiu 84,0% em fevereiro (83,8% no mês anterior),

patamar superior à média observada nos últimos cinco anos. Também no caso da indústria de bens de consumo (em 4,8 p.p.), material de construção (3,4 p.p.) e bens de capital (4,4 p.p.), a taxa de utilização da capacidade já se encontrava, em fevereiro, em patamares superiores às respectivas médias da série histórica. A indústria de bens intermediários registrava margem frente à tal média de 1,7 p.p. A redução da margem de ociosidade é resultado da expansão da atividade, não integralmente compensada pela maturação de projetos de investimento. Por sua vez, os dados sobre a absorção de bens de capital mostram recuperação na comparação com os mesmos períodos do ano anterior e declínio na margem em janeiro ante o mês imediatamente anterior, após quatro meses consecutivos de crescimento, quando acumulou alta de 17,1%. A absorção de bens de capital apresentou queda de 1,6% em janeiro, dados isentos de sazonalidade, crescimento de 13,2% em relação a janeiro de 2009, e queda de 11,8% no acumulado em 12 meses. Já a produção de insumos para a construção civil registrou estabilidade na margem em janeiro, após aumentar 1,4% em dezembro. Pela série observada, registrou alta de 10,8% em relação a janeiro de 2009, com queda de 4,7% em doze meses. Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização seguiram se elevando nos últimos meses, evidenciando redução de qualquer margem de ociosidade remanescente da indústria, a despeito da retomada dos investimentos. A propósito, como assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses mostrou recuo na margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$25,3 bilhões em dezembro e US\$24,3 bilhões em fevereiro. Esse resultado adveio de US\$157,1 bilhões em exportações e de US\$132,8 bilhões em importações, com variações de -17,8% e -20,4%, respectivamente, em relação a fevereiro de 2009. O maior dinamismo da demanda doméstica frente à externa contribuiu para o estreitamento do superávit comercial. Já o comportamento das remessas de lucros e dividendos contribuiu para elevar o déficit em conta corrente acumulado em doze meses, que se deslocou de US\$24,3 bilhões em dezembro para US\$25,4 bilhões em janeiro, equivalentes a 1,6% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos

totalizaram US\$24,8 bilhões em janeiro, equivalentes a 1,5% do PIB.

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado, após certa volatilidade inicial, pela continuidade do processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais, em ambiente de percepção de risco sistêmico limitada. Esses desenvolvimentos podem ser atribuídos a certa redução das preocupações sobre a deterioração fiscal em algumas economias maduras, notadamente na Europa, a despeito do início da reversão da forte expansão da liquidez ocorrida em 2009, e em que pese permanecer elevado o grau de incerteza. Nessas condições, houve alguma recuperação na demanda por ativos de risco, como evidenciado pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais. Por outro lado, diante das preocupações fiscais, o destaque no mercado de moedas foi a depreciação do euro.

12. No que se refere ao cenário macroeconômico global, a visão atualmente dominante aponta para recuperação em 2010 e aceleração em 2011, em processo no qual o G3 (Estados Unidos, Europa e Japão) retomaria certo dinamismo, mas que continuaria sendo liderado pelas economias emergentes. A economia americana teve crescimento robusto no último trimestre de 2009, sustentado pela recuperação dos estoques, e a situação do mercado de trabalho mostrou alguma melhora. Já a atividade econômica no Japão dá sinais de expansão consistente, liderada pelas exportações, mormente para a Ásia. Na zona do euro, onde o consumo das famílias segue estagnado, a retomada no quarto trimestre de 2009 foi bastante modesta. Em suma, persiste a incerteza quanto à sustentabilidade da expansão do consumo nas economias maduras, em cenário de retirada dos estímulos de política econômica e perspectivas modestas para a expansão do crédito, mas a recuperação parece estar se consolidando. Por outro lado, em diversas economias emergentes, a atividade econômica parece ter entrado em rota consistente de expansão, apresentando, em certos casos, evidências de aquecimento em mercados de bens, serviços, fatores de produção e ativos. Sendo assim, os pontos mínimos da inflação nas

economias maduras e em importantes economias emergentes foram ultrapassados. Nesse contexto, após um período de flexibilização agressiva, a política monetária, em diversos países, entrou em fase de estabilidade, ao passo que a tendência naquelas economias que foram menos impactadas pela crise internacional e se recuperam mais rápida e intensamente é de adoção de posturas de política monetária mais restritivas.

13. Os preços do petróleo *spot* apresentaram elevação desde a última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros também avançaram. A incerteza que envolve essas cotações segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, em contexto de retomada da economia mundial, da perspectiva de evolução da oferta global, condicionada pelo ritmo de maturação de investimentos no setor, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Não obstante, a despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2010. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais do petróleo pode, eventualmente, se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Cabe registrar que os preços de *commodities* agrícolas, que têm impacto particularmente importante na evolução dos custos alimentares, como trigo, soja e milho, apresentaram relativa estabilidade desde a reunião anterior do Comitê, tendo o mesmo se verificado quanto às cotações de *commodities* industriais, com a exceção do níquel, que registrou sensível elevação.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2010, foram mantidas em 1,6% e em 3,3%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2010 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,70% do total do IPCA de fevereiro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 elevou-se de 4,1% para 4,4%, segundo o cenário de referência. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 35 p.b. e 42 p.b. para o quarto trimestre de 2010 e 2011, respectivamente.

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

16. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2010 elevou-se de 4,60% para 5,03%. Também para 2011, a mediana das expectativas de inflação elevou-se, indo de 4,50% para 4,60%.

17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,80 R\$/US\$ e da taxa Selic em 8,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro, e se encontra sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 se elevou, e também se encontra sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção se elevou em relação ao valor considerado na reunião de janeiro, e se encontra acima do valor central da meta. Do mesmo modo, no cenário de mercado, a projeção se elevou, no entanto se posiciona ao redor do valor central da meta.

Implementação da política monetária

18. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nos mercados internacionais, a aversão ao risco mostrou arrefecimento desde a última reunião do Comitê, em contexto de liquidez abundante. Nesse ambiente, tanto os preços de ativos brasileiros, favorecendo a distensão das condições financeiras domésticas, quanto os de certas *commodities* apresentaram recuperação. Assim, cabe notar que as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Por outro lado, a trajetória dos índices de preços evidencia retomada de pressões inflacionárias externas. Dessa forma, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica poderia deixar de ser benigna, conquanto persista incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de gradativa normalização das condições financeiras internacionais. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

19. O Copom entende que, com a confirmação das incipientes evidências de intensificação de pressões da demanda doméstica sobre o mercado de fatores, aumenta a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumenta também o risco de repasse de pressões de alta dos preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores. Portanto, essas e outras variáveis fazem parte do conjunto de informação que é levado em conta no processo de geração das projeções de inflação do Banco Central, que se constituem elemento central no julgamento que o Comitê faz sobre o cenário inflacionário prospectivo. Adicionalmente, cabe notar que o comportamento da demanda doméstica tende a exercer certa pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

20. O Copom considera importante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, que a rigor sofreu certa deterioração nos últimos meses, em vez de privilegiar valores correntes observados para essa variável. O Comitê reafirma que movimentos específicos de preços de ativos só são relevantes para a política monetária na medida em que tenham algum impacto sobre a trajetória prospectiva para a inflação.

21. As perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica continuam favoráveis, como evidenciado pelos dados sobre o comércio, utilização da capacidade na indústria e sobre o mercado de trabalho, bem como pelos sinais de continuidade da expansão da oferta de crédito, tanto

para pessoas físicas quanto jurídicas. Note-se ainda que a confiança dos consumidores e dos empresários se encontra em níveis historicamente elevados. Nessas circunstâncias, o ritmo da atividade depende, de forma importante, da evolução da massa de rendimentos reais, dos efeitos das medidas de estímulo fiscal e dos incrementos das transferências governamentais que ocorrerão nos meses à frente. O dinamismo da atividade deverá ser beneficiado também pela distensão das condições financeiras, favorecida, entre outros fatores, pelas políticas dos bancos oficiais. Em resumo, os dados mais recentes sobre a atividade econômica corroboram a avaliação, expressa em Notas de reuniões anteriores do Comitê, de que as influências contracionistas da crise financeira internacional sobre o dinamismo da economia doméstica e, conseqüentemente, sobre o contexto no qual atua a política monetária, poderiam se mostrar persistentes, mas não seriam permanentes. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões correntes de política monetária terão seus maiores impactos a partir de meados de 2010.

22. O Copom entende que os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivam, no âmbito externo, de eventual elevação dos preços de *commodities*; e, no interno, dos efeitos, cumulativos e defasados, da distensão das condições financeiras e do impulso fiscal e creditício sobre a evolução da demanda doméstica, levando-se em conta a dinâmica do consumo e do investimento, em contexto de acelerada redução da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. O balanço dessas influências sobre a trajetória prospectiva da inflação será fundamental na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

23. A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, ao encurtamento dos horizontes de planejamento e, conseqüentemente, à redução do potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a convergência da inflação para a

trajetória de metas observada em 2009 siga sendo registrada em 2010 e 2011. Isso implica que eventuais desvios em relação à trajetória de metas sejam prontamente corrigidos. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

24. O Comitê considera que a acomodação da demanda, motivada pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, bem como pela contração da economia mundial, foi superada. Nesse sentido, é plausível afirmar que a economia já se encontra em um ciclo de expansão, ainda que persista incerteza, que deverá ser dirimida ao longo do tempo, sobre o ritmo desse processo. Nesse quadro, que é corroborado pelos dados disponíveis até o momento, cabe à política monetária zelar para que as pressões inflacionárias sejam contidas.

25. Em suma, o Copom avalia que, diante dos sinais de robustez da demanda doméstica, ocasionando redução da margem de ociosidade dos fatores de produção, evidenciada por indicadores de utilização da capacidade na indústria e do mercado de trabalho, e do comportamento recente das expectativas de inflação, aumentaram os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

26. À luz dessas considerações, houve consenso entre os membros do Comitê quanto à necessidade de se implementar um ajuste na taxa básica de juros, de forma a conter o descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e a capacidade produtiva da economia, bem como para reforçar a ancoragem das expectativas de inflação.

27. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista as informações disponíveis neste momento, aliado ao fato de que já está em curso o processo de retirada dos estímulos introduzidos durante a crise, entendeu ser mais prudente aguardar

a evolução do cenário macroeconômico até a próxima reunião do Comitê, para então dar início ao ajuste da taxa básica. Por outro lado, os demais membros do comitê entendendo que as projeções de inflação e o balanço de riscos considerado justificariam o início do ajuste já nesta reunião, votaram por uma elevação imediata de 0,50 p.p., na taxa de juros básica.

28. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela elevação da taxa Selic em 0,5 p.p. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

29. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado a suas projeções. Depois de breve contração, a demanda doméstica se recuperou, em grande parte graças aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a retomada do crédito. Por sua vez, importantes estímulos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e deverão contribuir para a consolidação da retomada da atividade e, conseqüentemente, para a redução de qualquer margem residual de ociosidade dos fatores produtivos. Os efeitos desses estímulos serão parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária, que devem assegurar a manutenção da convergência da inflação para a trajetória de metas em 2010 e 2011, serão tomadas.

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

31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 27 de abril de 2010, para

as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 18.927, de 9 de outubro de 2009.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

32. O IPCA variou 0,78% em fevereiro ante 0,75% em janeiro, registrando a maior elevação desde maio de 2008. Considerando os últimos doze meses, o índice acumulou alta de 4,83%, ante 4,59% em janeiro. O reajuste anual das mensalidades escolares contribuiu, individualmente, com 0,32 p.p., constituindo-se no maior impacto para o resultado do IPCA, em fevereiro. Os grupos alimentação e bebidas, e transportes, que apresentam maiores pesos no índice, também registraram elevações mensais acima da média geral, embora em desaceleração comparativamente às variações observadas em janeiro.

33. O aumento dos preços livres passou de 0,72% em janeiro para 0,93% em fevereiro, influenciado, especialmente, pela maior variação registrada pelo grupo de não comercializáveis, 1,54% ante 0,75% no mês anterior, enquanto a taxa correspondente aos comercializáveis atingiu 0,26%, ante 0,68% em janeiro. Os preços monitorados aumentaram 0,42%, comparativamente a 0,83% em janeiro, refletindo, sobretudo, o menor impacto dos reajustes nos gastos com transporte público. Nos últimos doze meses encerrados em fevereiro, os preços livres cresceram 4,77% e os monitorados, 4,97%, ante 4,50% e 4,82% em janeiro, respectivamente. O índice de difusão situou-se em 61,7% em fevereiro, ante 68,7% no mês anterior.

34. O núcleo por exclusão IPCAEX, que exclui todos os itens de combustíveis e dez de alimentação no domicílio, apresentou aceleração no mês, passando de 0,59% para 0,68%. Em doze meses, registrou ligeira desaceleração, variando de 4,87% em janeiro para 4,86% em fevereiro. Pelo critério de médias aparadas com suavização, o indicador variou 0,39% em fevereiro ante 0,48% em janeiro, acumulando alta de 4,52% em doze meses, comparativamente a 4,41% no mês anterior. O núcleo de dupla ponderação

apresentou taxa de 0,47% no mês ante 0,60% em janeiro, acumulando alta de 4,93% em doze meses, ante 4,96% registrados em janeiro.

35. O IGP-DI cresceu 1,09% em fevereiro, após elevação de 1,01% em janeiro, registrando aumento da taxa referente aos preços no atacado (IPA) e desaceleração dos preços ao consumidor (IPC) e da construção civil (INCC). O IGP-DI acumulou altas de 2,11% e 0,77% no ano e em doze meses, respectivamente. O IPA-DI cresceu 1,38% no mês, ante 0,96% em janeiro, com elevação tanto nos preços agropecuários, 1,46%, como nos produtos industriais, 1,35%. No ano, o IPA-DI variou 2,35% e, em doze meses, -1,19%. O IPC-DI cresceu 0,68% em fevereiro, ante 1,29% em janeiro, acumulando alta de 1,98% no ano e de 4,91% em doze meses, com desaceleração em cinco dos sete grupos que o compõem. O INCC-DI variou 0,36% ante 0,64% no mês anterior, com destaque para a menor variação nos preços da mão-de-obra, que aumentaram 0,21% ante 0,68% em janeiro. No ano e em doze meses, o índice acumulou altas de 1,00% e 3,66%, respectivamente.

Atividade econômica

36. O PIB cresceu 2% no quarto trimestre de 2009, em relação ao terceiro trimestre, quando registrara aumento de 1,7% na mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. O resultado refletiu expansões respectivas de 4% e 6% nos desempenhos da indústria e do setor de serviços, enquanto a produção agropecuária apresentou estabilidade no período. Sob a ótica da demanda, o crescimento do quarto trimestre foi liderado pelos investimentos, com a FBCF aumentando 6,6%, mantida a mesma base de comparação. Os consumos das famílias e do governo cresceram, na ordem, 1,9% e 0,6%, ratificando a importância da contribuição da demanda doméstica para o maior dinamismo da atividade econômica no período. Não obstante a recuperação a partir do segundo trimestre de 2009, o PIB apresentou queda de 0,2% no acumulado do ano.

37. As vendas do comércio ampliado aumentaram 0,8% em janeiro, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após alta de 0,6% em dezembro e queda de 0,3% em novembro, segundo

dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. A média das vendas do trimestre encerrado em janeiro cresceu 0,7%, relativamente ao trimestre encerrado em outubro. Em comparação ao mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 10,3%, acumulando alta de 7,4% nos últimos doze meses encerrados em janeiro. O resultado em relação ao mês anterior registrou elevação das vendas em todos os dez segmentos pesquisados, com destaque para móveis e eletrodomésticos, 7,9%, e equipamentos e materiais para escritório, 5,8%.

38. Relativamente a janeiro de 2009, todos os segmentos do comércio apresentaram expansão, com destaque para os acréscimos nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, 32,2%, e móveis e eletrodomésticos, 17,7%. No acumulado em doze meses, verificaram-se altas em oito dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nas elevações em artigos farmacêuticos e médicos e em veículos e motos, partes e peças, ambos com alta de 11,9%. Entre os segmentos que apresentaram desempenho desfavorável nas vendas, nessa base de comparação, registraram retrações as vendas de material de construção, 5%, e tecidos, vestuário e calçados, 2,2%.

39. Os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), abrangendo a capital paulista, apresentaram acréscimos de 1,2% no número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e de 1,6% nas referentes ao sistema Usecheque, em fevereiro, comparativamente a janeiro, após ajuste sazonal das séries. No acumulado do ano até fevereiro, esses indicadores cresceram 3,9% e 4,9%, respectivamente, em relação a igual período do ano anterior.

40. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, que incluem automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, cresceram 6,9% em fevereiro em relação a janeiro, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. O aumento no mês refletiu, principalmente, o desempenho das vendas de automóveis, 6,7%, seguido por comerciais leves, 0,9%, enquanto as de ônibus e caminhões apresentaram declínios respectivos de 17% e 10,3%. Ressalte-se que o impulso das vendas de automóveis

em fevereiro também refletiu a proximidade do encerramento do prazo de comercialização de veículos *flex* com desconto do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que ocorrerá em março. Em relação a fevereiro de 2009, as vendas totais cresceram 10,8%, com destaque para os segmentos de caminhões e comerciais leves, que cresceram 23,6% e 17,5%, respectivamente.

41. As importações de bens de capital decresceram 8,1% em janeiro, em relação a dezembro, de acordo com o índice de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizado pelo Banco Central. O indicador de janeiro cresceu 7% em relação ao mesmo mês de 2009, acumulando queda de 11,6% no acumulado em doze meses até janeiro, comparativamente a igual período do ano anterior.

42. A produção de bens de capital mostrou, em janeiro, decréscimo de 0,1%, relativamente ao mês anterior, considerando-se dados dessazonalizados, e expansão de 12,8% relativamente a igual período de 2009, segundo o IBGE. Na variação mensal, sobressaíram as quedas nas produções de bens de capital para a construção, 13,9%, agrícolas, 8,9%, e para fins industriais não seriados, 4,3%. Na comparação com igual período de 2009, destaca-se a produção de bens de capital para a construção, com expansão de 202,6%. A produção de insumos para a construção civil registrou estabilidade ante o mês anterior e aumentou 10,8% em relação a janeiro de 2009.

43. A produção industrial cresceu 1,1% em janeiro em relação a dezembro de 2009, quando registrara variação negativa de 0,2%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Em relação a igual mês de 2009, o setor apresentou elevação de 16%, acumulando, nos últimos doze meses, retração de 5% relativamente a igual período precedente. No resultado de janeiro relativamente a dezembro, destacaram-se as expansões na produção de bens de consumo duráveis, 8,6%, e de bens intermediários, 2%. A indústria de bens de consumo semi e não duráveis registrou aumento de 0,4%. Em comparação a igual mês de 2009, todas as categorias de uso apresentaram

expansão, com ênfase no aumento de 36,4% em bens de consumo duráveis e de 20,2% em bens intermediários. No acumulado de doze meses, a produção se retraiu nas quatro categorias de uso, em especial em bens de capital, com queda de 15,8%, seguida pela de bens intermediários, 5,9%.

44. O faturamento real da indústria de transformação declinou 1,5% em janeiro em comparação a dezembro, quando registrara expansão de 1,5%, segundo dados divulgados pela CNI, ajustados sazonalmente. A despeito do declínio na margem, o emprego e as horas trabalhadas cresceram 2% e 1,3%, respectivamente, no mesmo período. Em comparação com o mesmo mês de 2009, esses indicadores registraram altas respectivas de 7,7%, 1% e 3,8%.

45. Ainda segundo a CNI, o Nuci atingiu 79,9% em janeiro, 3,6 p.p. acima do nível observado no mesmo mês de 2009. Considerando a série com ajuste sazonal, o Nuci situou-se 0,1 p.p. abaixo do verificado em dezembro, mas acumulou expansão de 1 p.p. no trimestre terminado em janeiro. Em catorze das dezenove divisões da indústria de transformação, o Nuci apresentou variação positiva na comparação com o mês anterior.

46. Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de autoveículos alcançou 253,2 mil unidades em fevereiro, 23,9% superior à registrada no mesmo mês de 2009. Considerados dados dessazonalizados, a produção de autoveículos aumentou 1,6% em relação a janeiro. No acumulado do ano e em doze meses, a produção de autoveículos cresceu 28,3% e 6,3%, respectivamente. As vendas de autoveículos das montadoras para o mercado interno declinaram 4,6% em fevereiro, ante janeiro, enquanto no acumulado do ano e em doze meses aumentaram 5,7% e 12,2%, na ordem, relativamente a iguais períodos de 2009. As exportações registraram acréscimo de 88,3% em relação a fevereiro de 2009 e de 102,9% no acumulado do ano, enquanto no acumulado em doze meses apresentaram retração de 21,2%.

47. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro estimou a safra de grãos de 2010 em 145,1 milhões de toneladas, ante 133,8 milhões de toneladas em 2009, segundo o

IBGE. A nova estimativa representa aumento de 8,5% em relação à produção de 2009, com expansões projetadas de 17,4% e de 2,6% para as produções de soja e milho, respectivamente. Para os produtos relacionados diretamente com a cesta básica, como arroz, feijão e trigo, o levantamento projetou variações de -5%, 6,8% e 9,4%, na ordem.

Expectativas e sondagens

48. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 1,4% em março, em relação a fevereiro, quando atingiu o maior patamar da série histórica. Esse resultado refletiu as quedas de 1,8% no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC) e de 1,1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea). Em relação a março de 2009, o ICC cresceu 22,2%.

49. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, o ICC recuou 2,2% em fevereiro, em relação a janeiro, considerados dados com ajuste sazonal. No mês, o Índice da Situação Atual (ISA) e o Índice de Expectativas (IE) diminuíram 0,8% e 3%, respectivamente. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o ICC subiu 15,4%, reflexo dos aumentos de 24,3% no ISA e de 10,3% no IE.

50. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) da FGV atingiu 115,8 pontos em fevereiro, o maior nível desde dezembro de 2007, situando-se 1,9% acima do observado em janeiro, segundo dados com ajuste sazonal, e 54,3% acima do verificado em fevereiro de 2009. Por componentes, foram registradas, em fevereiro, elevações mensais de 0,7% no ISA e de 3,3% no IE, após a dessazonalização da série, e de 46,3% e 63,8%, em relação a fevereiro de 2009, respectivamente.

51. De acordo com sondagem da CNI, a confiança do empresário industrial arrefeceu em fevereiro, conforme evidenciado pelo Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), que recuou para 67,8 pontos ante os 68,7 pontos registrados em janeiro. Não obstante a queda, relacionada a aspectos sazonais, o índice permanece 9,2 p.p. acima da média histórica.

Mercado de trabalho

52. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 181,4 mil postos de trabalho formais em janeiro, o maior saldo na série histórica para esse mês, acumulando nos últimos doze meses 1.278,3 mil contratações. Considerando dados dessazonalizados, houve expansão de 0,7% no nível de emprego em relação a dezembro. A indústria de transformação destacou-se no mês, com a abertura de 68,9 mil postos de trabalho. Na margem, o emprego no setor cresceu 0,8%, considerados dados dessazonalizados, e 1,9% em relação a janeiro de 2009. O setor de serviços criou 57,9 mil vagas no mês, tendo elevado o nível de emprego em 0,5% relativamente a dezembro e em 4,3% em relação a janeiro de 2009. A construção civil foi responsável pela oferta de 54,3 mil postos no mês, representando expansão de 1,5% no nível de empregos em relação ao mês anterior e 11% em comparação com janeiro de 2009.

53. A taxa de desemprego aberto em janeiro situou-se em 7,2%, apresentando aumento de 0,4 p.p. ante o mês anterior e queda de 1 p.p. em relação a janeiro de 2009, conforme a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O aumento da taxa de desemprego no mês resultou da queda de 210 mil postos na ocupação, superior à redução de 115 mil pessoas na População Economicamente Ativa (PEA). Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego apresentou queda de 0,4 p.p. no mês e atingiu 7,5%. Segundo a pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores apresentou alta de 1,1% no mês, após queda de 0,9% em dezembro, e recuo de 0,4% em relação a janeiro de 2009, primeira retração registrada nessa base de comparação desde julho de 2005. A massa salarial cresceu 0,1% no mês e 1,7% em relação a janeiro de 2009.

Crédito e inadimplência

54. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.422 bilhões em janeiro, valor correspondente a 44,6% do PIB, com expansões de 0,7% no mês e de 15,7% no acumulado em doze meses. As carteiras de recursos livres aumentaram 0,3% no mês e 9,9% em doze meses. Entre os

segmentos de crédito com recursos livres, o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 0,9% no mês e 18,7% em doze meses, enquanto o das operações com pessoas jurídicas recuou 0,3% no mês e aumentou 2,4% em doze meses. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 1,7% em janeiro e 29,9% em doze meses, influenciados especialmente pelos créditos para habitação e os concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que se elevaram 45,9% e 36,1%, respectivamente, no acumulado em doze meses.

55. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial voltou a subir em janeiro, atingindo 35,1% ante 34,3% no mês anterior. A taxa média anual das operações com pessoas físicas alcançou 43% no mês, ante 42,7% em dezembro, e a referente a pessoas jurídicas, 26,5%, 1 p.p. acima da verificada no mês anterior.

56. O prazo médio das operações de crédito referencial aumentou em janeiro pelo quinto mês consecutivo, atingindo 394 dias, ante 390 dias em dezembro. Nas contratações com pessoas jurídicas, o prazo médio alcançou 288 dias e, nas operações com pessoas físicas, 523 dias.

57. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, diminuiu de 5,6% em dezembro para 5,5% em janeiro. Por segmentos, as taxas relativas às operações com pessoas jurídicas mantiveram-se estáveis em 3,8%, enquanto as referentes às pessoas físicas declinaram 0,1 p.p., atingindo 7,7%.

58. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, alcançou 6,3% em fevereiro, ante 5,8% em janeiro e 7,8% em fevereiro de 2009.

Ambiente externo

59. O conjunto de dados divulgado desde a última reunião do Copom é menos claro quanto à sustentação de um firme processo de retomada do crescimento econômico em 2010. Apesar de resultados positivos para o PIB do quarto trimestre

nos EUA, Japão, Área do Euro e Reino Unido, os números japoneses foram revisados em baixa, e os da Área do Euro apresentaram forte recuo com relação ao terceiro trimestre. Destaque-se que parte importante na melhora da demanda interna do Japão resulta do consumo de bens duráveis, especialmente automóveis, em função de incentivos fiscais. Anote-se, ainda, a deterioração nas expectativas dos consumidores europeus, a contração do índice dos gerentes de compra na China, além da diminuição do número de horas trabalhadas e da remuneração semanal no mercado de trabalho dos EUA. De forma diversa, as economias emergentes do sudeste da Ásia continuam ganhando robustez, cenário também vigente nas economias latino-americanas exportadoras de *commodities*.

60. Esse ambiente de recuperação das economias emergentes conta não apenas com o reaquecimento da demanda interna, mas também com o vigor da economia chinesa, para onde converge expressiva parte das exportações de *commodities*, cujas cotações seguem em alta, após a correção de preços no início do ano. Em decorrência desses aumentos, os índices de preços ao consumidor indicaram, em janeiro, alta anual de 8,2%, 1,5%, 16,1%, 4,3% e 8,2%, respectivamente, na Turquia, China, Índia, Filipinas e Argentina, todos em aceleração; o mesmo se verificando nos EUA, Área do Euro e Reino Unido, 2,6%, 1% e 3,5%, pela ordem.

61. Apesar do esgotamento dos processos de deflação/desinflação, a maioria dos bancos centrais avalia que as expectativas inflacionárias permanecem ancoradas. Como a recuperação ainda esboça fragilidade, em especial nas economias maduras, os respectivos bancos centrais mantiveram o foco na administração da liquidez, inclusive com encerramento de programas de aumento da liquidez criados durante a crise, evitando, por ora, elevação das taxas básicas de juros. Entre os bancos centrais das economias emergentes, o Banco do Povo da China voltou a elevar a taxa de recolhimento compulsório, processo também empreendido pelo Banco da Reserva da Índia, enquanto a autoridade monetária da Malásia surpreendeu ao elevar os juros básicos, a exemplo do que voltou a fazer o Banco da Reserva da Austrália.

62. Desde a última reunião do Copom, as maiores tensões na economia internacional advêm dos riscos relativos à deterioração fiscal, em especial na Europa, onde dúvidas quanto à capacidade de rolagem da dívida de curto prazo têm aumentado, em especial na Grécia e em Portugal, mas também na Irlanda, Itália e Espanha.

Comércio exterior e reservas internacionais

63. A balança comercial apresentou superávit de US\$394 milhões em fevereiro, acumulando saldo positivo de US\$228 milhões no ano, ante US\$1,2 bilhão no mesmo período de 2009. Em doze meses, o superávit atingiu US\$24,3 bilhões, com aumento de 0,3% em relação a igual período de 2009. No mês, as exportações somaram US\$12,2 bilhões e as importações, US\$11,8 bilhões, com expansões respectivas de 27,2% e de 50,8%, relativamente a igual período de 2009, pela média por dia útil. A corrente de comércio alcançou US\$46,8 bilhões no bimestre, com acréscimo de 24,7% em relação ao mesmo período de 2009.

64. As reservas internacionais no conceito liquidez, que inclui o saldo das operações de empréstimos em moedas estrangeiras, somaram US\$241,3 bilhões em fevereiro, crescimento de US\$516 milhões frente ao saldo apurado no mês anterior. No conceito caixa, as reservas totalizaram US\$241,1 bilhões, com aumento de US\$599 milhões na mesma base de comparação. As intervenções da autoridade monetária representaram compras líquidas de US\$433 milhões em fevereiro, com destaque para as aquisições à vista no montante de US\$350 milhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

65. No período posterior à reunião do Copom de janeiro, a curva de juros reduziu sua inclinação, com elevação das taxas de curto prazo e recuo das taxas de prazos superiores a um ano. Na parte curta, contribuíram para esse movimento as sucessivas revisões para cima das expectativas de inflação, a divulgação de índices de preço mais pressionados e de dados de atividade e emprego, sugerindo a recuperação da economia em ritmo consistente. O trecho longo foi influenciado pela expectativa de antecipação do início do ciclo de alta da taxa básica

de juros e pelo fluxo aplicador de investidores estrangeiros. Entre 22 de janeiro e 15 de março de 2010, as taxas de juros de um, de três e de seis meses e de um ano elevaram-se, respectivamente, em 0,21 p.p., 0,46 p.p., 0,55 p.p. e 0,40 p.p. As taxas para os prazos de dois e três anos recuaram 0,10 p.p. e 0,44 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 5,74% em 22 de janeiro para 6,05% em 15 de março de 2010.

66. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 26 de janeiro a 15 de março de 2010, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no total de R\$18,0 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações longas alcançou R\$88,7 bilhões. No mesmo período, realizou também operações compromissadas de prazos de 13 a 33 dias úteis, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$318,9 bilhões. O Banco Central atuou ainda em 34 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de

R\$80,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$489,8 bilhões entre 8 de dezembro de 2009 e 25 de janeiro de 2010 para R\$487,9 bilhões entre 26 de janeiro e 15 de março de 2010. Considerando o saldo diário das operações no período mais recente, foi registrada uma queda dos compromissos de recompra no valor de R\$41,0 bilhões, com o estoque total passando de R\$514,3 bilhões em 25 de janeiro para R\$473,3 bilhões em 15 de março. O principal fator condicionante da retração da liquidez verificada no período foi a colocação líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

67. Entre 26 de janeiro e 15 de março de 2010, as emissões do Tesouro referentes aos leilões tradicionais somaram R\$55,0 bilhões. A colocação de títulos de remuneração pré-fixada alcançou R\$30,0 bilhões, sendo R\$20,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2010, 2011 e 2012 e R\$9,3 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2014, 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$10,5 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2013 e 2015. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2013, 2015, 2020, 2030, 2040 e 2050, em um montante total de R\$14,5 bilhões.