

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em março de 2008, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2010 e para o crescimento do PIB até o final de 2008. Cabe notar que, a partir do “Relatório de Inflação” de março, o Copom começou a divulgar sistematicamente projeções de inflação para um período de dois anos, contados a partir do mês seguinte ao da publicação do Relatório, um procedimento similar ao que era adotado nos Relatórios divulgados em dezembro. Dessa forma, os Relatórios divulgados em março, junho e setembro – que antes contemplavam projeções de inflação somente para o ano corrente e para o próximo – agora contêm projeções para o intervalo de oito trimestres à frente. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 12,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 3 e 4 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,65/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do setor privado, até a data de corte de 13 de junho de 2008. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo

Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA, atingiu 2,88% no acumulado do ano até maio, ante 1,79% no mesmo período de 2007. Desde janeiro, a taxa em doze meses situa-se acima do centro da meta, com o desvio aumentando a partir de então. De fato, a inflação em doze meses até maio situa-se em 5,58% (contra 4,56% em janeiro e 3,18% em maio de 2007). Dessa forma, a inflação ao consumidor segue a tendência altista iniciada em 2007. Essa dinâmica deve-se ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta em contexto de pressões – observado em escala global – nos preços de *commodities* agrícolas, carne, leite e derivados, que começaram a subir com maior intensidade em 2007, revertendo cenário bastante benigno que vigorara no ano anterior. Por trás desses aumentos se encontram fatores estruturais que tendem a ser persistentes, como a maior demanda por parte de grandes países asiáticos – China e Índia – e o deslocamento da produção de algumas culturas, como o milho, em favor da produção de biocombustíveis.

Além disso, fatores transitórios, como condições climáticas adversas, também têm pressionado os preços dos alimentos, bem como restrições tarifárias e não-tarifárias impostas ao comércio de produtos específicos por diversos países nos últimos meses. Mais recentemente, aliaram-se aos fatores acima o aumento mais intenso do preço do petróleo e os reajustes elevados nos preços de algumas *commodities* não-agrícolas, como o minério de ferro. Outra diferença importante na dinâmica da inflação, frente ao padrão usual, advém do comportamento dos preços administrados, que, em 2007, pela primeira vez desde a implantação do Regime de Metas para a Inflação, em 1999, registraram variação inferior à dos preços livres, tendência que persiste em 2008. De fato, enquanto, no acumulado do ano até maio os preços livres subiram 3,62%, os dos bens administrados e monitorados por contrato aumentaram 1,18%. O comportamento dos preços de itens não-comercializáveis indica que pressões de demanda continuam tendo impacto relevante sobre a dinâmica inflacionária. Assim, no conjunto dos preços livres, os dos bens não-comercializáveis aumentaram 7,70% em doze meses até maio, enquanto a variação no preço dos bens comercializáveis

também se situou acima do centro da meta (7,09% em doze meses até maio). Nos primeiros cinco meses do ano, enquanto os preços livres continuaram mostrando aceleração, os preços monitorados permaneceram contidos. No agregado, porém, o IPCA registrou importante aceleração.

O PIB a preços de mercado cresceu 5,8% no primeiro trimestre de 2008 em relação ao mesmo trimestre do ano passado e, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, 0,7% em relação ao último trimestre de 2007, quando havia crescido 1,6% em relação ao trimestre anterior. Sob a ótica da produção, ressalte-se o crescimento do setor industrial, que atingiu 6,9% na comparação com igual período do ano anterior, enquanto o do setor agropecuário e o do setor de serviços alcançaram, respectivamente, 2,4% e 5,0%. No que diz respeito à demanda, foi destaque a formação bruta de capital fixo, que se expandiu 15,2% ante o mesmo trimestre do ano anterior, seguida pelo consumo das famílias e do governo, respectivamente, com crescimento de 6,6% e 5,8%. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a exemplo do que ocorre desde o primeiro trimestre de 2006, o crescimento foi ditado exclusivamente pelo mercado interno. De fato, para a expansão de 5,8 p.p. do PIB no primeiro trimestre deste ano, a demanda doméstica contribuiu com 8,5 p.p., maior valor desde o segundo trimestre de 1995, enquanto o setor externo contribuiu com -2,6 p.p., menor valor desde o quarto trimestre de 1996. O Copom considera que, mesmo com o enfraquecimento das perspectivas para a economia global em relação ao quadro vigente quando da publicação do último Relatório, o dinamismo da demanda doméstica deverá continuar, com alguma moderação, ao longo dos próximos trimestres, sendo favorecido pelos diversos fatores de sustentação que ainda atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito e do emprego. Levando em conta, adicionalmente, o estreitamento do mercado de fatores observado nos últimos trimestres, o Comitê avalia que o ritmo de expansão da demanda continua sendo predominante no balanço de riscos para a dinâmica inflacionária.

Em um momento em que diminui a confiança quanto ao ritmo de expansão da economia global, o dinamismo do consumo das famílias vem contribuindo de forma importante para a sustentabilidade da demanda doméstica. De fato, no primeiro trimestre de 2008, o consumo das famílias aumentou 6,6% em relação ao mesmo período do ano passado. Esse desempenho robusto também pode ser visto, e antecipado, pelos dados referentes ao comércio varejista. As vendas do comércio varejista registraram elevação de 12,0% no primeiro trimestre de 2008 e de 10,2%

em doze meses até março. Destaque-se o incremento nas vendas de móveis e eletrodomésticos (17,3%), favorecidas pela continuidade do crescimento da massa salarial e pelas melhores condições de crédito, bem como nas de tecidos, vestuário e calçados (13,3%). Por seu turno, as vendas de veículos, motos, partes e peças, incluídas somente no índice de vendas ampliado, aumentaram expressivos 21,4% ao longo do primeiro trimestre.

O crescimento da atividade econômica vem produzindo reflexos positivos no mercado de trabalho. A população ocupada, de acordo com a PME, aumentou 4,3% em comparação a abril de 2007, enquanto o rendimento médio real habitualmente recebido se elevou 2,8%, fazendo com que o aumento da massa salarial real alcançasse 7,2%. Por sua vez, também em abril, o nível de emprego na indústria de transformação registrou crescimento de 4,0% em relação ao mesmo mês de 2007, segundo dados da CNI. Com relação ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo MTE indicam que o seu crescimento se intensificou em 2008, com a criação de 849 mil vagas até abril, mais da metade do número de vagas criadas ao longo de 2007, quando se registrou o maior saldo anual da série histórica do Caged. Em termos percentuais, a expansão do emprego formal em 2008 até abril foi liderada pela construção civil (16,3%), pelo comércio (6,5%), pela indústria de transformação (6,4%) e pelos serviços (5,5%). Os desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho fortalecem a percepção, externada pelo Copom em Relatórios anteriores, de que a massa salarial continuará sendo um dos pilares de sustentação da demanda agregada. Dentre outros motivos, porque o desempenho positivo do mercado de trabalho tem contribuído para manter os índices de confiança do consumidor em patamares elevados.

A disponibilidade de crédito para as famílias, favorecida pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais, a despeito da elevação dos custos de captação das instituições financeiras, tem sido outro importante elemento de propulsão do consumo. Em doze meses até abril, o crédito do sistema financeiro (com recursos livres) às pessoas físicas cresceu 34,1%, com destaque para a expansão das operações de arrendamento mercantil (124,1%). É importante destacar, ainda, que a expansão do crédito tem sido acompanhada tanto por alongamento dos prazos médios como por estabilidade da inadimplência. No que se refere ao cenário prospectivo, a expectativa de analistas de mercado e de representantes do setor bancário é de que o crédito continuará a se expandir em 2008, principalmente em alguns segmentos como o crédito imobiliário, embora com alguma moderação. Essa avaliação encontra suporte,

por exemplo, no processo de formalização do mercado de trabalho, no aumento da “bancarização” da população e na melhora do ambiente institucional, que estão sustentando a elevação do crédito pessoal no decorrer de 2008.

O investimento tem se apresentado como o componente mais dinâmico da demanda doméstica. Depois do aumento de 10,0% em 2006 e de 13,4% em 2007, a FBCF aumentou, em termos reais, 15,2% no primeiro trimestre de 2008, ante o mesmo trimestre do ano anterior. Como parcela do PIB, a FBCF passou de 17,4% no primeiro trimestre de 2007 para 20,0% no primeiro trimestre de 2008. O dinamismo do investimento reflete o aquecimento da atividade em ambiente de estabilidade econômica e a elevação da lucratividade das empresas.

Há evidências de que a expansão do crédito estaria ajudando a sustentar a expansão dos investimentos. De fato, o crédito com recursos livres às pessoas jurídicas cresceu 35,7% em doze meses até abril, 10,3% somente neste ano. Já os desembolsos de empréstimos e financiamentos com recursos do Sistema BNDES cresceram 45,4% no primeiro trimestre de 2008 em relação ao mesmo período do ano anterior. Além disso, no mercado de capitais, o volume de ofertas públicas de ações (US\$5,3 bilhões até maio) bem como a colocação de debêntures (R\$1,6 bilhão até maio de 2008, exclusive as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil) contribuíram para financiar o investimento em praticamente todos os setores. A propósito, há indicações de que a atividade no mercado de capitais se intensificará na segunda metade do ano. Por sua vez, o fortalecimento do real também tem favorecido de forma importante o crescimento do investimento, uma vez que reduz os custos de bens de capital importados. Em outra vertente, o aprofundamento do processo de implementação do PAC deve expandir os investimentos públicos em infra-estrutura. Em resumo, mesmo no contexto de uma desaceleração moderada da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, a combinação de lucratividade e confiança elevadas, associada a condições de financiamento favoráveis, deve contribuir para a continuidade do desempenho benigno do investimento.

Segundo o IBGE, o consumo do governo cresceu 5,8% no primeiro trimestre de 2008 em relação ao mesmo período de 2007, desenvolvimento esse que foi acompanhado por forte incremento das receitas públicas. Com efeito, a despeito de não mais contar com a arrecadação proveniente da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

(CPMF), as receitas do Governo Central cresceram 18,1% até abril em relação ao mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a arrecadação do ICMS, o principal tributo estadual, cresceu 7,6%. Diante do quadro de vinculações orçamentárias vigente no país e das diretrizes das políticas públicas, é de se esperar que o crescimento do consumo do governo se mantenha nos próximos trimestres, ainda que com arrefecimento diante do ritmo muito forte observado no início do ano.

No que concerne ao setor externo, após ter registrado superavit de US\$40 bilhões em 2007, a balança comercial mostrou saldo de US\$8,7 bilhões nos primeiros cinco meses de 2008, montante 48,4% inferior àquele observado em igual período do ano passado. O saldo resultou de exportações de US\$72,1 bilhões e importações de US\$63,4 bilhões. Apesar da perda relativa de dinamismo das exportações, é importante notar que os resultados parciais deste ano foram afetados negativamente por fatores pontuais, como a greve dos auditores da Receita Federal, o atraso na colheita de grãos e o locaute de produtores rurais na Argentina. De fato, esses fatores estiveram ausentes ou foram bastante atenuados em maio, aparentemente com reflexos imediatos no desempenho da balança comercial do mês, cujo superavit atingiu US\$4,1 bilhões. Dessa forma, ainda que o saldo comercial venha a apresentar novo recuo em 2008, é importante notar que previsões baseadas na extrapolação do desempenho recente da balança comercial poderão superestimar a retração observada ao longo do ano.

Ainda sobre comércio exterior, após ter crescido 5,5% em 2007 (ante 3,3% no ano anterior), o *quantum* exportado se retraiu 6,9% no primeiro quadrimestre, a primeira contração nessa base de comparação desde 2003, refletindo a desaceleração da demanda externa e o redirecionamento de parte da produção anteriormente exportada para o mercado interno. Por outro lado, após ter se expandido 22,0% em 2007 (ante 16,1% em 2006), o *quantum* importado registrou crescimento de 18,4% nos primeiros quatro meses do ano. A queda no *quantum* exportado foi parcialmente compensada pelo aumento nos preços de exportação, que, mesmo após terem subido 12,5% em 2006 e 10,5% em 2007, cresceram significativos 22,1% no primeiro quadrimestre de 2008. Os preços de importação, que subiram 8,2% em 2007 (ante 6,9% em 2006), também se elevaram fortemente nos primeiros quatro meses do ano (21,3%). Nesse contexto, ainda que se antecipe para 2008 saldos comerciais inferiores aos observados em 2007 (a rigor, nos resultados parciais isso já havia sido registrado), o Copom não vislumbra reversão abrupta na balança comercial no curto prazo.

É importante observar que o elevado crescimento do *quantum* importado reflete, em boa parte, o expressivo aumento das aquisições externas de bens de capital, que, após crescerem 32,1% em 2007, continuam mostrando aceleração na margem. De fato, o crescimento no primeiro quadrimestre atingiu 33,6%. Em parte repercutindo esses desenvolvimentos, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento da demanda agregada foi negativa em 2,6 p.p. no primeiro trimestre de 2008, assim como tem ocorrido nos últimos anos (-1,4 p.p. em 2006 e em 2007). A evolução das exportações líquidas repercute os efeitos da aceleração da atividade econômica interna *vis-à-vis* a situação de nossos parceiros comerciais, bem como o fortalecimento dos preços dos ativos brasileiros, inclusive a taxa de câmbio. Apesar de sua relevância para mitigar pressões inflacionárias, as evidências apontam no sentido de que as exportações líquidas se tornaram menos efetivas como instrumento auxiliar na manutenção da estabilidade de preços. Por outro lado, ainda que viesada negativamente pelos fatores citados no penúltimo parágrafo, o Comitê reconhece que, no que se refere às transações correntes, o cenário mais plausível é o que contempla a hipótese de déficit em 2008. De fato, no primeiro quadrimestre, as transações correntes apresentaram déficit de US\$14,1 bilhões, o que correspondeu a 3,1% do PIB, contra superavit de 2,0% registrado em igual período do ano passado. Nos últimos doze meses, o déficit atingiu US\$14,7 bilhões, o que equivale a 1,08% do PIB, ao mesmo tempo em que o fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos totalizou o equivalente a 2,75% do PIB.

A trajetória prospectiva das contas externas e da demanda externa líquida depende de desenvolvimentos da economia doméstica, mas também, de forma importante, do contexto econômico global. À vista disso, cumpre assinalar que o cenário externo continua sendo caracterizado por tendência à desaceleração moderada da atividade, acompanhada agora por renovada intensificação das pressões inflacionárias.

A economia dos Estados Unidos da América parece ter entrado em período de estagnação desde o último trimestre de 2007 e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com a elevação dos preços de derivados de petróleo, afeta a confiança dos consumidores e contribui de forma importante para deprimir o dispêndio. Ainda que a influência de estímulos monetários e fiscais possa limitar o risco de uma contração significativa da atividade, o cenário dominante parece apontar para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009. Mesmo depois de significativo reforço do

capital de instituições financeiras relevantes, permanece a incerteza sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre o sistema bancário nos EUA e na Europa, bem como quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias. Assim, persistem as dúvidas sobre a capacidade de as medidas de política monetária e fiscal implementadas pelas autoridades dos EUA suavizarem de forma tempestiva o enfraquecimento daquela economia, ante as persistentes dificuldades do sistema financeiro. A despeito de certa redução, desde meados de março, da percepção de risco sistêmico, tais dificuldades poderiam ser agravadas por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, o que reforçaria a tendência, já evidente, à contração das condições financeiras, aumentando o risco de intensificação da desaceleração. As perspectivas para a atividade na Europa – a despeito de indicadores favoráveis na Alemanha – e no Japão também continuam se deslocando em direção negativa, ainda que, até o momento, não suscitem grau de preocupação similar ao que cerca a atividade econômica nos EUA.

Cabe assinalar que, a despeito das perspectivas de continuidade da desaceleração nas economias centrais, as pressões inflacionárias globais têm se intensificado. Em parte, isso reflete o forte crescimento apresentado pelas economias emergentes, que, até agora, aparentemente foram pouco afetadas pela crise hipotecária nos EUA, constituindo contraponto aos efeitos da desaceleração das economias maduras. Mesmo nessas economias, contudo, as pressões inflacionárias têm se intensificado. A inflação em doze meses até maio nos EUA, no Reino Unido e na área do Euro situou-se, respectivamente, 1,5 p.p., 0,8 p.p. e 1,8 p.p. acima dos valores observados no mesmo mês do ano passado. No caso do Japão, a inflação em doze meses até abril ficou 0,8 p.p. acima do registrado em igual período de 2007. Em economias emergentes, a aceleração da inflação tem sido ainda mais pronunciada. Por exemplo, a inflação em doze meses até maio no Chile, Peru e África do Sul situou-se, respectivamente, 5,5 p.p., 4,5 p.p. e 4,1 p.p. acima dos valores registrados em maio do ano passado. A depender da região, esses desenvolvimentos refletem, em maior ou menor medida, pressões do forte crescimento da demanda sobre a disponibilidade de fatores de produção e a tendência de alta dos preços de matérias-primas.

Diante desse quadro, a tendência nas economias emergentes é de continuidade das políticas monetárias contracionistas. Nas economias maduras, a aceleração da inflação, que em certos casos também começa a ter efeitos sobre as expectativas inflacionárias de médio prazo,

levou à mudança substancial na postura e na comunicação das autoridades monetárias, que passaram a enfatizar as respectivas preocupações com a inflação. Embora os riscos remanescentes para a atividade derivados da crise de crédito nos Estados Unidos, bem como a necessidade de se consolidar a redução do risco sistêmico, aparentemente limitem as perspectivas de ações mais incisivas contra as tensões inflacionárias nas economias maduras, também nesses casos a tendência geral deve ser de adoção gradual de medidas restritivas.

Os indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais mantiveram-se em patamares relativamente elevados desde o último “Relatório de Inflação”. Entretanto, a reavaliação do risco soberano brasileiro para grau de investimento por importantes agências de *rating* tende a reduzir a sensibilidade dos preços de ativos brasileiros frente ao cenário internacional, e contribui para mitigar, mas não eliminar, os efeitos das dificuldades vividas pela economia global sobre a atividade econômica no Brasil, cuja dinâmica vem sendo sustentada essencialmente pela demanda doméstica. Em suma, desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”, o cenário prospectivo central para a atividade econômica global continua apontando para desaceleração moderada, acompanhado por recrudescimento importante das pressões inflacionárias e pela reorientação da política monetária no sentido de conter a escalada dos preços.

Dessa forma, as perspectivas para o comportamento dos preços dos principais produtos da pauta de exportações brasileira – em especial das *commodities* – continuam envoltas em considerável incerteza. De modo geral, entretanto, as cotações das *commodities* ainda se encontram em patamares historicamente elevados, podendo sofrer correções em consequência de eventual recuo da demanda global, em particular nos EUA e na Europa, a despeito de a demanda advinda de importantes economias emergentes contribuir para arrefecer esse movimento. Por outro lado, taxas de juros em patamares relativamente baixos nas economias maduras, e o recrudescimento da preocupação com a inflação, podem ensejar uma renovada busca das *commodities* como mecanismos de proteção anti-inflacionária. Conquanto exista certa controvérsia quanto ao papel de atividade especulativa no comportamento recente dos preços de *commodities*, as tendências de preços de matérias-primas não negociadas em bolsa, como o minério de ferro, evidenciam a importância de fundamentos referentes à oferta e demanda.

Em relação à oferta agregada, os três setores apresentaram desempenho positivo no primeiro trimestre de 2008. A indústria acelerou-se fortemente, com a taxa de crescimento (6,9%) marcadamente maior do que a observada no ano passado (4,9%). De fato, a expansão do produto industrial, frente ao mesmo período do ano anterior, foi a mais elevada desde o primeiro trimestre de 2005. O setor de serviços também apresentou desempenho positivo, com crescimento de 5,0% (4,7% em 2007). Por sua vez, o desempenho menos robusto ficou com o setor agropecuário, que cresceu 2,4% (5,3% em 2007), o que em parte reflete a postergação da colheita de algumas culturas importantes.

Após elevação de expressivos 6,0% em 2007 – a maior taxa dos últimos três anos e a segunda maior após 2001 –, a produção industrial acelerou-se e apresentou expansão de 7,3% no primeiro quadrimestre de 2008, maior taxa de crescimento para o período desde 1996. Nesses meses, a indústria de transformação expandiu-se 7,4% e a extrativa mineral, 5,9%. Enquanto a primeira ainda mostra sinais de crescimento na margem, a segunda sugere estabilização do ritmo de crescimento. Destaque-se que, na dinâmica recente da produção industrial – pouco comum em anos recentes –, a indústria de transformação vem crescendo mais que a extrativa mineral, uma composição que se alinha ao maior dinamismo da demanda doméstica. Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que em ritmo condicionado por eventuais limitações à expansão da oferta.

Enquanto pela ótica da oferta o PIB cresceu 5,8% no primeiro trimestre, ante o mesmo trimestre do ano passado, sob a ótica da demanda – excluindo a variação de estoque – o crescimento atingiu 5,2%. Sob a ótica restrita do setor industrial, os dados da Sondagem Conjuntural da FGV de maio mostram que, após permanecer por quatro meses acima de 100 desde outubro do ano passado – patamar acima do qual o número de empresas que avaliam que os estoques são insuficientes supera o das que avaliam que são excessivos –, o indicador do nível de estoques voltou a flutuar em torno de 100 desde fevereiro, o que sugere que os estoques teriam voltado ao nível planejado pelas empresas consultadas. Por outro lado, para a CNI, ao final de março, os estoques de bens finais encontravam-se em nível superior ao registrado no mesmo período de 2007. Além disso, a diferença entre o estoque efetivo e o planejado, que tinha caído abaixo de 50 no último trimestre de 2007 – nível que mostra que a demanda efetiva é superior à antecipada –, voltou a situar-se acima de 50 (50,2) no primeiro trimestre de 2008. Dessa forma, parece

ter ocorrido o ajuste no nível de estoques no início do ano, o que havia sido antecipado no último Relatório.

A média do Nuci na indústria de transformação situou-se em 82,2% no primeiro quadrimestre de 2008, segundo dados da CNI, nível 1,3 p.p. acima daquela verificada em igual período do ano passado. Vale notar que, depois de atingir o máximo em abril e novembro de 2007 (1,8 p.p.), a diferença vem recuando marginalmente. Por sua vez, segundo a FGV, em média o Nuci nos cinco primeiros meses de 2008 alcançou 85,0%, nível 1,3 p.p. acima daquele observado no mesmo período do ano passado.

De modo geral, o elevado nível de utilização da capacidade reflete a aceleração da atividade econômica e manifesta-se em diversos setores, a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. A Sondagem Conjuntural da FGV junto à indústria de transformação indica que, entre janeiro e abril, houve aumento de 4 p.p. do número de empresas que mencionam haver limitações ao aumento de produção (36% contra 40%, respectivamente). No que se refere à expansão da capacidade, a absorção de bens de capital, que já vinha apresentando taxas elevadas de crescimento (5,1% em 2005, 13,9% em 2006 e 19,6% em 2007), mostrou aceleração neste início de ano, ao registrar forte expansão de 22,0% no primeiro quadrimestre em relação a igual período do ano anterior. Esse desempenho reflete não apenas o vigoroso incremento das importações de bens de capital (33,6% em volume), mas também o da produção desses bens (20,5%). Também é digno de nota o aumento de 10,0% da produção de insumos para a construção civil, o melhor quadrimestre desde 1995. Por outro lado, tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a maturação tempestiva dos projetos de investimento é fator fundamental para evitar que se aprofunde o descompasso importante verificado entre a evolução da oferta e da demanda agregada ao longo dos últimos trimestres, que tem exacerbado o risco para a dinâmica inflacionária. Em termos mais gerais, contudo, diante das evidências recentes é plausível supor que a sustentação de um ritmo mais intenso de crescimento da economia requer também a elevação da taxa de investimento.

O Índice Nacional do Custo da Construção – Disponibilidade Interna (INCC-DI) mostra elevação dos custos de produção associados a esse setor. A variação acumulada do INCC até maio atingiu 4,40%, ante 2,56% registrados no mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a variação nos últimos doze meses alcançou 8,06% em maio, valor 2,9 p.p. superior ao verificado no mesmo período de 2007. Esses desenvolvimentos têm suscitado preocupação quanto ao surgimento de possíveis

restrições de oferta nesse segmento, que, dada sua estrutura de produção, dificilmente seriam aliviadas por meio de importações. Além disso, a indústria da construção parece sofrer pressões de custo tendo em vista a aparente escassez de mão de obra especializada. As preocupações com a evolução dos preços no mercado de construção civil são reforçadas pelas perspectivas remanescentes de expansão da demanda em um ambiente em que as condições de financiamento permanecem favoráveis.

Com a superação do efeito alento, típico das fases iniciais de ciclos de expansão, o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA) vem se desacelerando. Em doze meses até abril, esse crescimento atingiu 2,0%, contra 2,8% registrado no mesmo período do ano passado. Essa dinâmica, associada à aceleração do ritmo da atividade econômica e à conseqüente expansão da oferta de emprego, provocou quedas mais rápidas nas taxas de desemprego. De fato, em abril, a taxa de desemprego situou-se em 8,5%, ante 10,1% e 10,4% nos mesmos meses de 2007 e 2006. Dessa forma, a taxa média de desemprego nos primeiros quatro meses do ano situou-se, em média, 1,4 p.p. abaixo da verificada em igual período do ano passado e, na margem, a diferença vem aumentando. Quando se analisa a taxa média em doze meses, verifica-se que abril registrou o décimo recuo consecutivo nessa métrica. Com o forte dinamismo da demanda por mão-de-obra, mantidas as tendências para a PEA, as taxas de desemprego devem manter trajetória declinante ao longo dos próximos trimestres, o que poderia ensejar a emergência de pressões por elevações salariais mais expressivas, possivelmente superiores ao crescimento da produtividade do trabalho.

Por sua vez, o preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, tem se elevado desde a publicação do último Relatório e continua altamente volátil. Esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial, as quais têm impedido a recuperação dos níveis de estoques tradicionalmente observados, além de tensões geopolíticas recorrentes. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio dos preços dos combustíveis, mas também, por exemplo, por meio da cadeia produtiva do setor petroquímico e das expectativas de consumidores e empresários. A volatilidade dos preços de outras *commodities* importantes continua igualmente elevada e com tendência geral de alta, reflexo do aumento da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da maior turbulência nos mercados financeiros globais.

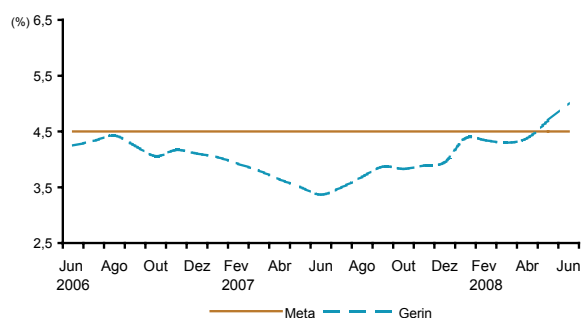
Depois de ter mais que duplicado em 2007 (7,89% ante 3,79% em 2006), a inflação mais ampla – medida pelo IGP-DI – continuou se acelerando em 2008. Até maio, o IGP-DI variou 5,16%, ante 1,19% no mesmo período do ano anterior, e em doze meses, 12,14%, percentual 7,76 p.p. superior ao verificado no mesmo mês de 2007. A forte aceleração do índice refletiu, essencialmente, o comportamento do IPA-DI, que variou 15,36% nos últimos doze meses, ante 4,29% em 2006. Por sua vez, na mesma base de comparação, o IPC-Br e o INCC subiram, respectivamente, 5,59% e 8,06%, ante os 3,12% e 5,18% observados no mesmo período do ano passado. Ainda sobre o Índice de Preços por Atacado (IPA), cabe destacar a aceleração dos preços industriais, um processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que se intensificou nos últimos meses. Com efeito, entre janeiro e maio de 2008, o IPA industrial acumulou variação de 6,67%, ante 1,61% no mesmo período de 2007. Com isso, a inflação dos preços industriais acumulada em doze meses deslocou-se de 4,42% em dezembro de 2007 para 9,63% em maio de 2008. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

O cenário benigno para os preços ao consumidor que se materializou com intensidade em 2006 começou a arrefecer em 2007 e apresentou deterioração ainda maior neste início do ano. Esses desenvolvimentos constavam do balanço de riscos apontado pelo Comitê em Relatórios anteriores, que antecipavam que a inflação acumulada em doze meses poderia se acelerar ao longo deste ano. À semelhança do ocorrido em 2007, neste ano os preços livres vêm subindo acentuadamente mais do que os preços administrados e monitorados por contrato, com os últimos mitigando, pelo menos por mais um ano, a aceleração do IPCA. Enquanto os preços livres variaram 3,62% nos primeiros cinco meses de 2008 (7,41% em doze meses), os preços administrados avançaram apenas 1,18% (1,50% em doze meses). No conjunto dos preços livres, os bens não-comercializáveis aumentaram 3,89% até maio (7,70% em doze meses), enquanto os bens comercializáveis subiram 3,33% (7,09% em 2007).

As três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central registram, até maio, valores superiores aos verificados em igual período do ano passado. Além disso, com exceção do núcleo por médias aparadas sem suavização,

a inflação em doze meses se encontra acima do centro da meta. De fato, no acumulado do ano até maio, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio registra inflação de 2,70% (1,80% no mesmo período em 2007), o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situa-se em 2,03% (1,52% no mesmo período em 2007) e o núcleo por médias aparadas sem suavização mostra inflação de 2,15%. Em doze meses, os valores são, respectivamente, iguais a 5,03%, 4,56% e 4,39%.

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



Assim como indicado no último “Relatório de Inflação”, as expectativas de inflação para 2008 continuam subindo e atualmente se encontram em 5,80%, ante 4,40% em março. Para 2009, as expectativas também se deterioraram, deslocando-se de 4,30%, em março, para 4,63%. Para 2010, as expectativas variaram de 4,00% em março, em que permaneceram por muito tempo, para 4,50%. Na avaliação do Comitê, esses desenvolvimentos, bem como a própria aceleração da inflação em 2007 e nos primeiros cinco meses do ano, indicam que a convergência da inflação brasileira à trajetória das metas, mesmo diante de pressões inflacionárias em escala global, requer atuação tempestiva da autoridade monetária, por meio de ajuste da taxa básica de juros.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da Política Monetária

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõe o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, esse cenário, consubstanciado nas projeções que serão apresentadas na seção seguinte, contempla arrefecimento do ritmo de expansão da economia global, do lado externo, acompanhado de ligeiro arrefecimento da expansão da economia brasileira, do lado doméstico. O cenário também se caracteriza pela deterioração da dinâmica inflacionária corrente e da esperada, por riscos inflacionários em elevação, tanto doméstica quanto externamente. Nesse contexto, o principal desafio com que se defronta a política monetária é o de evitar que a atual deterioração inflacionária se propague e se consolide.

O cenário principal para o setor externo incorpora uma maior desaceleração da economia norte-americana do

que o avaliado no último “Relatório de Inflação”. Além do impacto que, por si só, a desaceleração econômica nos EUA causa na economia global, devem ser considerados os potenciais efeitos negativos da desaceleração sobre economias maduras da Europa e da Ásia e a conseqüente ampliação das tendências contracionistas. Em outra vertente, igualmente importante, não param de crescer as preocupações quanto à evolução da inflação, em diversas regiões, em certa medida repercutindo os efeitos diretos e secundários (por meio da elevação das expectativas de inflação) da elevação dos preços de energia e alimentos. Nesse sentido, algumas economias já se defrontam com um quadro que combina desaceleração econômica com pressões inflacionárias significativas.

A distribuição dos riscos externos para atividade e inflação, em torno desse cenário principal, na avaliação do Comitê, alterou-se desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”. As ações de política monetária tomadas pelos bancos centrais das economias maduras, acompanhadas, no caso dos EUA, por estímulos fiscais, parecem ter tido êxito em limitar o risco de contração econômica, mas o período de desaceleração pode se prolongar até 2009. Na medida em que a extensão e alocação das perdas derivadas da crise imobiliária norte-americana, entre instituições financeiras de economias maduras, ainda não sejam totalmente conhecidas e que importantes segmentos do mercado financeiro nessas economias ainda não tenham retomado condições normais de liquidez, persiste a percepção de risco sistêmico, ainda que de forma menos intensa do que no início deste ano. Enquanto prossegue o processo de re-capitalização de instituições financeiras, as condições de oferta de crédito permanecem restritivas, o que tende a realimentar a dinâmica de desaceleração da demanda. Note-se, contudo, que a desaceleração já em curso na economia global não dá sinais de estar sendo suficiente para conter as pressões inflacionárias, que, originalmente lideradas pelo comportamento dos preços de matérias primas, parecem estar se intensificando e tornando-se mais disseminadas. Dessa forma, os riscos principais derivados do setor externo ficaram mais equilibrados. De um lado, uma possível intensificação das tendências contracionistas da atividade que predominava até março; de outro, a deterioração do panorama inflacionário global que ganhou importância nos últimos meses.

O Copom reafirma sua avaliação de que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada apresentaria fator de risco de sinal ambíguo. Além disso, ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como um fator de contenção da demanda

agregada. Por um lado, o potencial arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. Por outro lado, o supracitado cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos. No caso de desaceleração das economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia se elevar, reduzindo, assim, a demanda por ativos brasileiros e determinando depreciação dos respectivos preços. Entretanto, a elevação da avaliação do risco soberano brasileiro por importantes agências de *rating* tende a reduzir a sensibilidade dos preços de ativos brasileiros frente ao cenário internacional, contribuindo para mitigar os efeitos das dificuldades vividas pela economia global sobre a atividade econômica no Brasil, cuja dinâmica vem sendo sustentada essencialmente pela demanda doméstica. O segundo mecanismo, com efeitos mais a médio prazo, seria de que uma possível redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros, com potenciais repercussões sobre a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, ainda que a economia brasileira venha dando repetidos sinais de ter desenvolvido maior resistência a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, é possível que a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários fique comprometida.

Como indicado acima, um cenário alternativo adicional deve, nas atuais circunstâncias, ser contemplado, qual seja, o de intensificação das pressões inflacionárias globais. Como no Relatório de março, o Copom avalia que há risco para a trajetória de inflação associado ao comportamento dos preços internacionais do petróleo. A elevação das cotações do barril do petróleo é fator de risco que, de um lado, se associa aos preços domésticos dos combustíveis e, de outro, ao impacto potencial sobre o preço doméstico de outros derivados, especialmente no que se refere aos utilizados ao longo da cadeia produtiva do setor petroquímico, com possíveis desdobramentos, por conta da elevação dos preços dos fertilizantes, sobre a estrutura de custos da agricultura. Não se pode desconsiderar, também, que a excessiva volatilidade do preço do petróleo gera ainda mais incertezas, que podem contribuir negativamente para a evolução das expectativas dos agentes econômicos em geral e dos formadores de preços em particular. Em suma, na atual conjuntura, há o risco de que aumentos adicionais no preço de petróleo ou até mesmo de sua manutenção nos níveis atuais se transmitam para os preços domésticos, quer via elevação dos preços dos combustíveis, quer via elevação dos preços de outros derivados que constituem

importantes insumos para a cadeia produtiva. Os preços de outras *commodities*, como grãos e minérios, a despeito do maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, continuam, com poucas exceções, registrando altas importantes no ano.

O processo de expansão da economia brasileira, que de resto continua sendo relativamente pouco exposta ao comércio exterior, portanto, com ciclo econômico pouco sincronizado com os das economias maduras, é liderado por vigorosa expansão da demanda doméstica. Ainda assim, o setor externo vinha, nos últimos anos, desempenhando papel importante na manutenção da inflação em trajetória consistente com as metas preestabelecidas pelo CMN. Isso ocorria, especialmente, por meio da disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida. Entretanto, a elevação consistente da inflação global, que tem se registrado desde o final do ano passado, tem levado à intensificação da alta dos preços de importados, reduzindo a contribuição do setor externo para o controle da inflação. Cabe destacar que o processo de elevação dos preços das importações não está restrito a combustíveis e outras matérias primas. Por exemplo, os preços de bens de capital importados tiveram alta de 6,2% nos doze meses findos em maio, ante 5,3% até março e 0,6% até maio de 2007 (dados da Funcex; para as importações totais, as variações respectivas são de 15,2%, 12,2% e 5,3%).

A despeito da intensificação da pressão inflacionária externa, o Copom mantém a avaliação de que o principal risco inflacionário advém de fatores internos. O cenário central indica relativa acomodação ao longo do ano, diante do crescimento de 5,4% observado em 2007. Entretanto, espera-se que a demanda doméstica continue crescendo a taxas vigorosas. De fato, a robustez da demanda doméstica tem exercido pressão sobre a capacidade de oferta de praticamente todos os setores da economia, especialmente no caso daqueles não expostos à concorrência externa. Essa avaliação ganha contornos ainda mais bem definidos quando se analisam dados referentes à atividade econômica, como o elevado nível de utilização da capacidade e o crescimento sustentado das vendas no varejo. Cabe, além disso, reconhecer que o comportamento da massa salarial e do crédito, além dos impulsos fiscais esperados para 2008, ainda que em intensidade menor do que se antecipava anteriormente, constituem fator adicional de estímulo a uma demanda doméstica que já cresce a taxas robustas. Nesse contexto, em linha com a avaliação feita pelo Copom em documentos anteriores, mantém-se elevada a incerteza em relação à dinâmica futura da inflação

ao consumidor, uma avaliação que encontra respaldo, entre outros fatores, na deterioração das expectativas, na redução da capacidade ociosa e também nas pressões de preços no mercado atacadista.

Além do risco derivado do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta, é importante, também, considerar os riscos derivados de movimentos de preços no atacado e sua possível repercussão no índice de preços ao consumidor. Em virtude da magnitude e da persistência dos aumentos de preços no atacado, o risco de esses aumentos materializarem-se em crescimento significativo no índice de preços ao consumidor cresceu desde o último Relatório. Os preços agrícolas no atacado ainda exercem pressão considerável, e perspectivas para sua acomodação devem ser analisadas à luz das tendências de expansão da demanda global por alimentos e da escassez relativa, especialmente nas economias maduras, de recursos para sua produção. O maior risco, porém, advém dos preços industriais, pois, além de se localizarem mais próximos da etapa do consumo final e, por conseguinte, se transmitirem mais rapidamente para os preços ao consumidor, costumam mostrar maior persistência. E são exatamente esses preços que se encontram em consistente aceleração desde o segundo semestre de 2007, refletindo tanto as supracitadas pressões inflacionárias externas quanto o aquecimento da atividade no Brasil. Se considerarmos que o significativo crescimento dos preços por atacado ocorre numa conjuntura de apreciação da taxa de câmbio, fica evidente o papel que a atividade econômica tem desempenhado na dinâmica desses preços.

Há evidências de que, no Brasil, o repasse dos preços no atacado para os preços ao consumidor ocorre em intensidade alta e em intervalo de tempo relativamente curto. O Comitê entende que o impacto de variações dos preços por atacado sobre os preços ao consumidor dependerá essencialmente das condições prospectivas de oferta e demanda e, de forma crítica, das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação. De qualquer modo, em relação a cenário prevalente em março, elevou-se a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias, que eram inicialmente localizadas, venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais podem ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Na verdade, o comportamento do índice de preços ao consumidor dos últimos meses já reflete parcialmente a materialização desse risco, que tem sido

apontado nos últimos Relatórios, suscitando resposta de política monetária.

Ao se decompor o IPCA entre preços livres e preços administrados, nota-se, para o horizonte de curto prazo, que os riscos negativos que se delineiam para a dinâmica dos preços livres contrastam com um quadro benigno que ainda se configura para a evolução dos preços administrados, a despeito da recente elevação dos índices gerais de preços. De fato, assim como verificado em 2007, mas em menor magnitude, em 2008 os preços administrados podem continuar contribuindo para mitigar as pressões sobre o índice pleno. Especificamente no que se refere à energia, a avaliação dos especialistas é de que as tarifas devem ter comportamento benigno novamente em 2008, ainda que existam preocupações em alguns segmentos quanto às perspectivas para a expansão da oferta no médio prazo. Assim, não se avalia que existam substanciais riscos negativos imediatos advindos dos preços administrados. A importante exceção, porém, refere-se especificamente ao preço da gasolina, como destacado anteriormente. Há preocupação, por parte de especialistas, quanto à magnitude do impacto do aumento dos índices gerais de preços que tem se verificado neste ano sobre o conjunto dos preços administrados em 2009. Ainda que exista de fato essa influência, associada a contratos que regem os reajustes de certos preços administrados, cabe notar que a contribuição direta dos índices gerais de preços na indexação de preços monitorados é limitada. Sendo a inflação um fenômeno monetário, é de se esperar que no médio prazo a variação dos preços administrados convirja para a variação média dos preços livres e, assim, deixe de contribuir para mitigar pressões sobre a inflação plena.

A despeito da aceleração inflacionária observada desde o final de 2007, o crescimento do rendimento médio real habitual, na comparação interanual, tem se mantido robusto. Além disso, a expansão do emprego, em parte alicerçada na estabilidade macroeconômica, vem sustentando o crescimento da massa salarial real em ritmo saudável, e tende a continuar. De fato, a desaceleração do crescimento da PEA, associada à continuidade da expansão do emprego, resultará em redução do desemprego, o que poderia ensejar aceleração dos ganhos salariais, com impacto potencial tanto sobre a demanda doméstica quanto sobre os custos dos diversos setores. Nessas circunstâncias, o comportamento dos salários frente ao crescimento da produtividade do trabalho deve ser cuidadosamente monitorado. Por outro lado, o crescimento mais consistente da inflação dos últimos meses tornou-se importante fator de contenção dos ganhos reais do rendimento

do trabalho e pode ensejar pressão sobre rendimentos nominais, o que tenderia a retroalimentar a inflação. A implementação, por parte das empresas, de reajustes salariais desvinculados do crescimento da produtividade contribuiria para consolidar o processo de aceleração inflacionária, aumentando o risco para o cenário prospectivo.

O crescimento do crédito tem sido outro importante fator de sustentação da demanda agregada. Em princípio, a elevação nas taxas de juros das operações de crédito verificada desde o início do ano, bem como dos custos de captação de instituições financeiras, deve atuar para arrefecer o crescimento do crédito ao longo dos próximos trimestres. Além disso, o crescimento de modalidades especialmente dinâmicas, como os empréstimos consignados, poderia estar encontrando limites naturais. Porém, o significativo crescimento da renda e do emprego e as perspectivas de continuidade desse processo, em ambiente no qual os bancos procuram preservar suas fatias de mercado, funcionam como importante propulsor da expansão do crédito. Além disso, não se pode desconsiderar que a introdução de mudanças institucionais voltadas para incentivar a concorrência no mercado de crédito pode manter as concessões em ritmo forte. Ainda que até o momento as forças expansionistas tenham prevalecido na determinação da dinâmica do crédito, é plausível que, doravante, tendo em vista os fatores citados acima, ocorra certa moderação no ritmo de expansão creditícia.

A possibilidade de que alterações na dinâmica da inflação, que em uma avaliação preliminar parecem transitórias, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio e longo prazos constitui risco perene para a implementação da política monetária. Tendo em vista o comportamento da inflação no passado recente, o Copom considera significativa a probabilidade de que pressões inflacionárias que eram inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica. A propósito, essa avaliação encontra suporte no comportamento recente da inflação. O Comitê entende que esse risco tende a se intensificar em momentos como o atual, quando a demanda doméstica se encontra aquecida e exposta a impulsos expansionistas, e o mercado de fatores, nitidamente pressionado. A evidência ensina, também, que episódios de aceleração inflacionária não são uniformemente distribuídos entre os diferentes componentes dos índices de preço. Em certa medida, o comportamento de núcleos e dos índices de difusão do IPCA, dos preços de serviços e dos preços industriais no atacado nos últimos meses corrobora a visão de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas estariam se disseminando. Cabe à

política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante, a fim de evitar que esse cenário se concretize. Em especial, deve-se estar atento à disseminação de efeitos de segunda ordem, visto que variações significativas de preços relativos que se consubstanciam em índices elevados de inflação tendem a gerar reações de recomposição de renda real pelos agentes, o que, por sua vez, realimenta o processo inflacionário. A experiência internacional, bem como o próprio histórico da inflação de nosso país, recomenda que a autoridade monetária deve, por meio do ajuste da taxa básica de juros, enfrentar potenciais efeitos de segunda ordem. Note-se, ainda, que elevações de preços de itens com elevada visibilidade, como energia e alimentos, tendem a ter efeitos sobre a formação de expectativas inflacionárias maiores do que os respectivos pesos nos índices de preços.

Dessa forma, na avaliação do Copom, as perspectivas para a inflação deterioraram-se e estão cercadas por incerteza maior, quando comparadas àquelas prevalentes no último Relatório. Adicionalmente, o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno no médio prazo elevou-se desde então. Diante de um quadro que contempla robustez da demanda doméstica, conforme atestam as contas nacionais relativas ao primeiro trimestre de 2008, e da elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos de que os resultados favoráveis em termos de inflação observados em anos recentes não se sustentem. De fato, as expectativas de inflação para 2008 elevaram-se significativamente no último trimestre, acompanhadas de um indesejável crescimento das expectativas para 2009 e para 2010. Esse comportamento é indicativo importante de que os fatores subjacentes à aceleração recente da inflação podem ter um caráter mais persistente do que se antecipava, em linha com preocupações expostas nos últimos Relatórios. Diferentemente do registrado no Relatório de março, as expectativas para 2008 e 2009 encontram-se acima do valor central da meta e, ainda que não ocorra uma deterioração adicional, essa elevação representa risco para o cenário prospectivo, merecendo atenção e resposta por parte das autoridades monetárias.

Em síntese, o Comitê avalia que, desde a divulgação do último Relatório, o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação tornou-se menos favorável, tanto do ponto de vista dos fatores externos como, principalmente, dos internos. No âmbito externo, os desdobramentos dos últimos trimestres sugerem que a contribuição das importações para manter um cenário inflacionário benigno se tornou menos efetiva. No âmbito doméstico, o ritmo acelerado de expansão da demanda continua sendo importante fonte de riscos para a

dinâmica inflacionária, diante de sinais de que, a despeito do comportamento robusto do investimento, restrições à expansão da oferta poderiam estar emergindo. Em outra perspectiva, surge o entendimento de que incrementos adicionais na taxa de crescimento da oferta agregada poderiam está condicionados a elevações da taxa de investimento da economia, um processo reconhecidamente lento. Nesse contexto, o Copom avalia que a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e da demanda continua sendo elemento central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

Taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. Para que essa tendência se manifeste em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a trajetória da demanda e da oferta agregada, evoluam de forma harmônica. O Copom avalia que a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas.

O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

A propósito, ao longo dos próximos trimestres, a expansão da massa salarial e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a demanda agregada. Além desses fatores, devem ser acrescidos os efeitos, ainda que mitigados, das transferências governamentais sobre a expansão da demanda doméstica. A esse cenário somam-se, no conjunto de informações considerado pelo Comitê, as evidências de que a demanda doméstica já se encontra aquecida e o fato de que as correntes decisões de política monetária terão impactos concentrados no segundo semestre de 2008 e em 2009.

À luz dessas considerações, o Copom decidiu aumentar a taxa Selic em 0,5 p.p. em suas reuniões de abril e junho, elevando-a para 12,25%.

Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Comitê adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia, que leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão, tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária e terá seus resultados evidenciados ao longo do tempo. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, de forma fundamental, à ação preventiva no processo decisório do Copom. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo, em momentos como o atual, caracterizado pela deterioração da dinâmica inflacionária corrente e esperada. Nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da implementação da política monetária. Assim sendo, na avaliação do Comitê, respaldada pela experiência internacional, a atuação da política monetária tende a ser mais efetiva quando a deterioração da dinâmica inflacionária está em seus estágios iniciais do que quando se encontra consolidada. Cabe à política monetária atuar para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de preços não levem, por meio de piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária. O Copom entende que a atual postura de política monetária, a ser mantida enquanto for necessário, assegurará a convergência da inflação para a trajetória das metas. Evidentemente, na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê neste momento, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

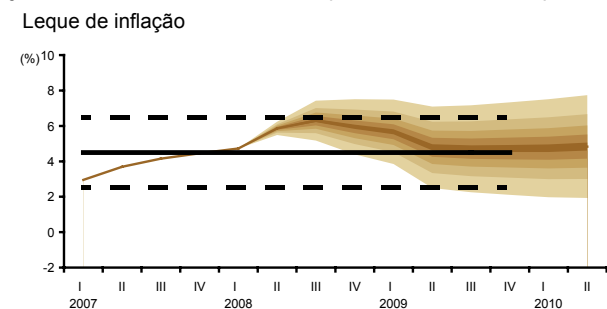
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando em conta o conjunto de informações disponíveis até a data de corte de 13 de junho de 2008, o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão em R\$1,65/US\$ e a meta para a taxa Selic em 12,25% (valor fixado na reunião do Copom de 3 e 4 de junho), ante R\$1,70/US\$ e 11,25% do “Relatório de Inflação” de março. Para 2008, a projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados foi mantida

em 4,0%. Essa projeção baseia-se nas hipóteses, para o acumulado de 2008, de variação nula nos preços da gasolina e do gás de botijão (ajustada pelos efeitos de mudanças em impostos específicos); de 1,1% nos preços da eletricidade; e de 3,5% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de maiores informações foram projetados individualmente, ao passo que, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais e outras variáveis, como variações cambiais, de preços livres e do Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, as projeções de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 e 2010 foram mantidas inalteradas em 4,5%, mesmo percentual considerado no Relatório de março.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pela Gerin junto a um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média recuaram na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de março. Para o último trimestre de 2008, passaram de R\$1,74 para R\$1,68 e, para o último trimestre de 2009, de R\$1,84 para R\$1,77. Para o segundo trimestre de 2010, os analistas projetam taxa de câmbio média de R\$1,81. As expectativas acerca da trajetória da taxa Selic média elevaram-se significativamente quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2008, deslocaram-se de uma média de 11,25% para 13,66% e, para o último trimestre de 2009, de uma média de 10,61% para 12,94%. Para o segundo trimestre de 2010, os analistas projetam taxa Selic média de 12,13%. No cenário de mercado, o modelo de projeção do *swap* de 360 dias – utilizado em substituição ao modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR), baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias – estima *spread* da taxa de *swap* pré-DI de 360 dias de 264 p.b., 136 p.b. e 58 p.b., em relação à taxa Selic atual, no último trimestre de 2008 e de 2009 e no segundo trimestre de 2010, respectivamente. Adicionalmente, refletindo sobretudo os efeitos da expectativa de depreciação da taxa de câmbio nominal, o cenário de mercado pressupõe variações de 4,1% para o conjunto dos preços administrados em 2008, de 4,9% em 2009 e de 5,0% em 2010.

Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta legal de superavit primário de 3,8% do PIB em 2008 e 2009, incrementada em 0,5 p.p.

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 12.25% a.a. (Cenário de referência)



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

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 12.25% a.a. (Cenário de referência)

[continua do Referencial]								
Período		Intervalo de confiança						Projeção central
		50%						
		30%						
		10%						
2008	2	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	5,9
2008	3	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	6,3
2008	4	5,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,6	6,0
2009	1	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	5,7
2009	2	3,8	4,3	4,6	5,0	5,3	5,7	4,8
2009	3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3	5,7	4,7
2009	4	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3	5,8	4,7
2010	1	3,6	4,1	4,5	5,0	5,4	5,9	4,7
2010	2	3,6	4,2	4,6	5,1	5,5	6,0	4,8

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

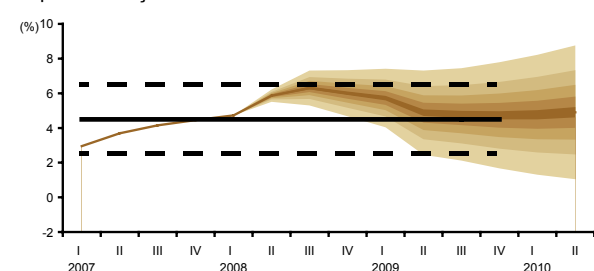
Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis até a data de corte (13 de junho de 2008), foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,0% em 2008, 1,4 p.p. superior ao projetado no Relatório de março, portanto acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. De acordo com os números constantes da Tabela 6.1, a inflação acumulada em doze meses parte de 5,9% no segundo trimestre de 2008, atinge 6,3% no terceiro e recua para 6,0% no último trimestre de 2008. Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 5,7% no primeiro trimestre e desloca-se para 4,7% no último. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2010 se mantém em 4,7% e, para o segundo, se encontra em 4,8%. Cabe destacar que o recuo da projeção de inflação ao longo de 2009 reflete essencialmente o fato de as expectativas de inflação, tanto para 2009 quanto 2010, encontrarem-se abaixo das expectativas para o ano corrente.

Os dados da Tabela 6.1 indicam, para 2008, elevação de 0,4 p.p. na inflação acumulada em doze meses no terceiro trimestre em relação ao segundo; e redução de 0,3 p.p. no quarto, quando comparada ao terceiro. No primeiro caso, em parte o movimento reflete uma projeção de inflação de preços administrados, para o terceiro trimestre de 2008, maior do que a inflação observada para esses preços em igual período de 2007. No segundo, a redução reflete uma menor projeção para a inflação de preços livres no quarto trimestre de 2008, quando comparada à inflação registrada no trimestre correspondente de 2007, mais do que suficiente para compensar os efeitos de uma projeção de inflação para os preços administrados, também para o quarto trimestre de 2008, superior à registrada no mesmo período de 2007. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, segundo o cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior (6,5%) do intervalo de tolerância da meta em 2008 situa-se em torno de 25%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação de 2008 (6,0%) é 1,3 p.p. superior à constante do último Relatório. Conforme se pode inferir a partir do Gráfico 6.3 e da Tabela 6.2, as projeções indicam elevação da inflação acumulada em doze meses no terceiro trimestre de 2008 e ligeiro recuo no último, mas, ainda assim, encerram o ano em

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros



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

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

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%						
	30%						
	10%						
2008 2	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	5,9
2008 3	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7	6,3
2008 4	5,5	5,7	5,9	6,1	6,3	6,5	6,0
2009 1	5,0	5,3	5,6	5,9	6,1	6,4	5,7
2009 2	3,9	4,3	4,7	5,1	5,5	5,9	4,9
2009 3	3,7	4,2	4,6	5,0	5,4	5,9	4,8
2009 4	3,5	4,0	4,5	5,0	5,4	6,0	4,7
2010 1	3,3	4,0	4,5	5,0	5,6	6,2	4,8
2010 2	3,3	4,0	4,6	5,2	5,8	6,5	4,9

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

1/ De acordo com a Gerin.

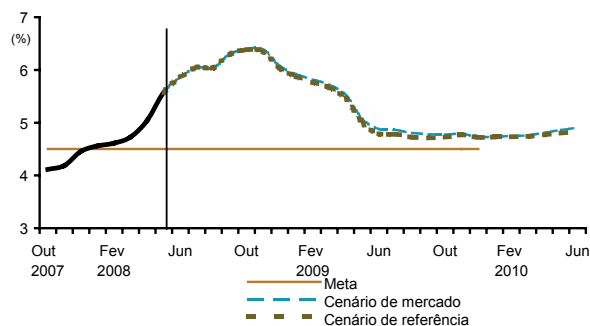
6,0%, bem acima do valor central de 4,5% para a meta para a inflação. Ao se comparar essa projeção com a do cenário de referência (6,0%), que após arredondamentos se equivalem, nota-se que no cenário de mercado essencialmente ocorre uma compensação dos efeitos, sobre as projeções de inflação, da desvalorização do real em relação ao dólar norte-americano e do aumento da taxa Selic, segundo as expectativas dos analistas de mercado. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção de inflação acumulada em doze meses reduz-se ao longo de 2009 e encerra o ano em 4,7%, portanto acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Para o segundo trimestre de 2010, a projeção para a inflação acumulada em doze meses encontra-se em 4,9%. Essa pequena elevação em relação ao valor projetado para o final de 2009 resulta basicamente da combinação de expectativas de depreciação da taxa de câmbio e de redução da taxa Selic. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.2, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2008 também se encontra em patamar próximo a 25%.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de Março de 2008

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2008 I	4,6	4,6
2008 II	4,7	4,7
2008 III	4,9	4,9
2008 IV	4,6	4,7
2009 I	4,3	4,5
2009 II	4,5	4,8
2009 III	4,4	4,9
2009 IV	4,4	4,8
2010 I	4,3	4,7

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções estão reproduzidas na Tabela 6.3, indica que houve elevação das projeções, em ambos os cenários, para 2008. Nos dois cenários, a projeção de inflação encontra-se em 6,0%, valor 1,4 p.p. acima do apresentado no último Relatório, no caso do cenário de referência, e 1,3 p.p., no de mercado. Além da incorporação dos efeitos de taxas de inflação para meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório, as atuais previsões refletem os efeitos da significativa elevação das expectativas de inflação para 2008 e 2009, a despeito da manutenção das projeções para a variação dos preços administrados em 2008 (4,0%). Para 2009, em comparação com as projeções contidas no Relatório anterior, nota-se elevação de 0,3 p.p. na projeção associada ao cenário de referência e relativa estabilidade no cenário de mercado.

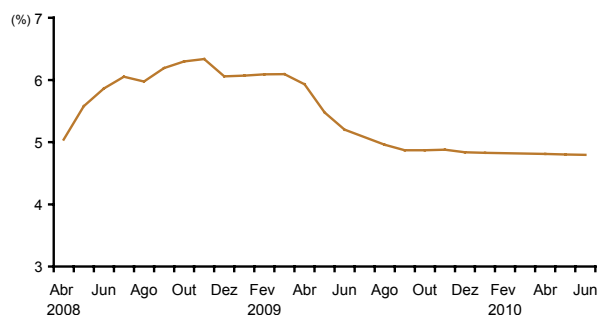
Gráfico 6.4 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



O Gráfico 6.4 apresenta a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o segundo trimestre de 2010, bem como a trajetória de metas até o final de 2009. Até maio de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de junho, consideram as projeções segundo os dois cenários. Em ambos os cenários, as projeções elevam-se até os meses finais de 2008, recuam ao longo de 2009 e tornam a se elevar no primeiro semestre de 2010. Nos

dois cenários, permanecem acima do atual valor central da meta (4,5%) até o final do horizonte de previsão.

Gráfico 6.5 – Projeção de Inflação: Modelos VAR

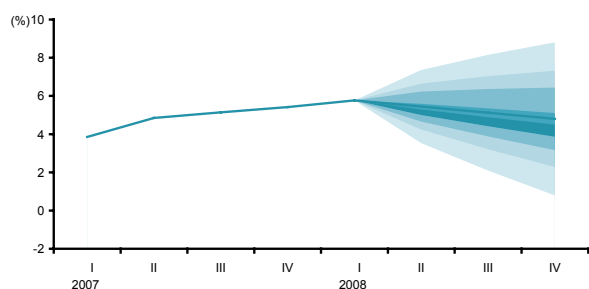


Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.). Média das projeções dos modelos.

A projeção gerada pelos modelos VAR, incorporada a partir deste “Relatório de Inflação”, nos moldes contidos no box “Modelos de Vetores Auto-Regressivos” constante do último Relatório, no qual se informa que esses modelos apresentam melhor desempenho em prazos mais curtos. Até maio de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de junho, referem-se à média das projeções dos modelos VAR. De acordo com o Gráfico 6.5, os modelos VAR indicam elevação da inflação até o terceiro trimestre de 2008, a partir de quando projetam uma tendência de redução. Ainda assim, a projeção para a inflação acumulada em doze meses continua acima do atual valor central da meta (4,5%) até o final do horizonte de projeção.

Gráfico 6.6 – Variação do PIB com juros fixos em 12,25% a.a. Cenário de referência

Leque do produto



O Gráfico 6.6 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis que não são diretamente observáveis, produto potencial e hiato do produto, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2008 permanece em 4,8%, mesmo valor projetado no “Relatório de Inflação” de março de 2008.

Ação Preventiva e Combate à Inflação

Existe um consenso de que a escolha do momento adequado para a implementação de ações de política monetária constitui etapa crucial no arcabouço de política monetária. Uma das razões que dificulta essa decisão é a existência de defasagens relevantes no mecanismo de transmissão monetária. Evidências apontam que em economias maduras uma alteração no instrumento de política monetária pode levar até dois anos para afetar significativamente a trajetória da inflação e do produto real. A evidência para o Brasil não difere muito da experiência internacional, embora os prazos sejam menores. Outra razão reside no fato de que a ação da autoridade monetária depende diretamente da natureza dos choques (demanda *versus* oferta) e da persistência destes (transitórios ou permanentes). Nesse contexto, a mensuração das defasagens e a identificação precisa dos choques determinam, em grande medida, a eficácia e o custo de implementação da política monetária¹. Por exemplo, pressões inflacionárias oriundas de excesso de demanda sobre oferta tendem a ser mais facilmente controladas no estágio inicial, antes de contaminar as expectativas dos agentes e as decisões de preços e salários de forma persistente. Em tais circunstâncias, uma ação preventiva de política monetária é potencialmente mais efetiva em termos de controle da inflação e menos custosa em termos de perda de produto real².

Políticas monetárias preventivas têm sido bem sucedidas tanto em economias maduras quanto em economias emergentes. O objetivo deste box é identificar fatos estilizados associados à experiência

1/ Isso não é tarefa trivial. "... *economies rarely evolve as expected. Surprises are the norm, not the exception, and they would induce the central bank to alter its expected path in obvious ways.*" (Blinder, 1998, p. 16-17).

2/ Ver Mishkin (1997) para uma discussão sobre as vantagens e desvantagens de políticas monetárias preventivas.

internacional. Para tanto, analisaram-se os ciclos contracionistas implementados por 26 bancos centrais, cobrindo todo o período de adoção do regime de metas para a inflação – Nova Zelândia (1990), Chile (1990), Canadá (1991), Inglaterra (1992), Israel (1992), Suécia (1993), Austrália (1993), República Checa (1998), Coreia do Sul (1998), Polônia (1998), Área do Euro (1999), México (1999), Brasil (1999), Suíça (2000), África do Sul (2000), Tailândia (2000), Islândia (2001), Noruega (2001), Hungria (2001), Filipinas (2002), Peru (2002), Eslováquia (2005), Indonésia (2005), Romênia (2005), Guatemala (2006) e Turquia (2006). A amostra também contempla dados da economia norte-americana (que, para certos analistas, teria uma meta de inflação implícita de 2%), desde o início da era Greenspan (1987).

O principal objetivo dessa análise é verificar se existem diferenças relevantes entre ações preventivas e ações reativas (ou não-preventivas). Nesse sentido, em primeiro lugar, procurou-se identificar os ciclos contracionistas relacionados a processos inflacionários, ou seja, foram excluídos os episódios associados a crises financeiras ou outros choques que não afetaram significativamente a trajetória da inflação. Além disso, também foram descartados os ciclos muito curtos, sob o pressuposto de que somente ciclos relativamente longos afetam significativamente o comportamento da inflação. Por conseguinte, a amostra resultante contém apenas ciclos contracionistas com pelo menos oito meses de duração. Finalmente, cabe informar que ações preventivas foram definidas como aquelas que iniciaram antes de a inflação média, para os seis meses anteriores ao de seu início, ultrapassar o centro da meta de inflação³. Ao todo, foram identificados cinquenta ciclos contracionistas, dos quais 22 foram considerados preventivos e 28, reativos⁴.

3/ Outra alternativa seria utilizar o intervalo da meta como base de comparação. No entanto, alguns bancos centrais perseguem metas sem intervalos de flutuação. Por outro lado, alguns países adotam metas que possuem apenas intervalos. Nesses casos, considerou-se o ponto médio do intervalo como centro implícito da meta.

4/ É importante mencionar que um mesmo país pode ter implementado as duas políticas em diferentes ocasiões.

Na Tabela 1, $\Delta\pi_0$ denota os desvios médios da meta de inflação antes do início da contração monetária. Além disso, para fins de comparação entre ações preventivas e reativas, foram selecionadas quatro variáveis:

(1) Duração do ciclo – mediu-se tanto a duração do ciclo contracionista (o período de elevação da taxa básica de juros) como o período requerido para controlar a inflação, ou seja, para aproximá-la do centro da meta de inflação (para cada país da amostra, T_r representa a duração do período de elevação da taxa básica, ao passo que T_π denota o tempo médio requerido para controlar a inflação, ambos em número de meses);

(2) Desvio médio da inflação acumulada em doze meses em relação ao centro da meta de inflação – para cada país e para cada episódio, seguindo a equação abaixo, calculou-se:

$$\Delta\pi = \frac{1}{T_\pi} \sum_{t=1}^{T_\pi} \left(\frac{\pi_t - \bar{\pi}_t}{\bar{\pi}_t} \right)$$

Onde $\Delta\pi$ representa a variação da inflação e $\bar{\pi}$ denota a meta de inflação.

(3) Magnitude da elevação da taxa básica – para cada país e para cada episódio, a magnitude do ciclo foi definida como a diferença entre o pico da taxa básica de juros (r_{max}) e a taxa vigente no mês imediatamente anterior ao início do ciclo (mês 0), conforme expressão abaixo:

$$\Delta r = \frac{r_{max} - r_0}{r_0}$$

Onde r_0 é a taxa de juros vigente no mês 0.

(4) Indicador de Atividade – para cada país e cada episódio, mediu-se a aceleração ou desaceleração média da taxa de crescimento da produção industrial durante o período requerido para controlar a inflação, conforme abaixo:

$$\Delta y = \frac{1}{T_\pi} \sum_{t=1}^{T_\pi} (y_t - \bar{y}_0)$$

Onde \mathcal{Y}_t denota a taxa de crescimento da produção industrial (acumulada em doze meses) e $\bar{\mathcal{Y}}_0$ denota a taxa média de crescimento da produção industrial no semestre imediatamente anterior ao início da contração monetária.

A última variável será tomada como indicador do custo do combate ao surto inflacionário. Optou-se pela produção industrial, e não pela taxa de desemprego ou pela taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), porque os indicadores de produção industrial em geral são mais homogêneos, além de serem calculados e divulgados mensalmente.

A Tabela 1 apresenta a média das variáveis de interesse para os ciclos preventivos, assim como para os reativos. Cabe destacar que: (1) os países que agiram preventivamente iniciaram os ciclos contracionistas quando o nível médio da inflação no último semestre era 26% *menor* do que o centro da meta, ao passo que os países que apenas reagiram ao surto inflacionário iniciaram o ciclo quando o nível médio da inflação no último semestre era 36% maior do que o centro da meta; (2) a duração média dos ciclos preventivos foi aproximadamente quatro meses inferior à dos ciclos reativos e, além disso, o tempo requerido para controlar a inflação foi bem menor no primeiro caso; (3) o aumento médio da taxa básica de juros requerido para controlar a inflação foi sensivelmente menor nos países que agiram preventivamente; (4) apesar de adotarem uma postura de política monetária mais agressiva, por terem agido tardiamente, os países reativos experimentaram desvios maiores em relação à respectiva meta durante o ciclo contracionista; e (5) teria havido diminuição do produto real somente nos ciclos reativos.

Tabela 1 – Ciclos Preventivos versus Ciclos Não-Preventivos (Valores Médios)

Características	Símbolo	Apertos Preventivos	Apertos Não-Preventivos
Número de episódios analisados		22,0	28,0
Desvio da meta antes do aperto monetário	$\Delta\pi_0$	-26,5%	36,3%
Duração do aperto monetário (em meses)	T_r	17,3	21,5
Período requerido para controlar a inflação (em meses)	T_π	20,4	26,4
Juros acumulados durante o aperto monetário	Δr	68,6%	91,8%
Desvio da meta durante o aperto monetário	$\Delta\pi$	24,6%	52,3%
Comportamento da produção industrial	Δy	0,79%	-0,12%

Banco Central do Brasil. Fontes originais: bancos centrais, *Global Financial Data* e FMI.

Gráfico 1 - Juros Acumulados

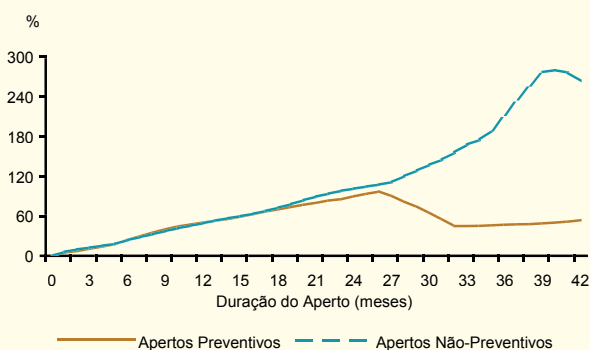


Gráfico 2 - Desvios da Meta

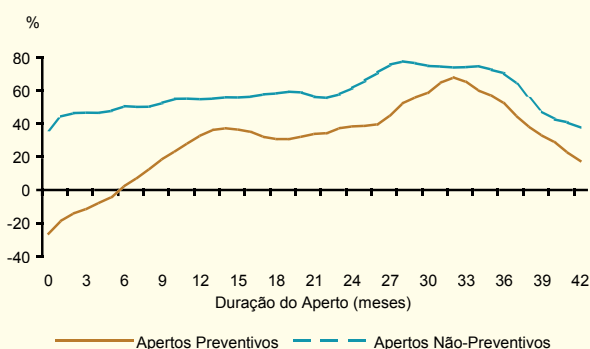
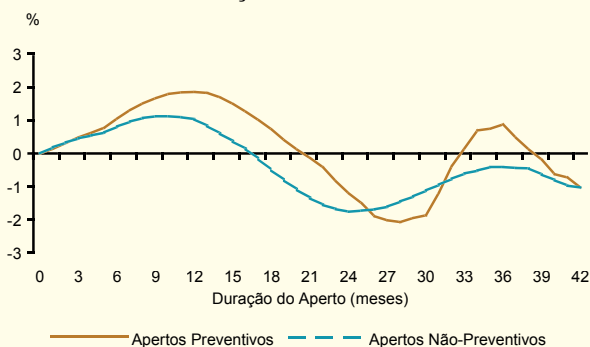


Gráfico 3 - Aceleração/Desaceleração do Crescimento da Produção Industrial



Complementando a Tabela 1, os Gráficos 1, 2 e 3 mostram, respectivamente, as trajetórias dos valores médios da elevação da taxa básica (Δr), dos desvios da inflação em relação à meta ($\Delta \pi$) e da variação do produto industrial (Δy), nos três casos considerando-se a média móvel de seis meses. O Gráfico 1 indica que, a despeito de, em média, a elevação dos juros haver sido praticamente idêntica na primeira metade do ciclo, a reversão ocorreu antes nos ciclos preventivos. Por sua vez, o Gráfico 2 evidencia que os desvios da inflação em relação à meta foram sistematicamente mais elevados nos ciclos reativos. Finalmente, o Gráfico 3 sugere que o custo do combate à inflação foi maior nos ciclos reativos.

A análise acima não identifica a natureza dos surtos inflacionários, isto é, se foram motivados por choques de demanda ou por choques de oferta. Apesar dessa consideração, de um modo geral, este boxe apresenta evidências de que ciclos contracionistas preventivos são relativamente mais curtos, mais brandos, mais eficazes e menos custosos do que os reativos. Portanto, em linha com a teoria, a experiência internacional sinaliza que, nas economias que adotam o regime de metas para a inflação, ações de política monetária preventivas parecem ser mais eficazes no sentido de reduzir a inflação, bem como implicam menores custos em termos de atividade. Essas avaliações refletem a evidência empírica disponível, mas não representam, nem devem ser interpretadas como projeções do Comitê de Política Monetária sobre a evolução do processo de ajuste monetário em curso.

Referências

BLINDER, Alan S. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. The MIT Press.

MISHKIN, Frederic S. (1997). Strategies for Controlling Inflation. *NBER Working Paper Series*, 6122.

Impactos da Estrutura a Termo da Taxa de Juros sobre a Economia

Os boxes “Taxa de Juros, Custo do Crédito e Atividade Econômica” e “Taxa de Juros, Estrutura a Termo e Custo do Crédito”, publicados nos Relatórios de Inflação de setembro de 2003 e de março de 2005, respectivamente, examinaram o impacto da estrutura a termo da taxa de juros sobre o custo do crédito, e deste sobre o nível de demanda da economia. Este box volta ao tema, reproduzindo alguns dos gráficos então apresentados e atualizando a análise à luz dos desenvolvimentos mais recentes da política monetária.

De forma resumida, os pontos levantados naqueles boxes foram: (a) a autoridade monetária só determina a taxa de juros nominal de curtíssimo prazo (taxa *overnight* ou taxa básica) e, assim, mesmo para o curto prazo, as demais taxas de juros podem se desviar da taxa de curtíssimo prazo, como ocorre quando os agentes de mercado antecipam mudanças na postura de política monetária; (b) a estrutura a termo de juros determina o custo nominal do crédito para as diferentes modalidades/prazos contratuais; (c) as decisões de consumo e de investimento privados são afetadas, entre outros fatores, pelo custo esperado do crédito em termos reais; e (d) há defasagens no mecanismo de transmissão da política monetária, de modo que as alterações na taxa básica não afetam instantaneamente o custo real do crédito, nem, por conseguinte, a própria demanda agregada.

No box de setembro de 2003, foram apresentadas evidências de retomada da atividade econômica, em resposta à queda das taxas longas de juros a partir de março daquele ano, que por sua vez se deveu à antecipação pelos agentes privados do relaxamento monetário iniciado em junho daquele ano pelo Copom. Com efeito, a curva de juros de

mercado tornou-se negativamente inclinada no segundo trimestre de 2003. Esse fato criou condições para a redução da taxa de juros aplicada nas operações de crédito, impulsionando a retomada da atividade econômica a partir do terceiro trimestre daquele ano. O boxe de março de 2005 destacou que as taxas longas anteciparam em alguns meses o processo de contração monetária iniciado pelo Banco Central em meados de 2004. Entretanto, houve um rápido retorno da inclinação negativa da curva de juros na segunda metade de 2005, que foi acompanhada, a partir de então, pela redução do *spread* entre taxas de juros longas e a taxa de curtíssimo prazo, dando início a um forte crescimento da economia impulsionado pela expansão do crédito, o qual atingiu a casa dos 34,7% do Produto Interno Bruto (PIB) ao final de 2007.

A evolução recente da estrutura a termo, além de não apresentar desenvolvimento inédito, não configura perda de efetividade da política monetária. Com efeito, o que ocorreu desde o final do ano passado foi um processo semelhante ao verificado no início de 2001, no segundo semestre de 2002 e no de 2004. Por outro lado, é inverso ao verificado no segundo trimestre de 2003 e ao longo do período de março de 2005 até meados de 2007, oportunidades em que as taxas de juros de mercado anteciparam o relaxamento da postura de política monetária ao quadro mais favorável que se delineava para a inflação.

Gráfico 1 – Taxa Selic, taxa swap de 180 e de 360 dias (%)

Gráfico 2 – Taxa de juros e custo do crédito (%)
Desconto de duplicatas

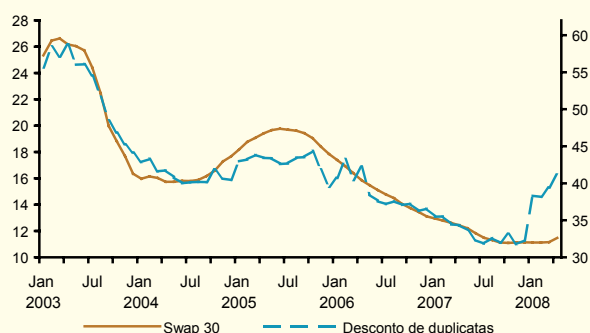


Gráfico 3 – Taxa de juros e custo do crédito (%)
Vendedor

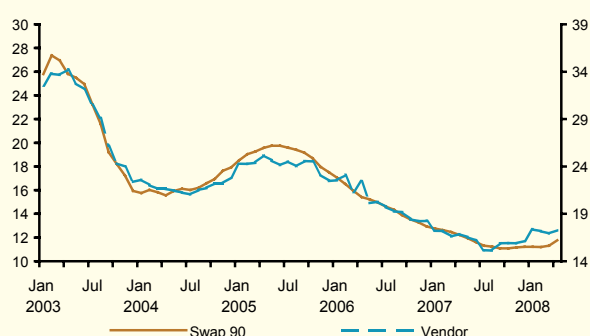


Gráfico 4 – Taxa de juros e custo do crédito (%)
Crédito pessoal

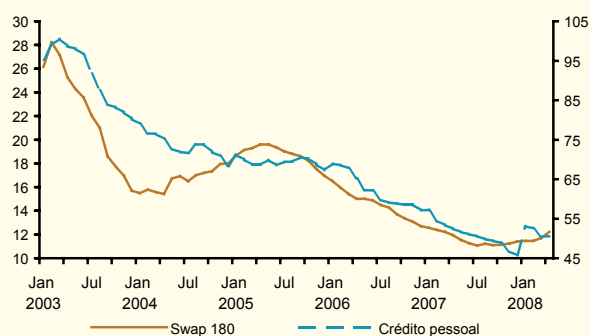
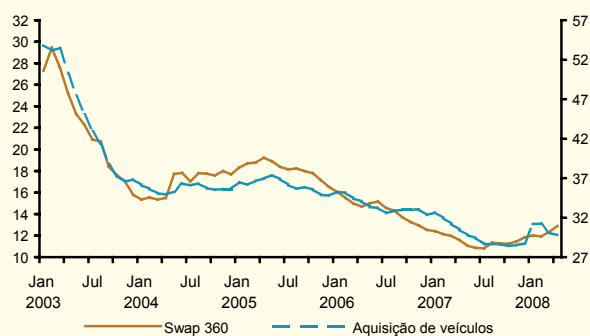


Gráfico 5 – Taxa de juros e custo do crédito (%)
Aquisição de veículos



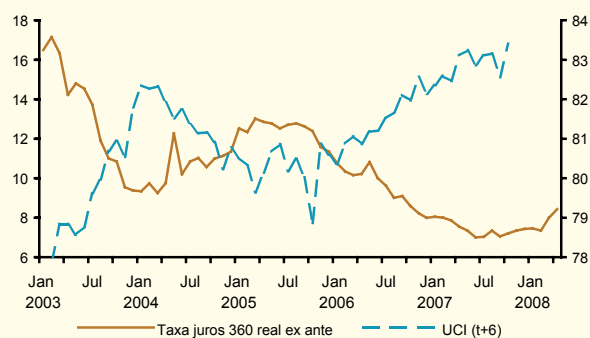
Por exemplo, tem havido o crescimento acelerado da oferta de crédito, bem como inovações na área creditícia, com a institucionalização de novas modalidades de empréstimo para pessoas físicas (crédito consignado em folha de pagamento), as quais, por envolverem menores riscos de crédito, contribuíram para reduzir o *spread* médio. Deve-se mencionar ainda o ambiente de maior confiança dos agentes econômicos no desempenho da economia, possibilitando um alongamento dos prazos médios das operações de crédito.

Já os movimentos de curto prazo das taxas de empréstimo estão mais estreitamente ligados à instância da política monetária e, principalmente, ao comportamento das taxas de juros de mercado. Os Gráficos 2, 3, 4 e 5 ilustram os vínculos entre as taxas de juros de mercado para diferentes maturidades com o custo do crédito ao tomador em modalidades específicas. Os gráficos deixam evidente a existência de estreita correlação entre as várias curvas especificadas, embora tenha havido um aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) no início do ano (Decreto nº 6.339, de 3 de janeiro de 2008) para compensar o fim da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), que contribuiu de forma importante para explicar o aumento recente dos juros nas operações de crédito.

Nesses gráficos, no primeiro trimestre de 2008, observa-se impacto mais pronunciado do aumento do IOF sobre o custo das operações de desconto de duplicatas e *vendedor*, já que esse imposto é proporcionalmente maior para as operações de prazo mais curto e os *swaps* de juros para esses prazos pouco se alteraram no período. Por outro lado, para as operações mais longas – crédito pessoal e financiamento de automóveis –, é mais claro o efeito do aumento antecipado das taxas longas em resposta às perspectivas de elevação da Selic.

Finalmente, em relação à resposta da atividade econômica aos estímulos da política monetária, não há evidência que sustente qualquer padrão de anormalidade no passado recente. Como revela o Gráfico 6, que apresenta a taxa de juros 360 dias em termos reais (deflacionada pela inflação esperada), comparada à Utilização da Capacidade Instalada (UCI), medida pela Confederação Nacional

Gráfico 6 – Taxa de juros reais (360 dias) e Utilização da Capacidade Instalada (t+6)



da Indústria (CNI), dessazonalizada e com uma defasagem de seis meses, nota-se que a política monetária implementada nesses últimos anos tem permitido adequar o crescimento do produto ao ritmo de expansão da capacidade produtiva.

Notas da 134ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 15 e 16/04/2008

Local: Sala de reuniões do 8º andar (15/04) e do 20º (16/04) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h50 (15/04) e 16h50 (16/04)

Horário de término: 18h50 (15/04) e 19h40 (16/04)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Alvir Alberto Hoffmann
Anthero de Moraes Meirelles
Antonio Gustavo Matos do Vale
Maria Celina Berardinelli Arraes
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 15)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –
Departamento de Estudos e Pesquisas (também
presente no dia 16)
Luiz Donizete Felício – Departamento de
Operações do Mercado Aberto
Luiz Fernando Cardoso Maciel – Departamento de
Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
– Departamento de Operações das Reservas
Internacionais
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de
Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 15)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do
Departamento de Estudos e Pesquisas
Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de
Imprensa
Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-
Executivo

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) se manteve praticamente estável em março, em 0,48%, ante 0,49% em fevereiro. Com isso, a inflação alcançou 1,52% no primeiro trimestre de 2008, ante 1,26% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação continuou em aceleração. De fato, após atingir 4,56% em janeiro, se deslocou para 4,61% em fevereiro e 4,73% em março (2,96% em março de 2007). Sob esse critério de comparação, a aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que subiram mais rapidamente do que os preços administrados e monitorados por contrato. Com efeito, o incremento dos preços livres e dos administrados alcançou,

respectivamente, 6,03% e 1,83% em doze meses até março, ante 2,82% e 3,15% até março de 2007. Além disso, note-se que, a despeito da apreciação cambial observada, a variação dos preços de bens comercializáveis mostrou aceleração e atingiu 5,33% (1,10% em março de 2007) na mesma base de comparação. No que se refere aos itens não comercializáveis, em grande parte impulsionada pelo comportamento dos preços de alimentos *in natura* e de serviços, a inflação acumulada em doze meses foi ainda mais elevada (6,67%). O comportamento recente do IPCA tem sido notadamente menos favorável do que em trimestres anteriores, de modo que desde o final de 2007 a inflação dá sinais de que poderia estar divergindo da trajetória das metas, tendo atingido 2,97% nos últimos seis meses.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central mostraram comportamento dispar nos três primeiros meses do ano. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio deslocou-se de 0,40% em janeiro para 0,69% em fevereiro (sob o impacto da elevação sazonal do item educação), mas recuou para 0,36% em março. Por seu turno, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização deslocaram-se de 0,37% e 0,41% em janeiro de 2008, para 0,27% e 0,36% em fevereiro e 0,39% e 0,41% em março, respectivamente. Assim como para o índice pleno, a inflação acumulada no primeiro trimestre de 2008 pelas três medidas de núcleo exibiu sensível aceleração frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 1,17%, 0,92% e 0,81% para 1,46%, 1,03% e 1,18% para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente. No que se refere ao acumulado em doze meses, a aceleração da inflação plena observada nos últimos meses tem sido acompanhada pelas três medidas de núcleo. Com efeito, o núcleo por exclusão mostrou substancial elevação, deslocando-se de 4,09% em janeiro para 4,27% em fevereiro e 4,41% em março. O mesmo ocorreu com o núcleo por médias aparadas com suavização (4,02% em janeiro, 4,05% em fevereiro e 4,16% em março), ao passo em que o núcleo por médias aparadas sem suavização, que apresenta menos inércia, avançou de 3,68% em janeiro para 3,83% em fevereiro e 4,01% em março. Ainda em relação ao acumulado em doze meses, as medidas de núcleo, apesar de permanecerem abaixo do valor central da meta para a inflação, atualmente se posicionam em

patamares consideravelmente superiores aos valores mínimos históricos registrados em 2007.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou para 0,38% em fevereiro (0,99% em janeiro), mas acelerou para 0,70% em março. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI acelerou de 8,49% em janeiro para 8,65% em fevereiro e 9,18% em março, ante 4,49% em março de 2007. Em doze meses até março, o incremento do IGP-DI refletiu tanto o comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), com variação de 4,52% (2,69% em março de 2007), quanto o do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com incremento de 11,39% (5,09% em março de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 6,69% (5,25% em março de 2007). No que se refere especificamente ao IPA agrícola, a variação atingiu 24,68% (12,83% no acumulado em doze meses até março de 2007). Cabe destacar a aceleração dos preços industriais, processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que parece ter se intensificado recentemente. No primeiro trimestre de 2008, o IPA industrial acumulou variação de 2,63%, ante 0,18% no mesmo período de 2007. A inflação dos preços industriais no atacado, acumulada em doze meses, saiu de 4,42% em dezembro de 2007 para 5,26% em janeiro, 6,20% em fevereiro e 6,98% em março de 2008. Conforme destacado nas 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. Após a última reunião do Copom, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os dados do PIB no quarto trimestre de 2007, bem como os resultados para o ano com um todo. Os dados mostraram aceleração substancial da taxa de crescimento no último trimestre de 2007, quer sob o critério da variação acumulada no ano (5,4%, ante 5,1% no terceiro trimestre), quer no que se refere à comparação interanual (6,2%, ante 5,6% no trimestre anterior). Do ponto de vista da demanda agregada, chama atenção a aceleração da formação bruta de capital fixo, que cresceu 16% ante o quarto trimestre

de 2006 e, em especial, a mudança de patamar no ritmo de expansão do consumo doméstico, que tende a ser menos volátil que o investimento ao longo do ciclo, de 6,0% para 8,6%, sob o mesmo critério de comparação. Do lado da oferta agregada, foi destaque a aceleração do setor de serviços, com expansão interanual de 5,3% ante 4,6% no trimestre anterior.

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, avançou 0,2% em fevereiro, após recuo de 0,3% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 1,7% verificada em janeiro, a produção física da indústria recuou 0,5% em fevereiro, resultado que derivou em parte de paralisação técnica no setor farmacêutico. Note-se ainda que a produção, tanto para a indústria geral quanto para a indústria de transformação, mostra crescimento de 9,2% no ano. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exhibe consistente aceleração, de 6,3% em dezembro de 2007 para 8,5% em janeiro de 2008 e 9,7% em fevereiro. Os dados já divulgados referentes a 2008 apontam, em suma, para continuidade do ciclo de expansão da produção industrial, que continuará a ser favorecida por diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito, do emprego e da renda, os impulsos fiscais e, em alguns segmentos, a recomposição de estoques.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital avançou expressivos 3,1% em fevereiro, após estabilidade em janeiro. No que se refere às demais categorias de uso, o destaque foi a produção de bens de consumo duráveis, com aumento de 0,9% (5,9% em janeiro). O cenário de sólida expansão da produção de bens de capital verificado em 2007, decorrente, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade do crescimento da economia, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica, parece estar persistindo neste ano. Por sua vez, o dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito da economia, quando comparadas aos padrões históricos. Note-se que a emergência de sinais apontando pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção, como

sugerem algumas sondagens industriais, indica que eventuais reduções no ritmo de expansão da atividade industrial poderiam estar associadas às restrições da capacidade produtiva.

7. O mercado de trabalho permanece com desempenho bastante favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) avançou, seguindo o padrão sazonal, de 7,4% em dezembro de 2007 para 8% em janeiro e 8,7% em fevereiro (a menor para o mês na série histórica). Com isso, a taxa de desemprego média no primeiro bimestre foi 1,2 p.p. inferior àquela observada em igual período de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego deslocou-se de 8,5% em janeiro para 8,6% em fevereiro, permanecendo em patamar próximo ao menor nível da série histórica. Em fevereiro, o rendimento médio real habitualmente recebido apresentou alta de 1,1% em relação a janeiro e de 2,5% ante fevereiro de 2007. Em consequência, em fevereiro, a expansão da massa salarial real alcançou 6,2%, ante fevereiro de 2007 (expansão de 7,1% em janeiro de 2008, por esse critério de comparação), continuando a constituir fator-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação recuou 0,1% em fevereiro (+0,8% em janeiro), segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, a variação do pessoal empregado atingiu 4,9%, implicando variação de 4,0% no acumulado em doze meses. Ainda sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do processo de forte expansão do emprego formal celetista neste início de ano, com a criação de 205 mil postos de trabalho em fevereiro (ante 142,9 mil em janeiro), recorde histórico para o mês de fevereiro e para o primeiro bimestre do ano. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,5% no nível de emprego formal em fevereiro, e dados observados apontam incremento de 6,1% ante fevereiro de 2007, a maior taxa, nessa base de comparação, desde abril de 2005, uma evidência de forte dinamismo no mercado de trabalho. O setor de serviços foi o que mais admitiu em fevereiro, com a abertura de 74,4 mil postos, seguido pela indústria de transformação (46,8 mil), o melhor desempenho da série para o mês de fevereiro, e pela construção civil (27,6 mil). O comércio

abriu 13,8 mil vagas. O setor agrícola foi responsável pelo acréscimo de 25,2 mil postos de trabalho, saldo recorde no período, resultado que pode ser creditado às atividades relacionadas ao cultivo da cana-de-açúcar no Centro-Sul e ao cultivo da soja.

8. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais de arrefecimento. A despeito do recuo de 1,5% em comparação a janeiro, em fevereiro o volume de vendas do comércio varejista, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, foi 12,2% superior ao verificado em fevereiro de 2007, mostrando, nessa base de comparação, aceleração na margem. Destacam-se as vendas de “móveis e eletrodomésticos”, que cresceram 22,3%. O crescimento sólido do comércio varejista tem refletido tanto o desempenho dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Por sua vez, o comércio varejista ampliado, que também compreende a comercialização de “veículos, motos, partes e peças” e de “material de construção”, avançou 1% em fevereiro, ante o mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada pelo IBGE, e 18,1% na comparação com fevereiro de 2007. Para os próximos trimestres, a perspectiva é de continuidade do atual ciclo expansionista do comércio varejista, cujos fatores de propulsão continuarão a ser o crescimento dos níveis de emprego e da renda, a expansão do crédito e a manutenção da confiança do consumidor em níveis elevados. Indicadores setoriais, por exemplo, referentes a vendas de automóveis no primeiro trimestre deste ano, corroboram essa avaliação.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 83,2% em fevereiro, mesmo nível que em janeiro, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, e se manteve próximo ao patamar recorde da série. A série dessazonalizada pela própria CNI atingiu 82,9%, ante o máximo de 83,3% observado em novembro. Considerando a série sem ajuste sazonal, em fevereiro o Nuci se situou 1,5 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso a taxa média do primeiro bimestre foi 1,6 p.p. superior à observada em igual período de 2007. Por sua vez, o Nuci trimestral

calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) atingiu 85,2% em março, segundo a série observada, 2,1 p.p. acima do patamar registrado em março de 2007. Para os setores de bens de consumo, bens de capital e material de construção, as taxas de utilização encontravam-se em março 4,3, 4,4 e 3,4 p.p. acima daquelas observadas no mesmo mês de 2007, respectivamente. A redução da capacidade ociosa, em relação às margens usualmente observadas, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. De fato, em fevereiro de 2008, dados ajustados sazonalmente indicaram que a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (1,8%), consubstanciado no vigoroso incremento das importações (6,8% em volume) e na produção de bens de capital (3,1%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 1,2% no mesmo período, mostrando forte desempenho. Dados recentes sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, não tem sido suficiente para conter tal processo. Nesse contexto, a maturação tempestiva de projetos de investimento será fundamental para circunscrever os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica no horizonte relevante para a política monetária. 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 serviços para o adequado atendimento à demanda.

10. A balança comercial continua a apresentar desempenho robusto, para o padrão histórico, em que pese a já antecipada perda de vigor na margem, fato que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. O saldo acumulado nos doze meses até março totalizou US\$34,1 bilhões (25,5% inferior ao verificado em março de 2007). Esse resultado adveio de US\$165,3 bilhões em exportações e US\$131,2 bilhões em importações, com crescimentos de 16,1% e de 36,0%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em março de 2007. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em razão tanto do fortalecimento do real como do maior

nível de atividade econômica no país, a despeito das elevadas cotações de diversas *commodities* características da pauta exportadora brasileira. A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse déficit de US\$4,9 bilhões em doze meses até fevereiro de 2008, equivalente a 0,4% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até fevereiro, a US\$36,5 bilhões, equivalente a 2,8% do PIB.

11. No que se refere ao cenário externo, consolida-se o quadro de desaceleração da economia dos Estados Unidos da América (EUA), evidenciado pelos dados sobre atividade no quarto trimestre de 2007 e primeiro trimestre de 2008, mas continua a incerteza quanto à intensidade e duração desse processo. Estatísticas mais recentes sobre o mercado imobiliário e a demanda por bens de consumo, bem como índices de confiança e outros indicadores antecedentes, apontam para desaquecimento pronunciado. Persistem dúvidas sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre instituições financeiras nos EUA e na Europa e quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias. A visão dominante ainda parece ser a de que, mesmo que possivelmente intensa, a desaceleração não seria prolongada, mas avaliações mais negativas vêm se tornando mais disseminadas. Em parte, essas avaliações refletem dúvidas sobre a capacidade de as medidas de política monetária implementadas pelo banco central dos EUA (às quais se somarão estímulos fiscais) suavizarem de forma tempestiva o enfraquecimento daquela economia, ante as persistentes dificuldades do sistema financeiro. A despeito da redução, nas últimas semanas, da percepção de risco sistêmico, em decorrência da atuação do banco central americano e da re-capitalização de instituições importantes, tais dificuldades poderiam ser agravadas por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, o que reforçaria a tendência, já evidente, à contração das condições financeiras, aumentando o risco de intensificação da desaceleração. As perspectivas para a atividade na Europa, a despeito de alguns indicadores favoráveis na Alemanha, e no Japão também continuam se deslocando em direção negativa, ainda que, até o momento, sem suscitar o grau de preocupação que cerca a atividade econômica nos

EUA. Por outro lado, o forte crescimento apresentado por grandes economias emergentes da Ásia, que, até agora, aparentemente foram pouco afetadas pela crise hipotecária nos EUA, tem constituído contraponto aos efeitos da desaceleração das economias maduras. De fato, a pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção tem suscitado elevação da inflação em diversas economias emergentes, muitas das quais estão, conseqüentemente, vivendo ciclos de contração monetária. Nas economias maduras, as perspectivas para a política monetária são mais diversas. Onde as pressões inflacionárias são mais moderadas e os efeitos da contração do crédito mais pronunciados, a tendência indica relaxamento monetário adicional. Por outro lado, nos casos em que as taxas de inflação se encontram em patamares elevados em relação às respectivas metas, o escopo para reação aos efeitos contracionistas da crise de crédito parecem ser mais limitados. Nesse contexto, os indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais mantiveram-se em patamares relativamente elevados desde a última reunião deste Comitê, embora tenham mostrado certo recuo na margem. Mesmo que os preços de ativos brasileiros exibam, em grau diverso, sensibilidade frente ao cenário internacional, a atividade econômica no Brasil não parece, até o momento, ter sido afetada de forma relevante pela persistente deterioração da confiança nos mercados financeiros globais, e, ainda que não isolada dos desenvolvimentos econômicos externos, a economia brasileira tende a continuar sua trajetória de crescimento, que vem sendo sustentado essencialmente pela demanda doméstica.

12. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, mais uma vez elevou-se consideravelmente desde a última reunião do Copom e continua altamente volátil. Esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial, que têm impedido a recuperação dos níveis de estoques tradicionalmente observados, além de tensões geopolíticas recorrentes. 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 2008, ainda que a probabilidade de se configurar um cenário alternativo venha aumentando. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do

comportamento dos preços domésticos da gasolina, a elevação consistente dos preços internacionais do petróleo se transmite à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos. Os preços de outras *commodities*, especialmente grãos, que também haviam mostrado elevação importante antes da última reunião do Copom, a despeito do maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, e da turbulência nos mercados financeiros globais, recuaram nas últimas semanas, com a aparente desmontagem de posições defensivas de investidores financeiros, mas continuam mostrando altas expressivas no ano.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) comparadas aos valores considerados na reunião do Copom de março, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2008;

b) na comparação com a reunião do Copom de março, a projeção de reajuste da tarifa de telefonia fixa permaneceu em 3,5% para o acumulado de 2008, e, no caso do preço da eletricidade, a projeção para o acumulado de 2008 foi alterada de 1,1% para 0,1%;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2008 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 30,09% do total do IPCA de março;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi mantida em 4,5%. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) o modelo de projeção do *swap* de 360 dias – utilizado em substituição ao modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR), baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias – estima *spread* da taxa de *swap* de 360 dias sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 83 p.b. no quarto trimestre de 2008. A trajetória do *swap* indica, ainda, que o *spread* recua para 55 p.b. no último trimestre de 2009. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

14. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do PIB em 2008 e em 2009, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

15. Desde a reunião do Copom, realizada em março, houve substancial incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2008, que passou de 4,41% para 4,66%. As expectativas para doze meses à frente também se elevaram, de 4,30% para 4,38%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2009, as expectativas de inflação se deslocaram de 4,30% para 4,40%.

16. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,70 e da taxa Selic em 11,25% em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2008 elevou-se significativamente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março, e encontra-se 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 2008 também sofreu forte elevação em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, e também se posiciona acima do centro da meta de inflação. No que diz respeito a 2009, a projeção do cenário de referência elevou-se em relação ao valor previsto na

reunião de março, enquanto a projeção do cenário de mercado sofreu redução. Essas projeções, em ambos os cenários, superaram o valor central de 4,50%.

Implementação da política monetária

17. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda doméstica continua bastante robusto, mostrando aceleração em alguns segmentos e regiões no primeiro trimestre do ano, e responde, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias que têm sido observadas no curto prazo, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento. Mesmo no contexto de uma desaceleração moderada da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, o Comitê acredita, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Por outro lado, há sinais de que pressões inflacionárias relevantes tanto em economias maduras quanto nas emergentes, estariam se intensificando, evidenciando a presença de riscos inflacionários em escala global. O Copom reitera a visão, expressa em Notas de reuniões anteriores, de que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada representa fator de risco de sinal ambíguo. Por um lado, ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o potencial arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. Por outro lado, o supracitado cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos. No caso de desaceleração nas economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia elevar-se, reduzindo assim a demanda por ativos brasileiros e determinando depreciação de seus preços. Além disso, no médio prazo, uma possível redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros. Diante da deterioração das perspectivas para a inflação, em

ambiente de maior incerteza, o Comitê avalia que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno aumentou. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos se estendam no tempo. Em particular, cabe à política monetária atuar para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de preços não levem, por meio de uma piora das expectativas, à deterioração persistente da dinâmica inflacionária.

18. O Copom considera que se elevou a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê entende que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que mostraram elevação significativa nas últimas semanas e que continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo tenha o efeito de moderar a inflação no setor de transacionáveis, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor de não transacionáveis, por exemplo, nos preços dos serviços. Nesse contexto, o Copom conduzirá suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, irá acompanhar atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, assim como das expectativas de inflação dentro do horizonte de projeção, estando pronto a ajustar a postura de política monetária de forma a evitar a consolidação de um cenário no qual reajustes pontuais se transformem em reajustes persistentes ou generalizados de preços.

19. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco

macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O Copom avalia que a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e da oferta agregadas, converjam ao longo do período relevante para a política monetária.

20. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

21. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para este e para os próximos trimestres. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão impactos concentrados no segundo semestre de 2008 e em 2009.

22. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Esse fator, aliado à ajuda do setor externo, vem atuando para mitigar pressões inflacionárias, que de outra forma seriam ainda mais intensas. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelas transferências fiscais e pelo crescimento da renda e do crédito, continua colocando riscos para a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e o da demanda torna-se ainda mais relevante na avaliação

das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

23. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo, em momentos como o atual, caracterizado pela deterioração da dinâmica inflacionária corrente e esperada. Nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da implementação da política monetária. Assim sendo, na avaliação do Copom, respaldada pela experiência internacional, a atuação da política monetária tende a ser mais efetiva, atingindo seus objetivos com maior rapidez, quando a deterioração da dinâmica inflacionária está em seus estágios iniciais, do que quando esta se encontra consolidada.

24. O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustram a aceleração de certos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguiria evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo já se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas tende a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, contribuir para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a

inflação. Ao permanecer pronto para atuar enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, o Comitê entende que está, de fato, contribuindo para a sustentação do crescimento, o que requer estabilidade, previsibilidade e a conseqüente extensão do horizonte de planejamento das empresas e famílias, bem como para resguardar os importantes incrementos na renda real dos assalariados observados nos últimos anos.

25. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés. O Comitê entende que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros irá contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como conseqüência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado.

26. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo ainda estão atuando sobre a economia. Por sua vez, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, parece estar se tornando menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária atuar de forma a evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação, pelo Comitê neste momento, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

27. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 03 de junho de

2008, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 16.051, de 3/9/2007.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

28. O IPCA variou 0,48% em março, ante 0,49% em fevereiro e 0,37% em março de 2007. No primeiro trimestre do ano, a variação do IPCA atingiu 1,52%, comparativamente a 1,26% no mesmo período de 2007. A variação do índice em doze meses passou de 4,61% em fevereiro para 4,73% em março.

29. Os preços dos alimentos aumentaram 0,89% em março ante 0,60% no mês anterior, contribuindo com 0,2 p.p. para o resultado do IPCA no mês. Os grupos habitação e transportes, com altas respectivas de 0,65% e 0,42%, contribuíram igualmente com 0,09 p.p. para a variação mensal do índice. Os preços livres desaceleraram, com elevação de 0,48% ante 0,66% em fevereiro, enquanto os preços monitorados registraram trajetória inversa, com alta de 0,47% ante 0,10% no mês anterior. Em doze meses até março, os preços livres aumentaram 6,03% e os preços monitorados, 1,83%, ante 5,98% e 1,57%, respectivamente, no mês anterior. Dentre os preços livres, a alta, em doze meses, dos preços dos produtos comercializáveis passou de 5,00% em fevereiro para 5,33% em março, enquanto a variação dos preços dos produtos não comercializáveis mostrou desaceleração, passando de 6,89% para 6,67%, acompanhando a mesma tendência dos preços dos serviços, que passaram de 5,19% em fevereiro para 5,11% em março, na mesma base de comparação.

30. Em relação aos núcleos de inflação, observou-se aceleração nos núcleos por médias aparadas e desaceleração, por razões sazonais, no núcleo por exclusão (sem alimentos no domicílio e monitorados) em março, enquanto todas as variações em doze meses subiram em relação a fevereiro. O núcleo por exclusão variou 0,36% em março, ante 0,69% em fevereiro, acumulando 4,41% em doze meses, maior taxa desde maio de 2006, ante 4,27% no mês anterior. Pelo critério de médias aparadas com suavização, o

núcleo variou 0,39% em março, comparativamente a 0,27% em fevereiro, totalizando 4,16% em doze meses. O núcleo por médias aparadas sem suavização aumentou 0,41% em março, ante 0,36% em fevereiro, acumulando 4,01% em doze meses, também a maior taxa desde maio de 2006.

31. O IGP-DI cresceu 0,70% em março, ante 0,38% em fevereiro, acumulando variação de 2,08% no primeiro trimestre do ano e 9,18% em doze meses. Os três componentes do índice apresentaram aceleração no mês, com destaque para os preços dos alimentos, tanto no atacado como ao consumidor. O IPA-DI variou 0,80%, ante 0,52% no mês anterior, e totalizou elevação de 11,39% em doze meses. A variação mensal do IPC-Br atingiu 0,45%, após apresentar estabilidade em fevereiro, acumulando 4,52% em doze meses. A variação do INCC passou de 0,40% em fevereiro para 0,66% em março, com elevação de 6,69% em doze meses.

32. A aceleração da variação do IPC-Br refletiu o comportamento de cinco dos sete grupos, com destaque para alimentação (0,62% ante -0,38%) e habitação (0,47% ante 0,09%). No atacado, tanto os preços agrícolas como os preços industriais registraram maior elevação em março, destacando-se as altas registradas nos preços de tomate, adubos e fertilizantes compostos, bovinos, minério de ferro e leite *in natura*, enquanto soja, mandioca, café, milho e aves foram os destaques entre os preços em queda.

Atividade econômica

33. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas varejistas aumentou 12,2% em fevereiro de 2008 em comparação com o mesmo mês do ano anterior, registrando-se crescimento generalizado das vendas em todos os segmentos, com ênfase para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 38,9%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 27,5%; móveis e eletrodomésticos 22,3%; livros, jornais, revistas e papelaria, 17,9%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 14,1%. As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 18,1%, influenciadas pela

expansão de 30,5% no segmento automotivo e de 19% para material de construção.

34. O volume de vendas no comércio apresentou queda de 1,5% em fevereiro em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados, registrando-se, no período, elevação de 12,4% nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, e recuos nas relativas a tecidos, vestuário e calçados, 4%; hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 3,8%; e tecidos, artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 2,8%. As vendas do comércio varejista ampliado aumentaram 1% no mês na série com ajuste sazonal, decorrente dos aumentos de 5,2% em veículos e motos e de 3,6% em material de construção.

35. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque e ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) cresceram 4,5% e 1,1%, respectivamente, em março, em relação ao mês anterior. Em comparação com março de 2007, registraram-se altas respectivas de 3,2% e 3,5%. No primeiro trimestre de 2008, esses indicadores aumentaram 6,5% e 6,3%, na mesma ordem, comparativamente ao mesmo período de 2007.

36. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos para a construção civil e a produção doméstica de bens de capital registraram acréscimos respectivos de 1,2% e 3,1% em fevereiro, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Na comparação com fevereiro de 2007, esses indicadores cresceram 12,9% e 25%, respectivamente. Relativamente à produção de bens de capital, a evolução positiva, nessa base de comparação, refletiu, principalmente, a expansão dos segmentos de máquinas agrícolas, 57,5%, e de equipamentos associados aos investimentos em infra-estrutura como transportes, 35,3%; construção, 26,3%; e energia elétrica, 19,9%.

37. As importações de bens de capital cresceram 6,8% em fevereiro em relação a janeiro, de acordo com dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. Em relação a fevereiro de 2007, o aumento

atingiu 55,3%, ratificando a trajetória expansionista dos investimentos na economia brasileira.

38. Indicadores da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, apontaram expansão da atividade industrial em fevereiro, com crescimentos de 1% e 0,6% do faturamento real e das horas trabalhadas na produção, respectivamente. Em comparação a fevereiro e ao primeiro bimestre de 2007, o faturamento real aumentou 11,5% e 10,9%, respectivamente, e as horas trabalhadas na produção, 8,8% e 7,8%, na mesma ordem. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) atingiu 83,2% em fevereiro, mantendo-se praticamente estável em relação a janeiro, considerados dados dessazonalizados, e, de acordo com a série observada, registrou-se elevação de 1,5 p.p. em relação a fevereiro de 2007.

39. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria recuou 0,5% em fevereiro, em comparação com o mês anterior, e a média móvel trimestral manteve-se estável, também na comparação mensal. Esses resultados foram influenciados pelo recuo de 33,2% na produção mensal da indústria farmacêutica, cujo peso na indústria geral é de aproximadamente 4,3%, refletindo efeitos da paralisação técnica em importante empresa do setor. Quatorze das vinte e sete atividades pesquisadas registraram aumento da produção física em fevereiro e, por categorias de uso, cresceram as produções de bens de capital e de bens de consumo duráveis, 3,1% e 0,9%, respectivamente. A produção de bens intermediários mostrou relativa estabilidade, -0,2%, após dois meses consecutivos de resultados positivos, quando acumulou expansão de 2,2%. A produção de bens de consumo semi e não duráveis diminuiu 3,9%, refletindo, principalmente, a ocorrência na indústria farmacêutica mencionada anteriormente. Em comparação com fevereiro de 2007, a atividade industrial aumentou 9,7%, com expansões em todas as categorias de uso, destacando-se as taxas de 25% em bens de capital e 20,7% em bens de consumo duráveis. No primeiro bimestre de 2008, comparativamente a igual período do ano anterior, essas taxas de crescimento atingiram 9,2%, 19,9% e 18,1%, respectivamente. No mesmo período, os acréscimos nas produções de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis alcançaram 9,2% e 3,5%, na ordem. Considerando a expansão da

atividade industrial em períodos de doze meses, a taxa de expansão passou de 6,3% em janeiro para 6,8% em fevereiro, denotando aceleração na margem, ao contrário das comparações mensais e da média móvel trimestral com dados dessazonalizados.

40. A produção de autoveículos atingiu 280,6 mil unidades em março, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), superando em 13,4% a do mesmo mês do ano anterior. As vendas totais de autoveículos cresceram 9,8%, com expansão de 17,1% nas vendas internas e queda de 8,8% nas vendas externas, em relação a março de 2007. Considerando dados dessazonalizados, a produção do setor cresceu 2,5% em relação a fevereiro, com acréscimos de 1,9% na produção de automóveis e comerciais leves e de 1,7% na de caminhões, enquanto a produção de ônibus recuou 1,5%. Comparativamente a março de 2007, as variações atingiram 13,3%, 21,5% e -0,6%, na mesma ordem. A produção de máquinas agrícolas diminuiu 6% ante a de fevereiro, conforme dados dessazonalizados, mas registrou acréscimos de 33,2% em relação a março de 2007 e de 56,2% no primeiro trimestre do ano em relação ao mesmo período do ano anterior.

41. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado em março pelo IBGE, a safra de grãos deverá atingir 140,5 milhões de toneladas em 2008, elevando-se 5,6% em relação à produção do ano anterior. A área plantada foi estimada em 46,5 milhões de hectares, com acréscimo de 2,5% em relação a 2007, sendo que as culturas de soja e milho respondem por 76% desse total. As boas condições meteorológicas estão contribuindo para a confirmação dos resultados favoráveis esperados, destacando-se os acréscimos de 8,1% na produção de arroz, de 7,5% na 1ª safra de milho e de 3,4% na produção de soja. O LSPA estimou, ainda, acréscimos de 7,9% na produção de cana-de-açúcar, com expansão de 8% na área plantada e de 22,9% na produção de café.

Expectativas e sondagens

42. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou elevação de 0,4% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), em março, em relação ao mês

anterior, resultado do avanço de 0,7% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), enquanto o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) se manteve estável. Comparativamente a março de 2007, o ICC elevou-se 15,2%, refletindo acréscimos de 15,7% no Icea e de 14,9% no IEC.

43. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o ICC aumentou 3,5% em março, em relação ao mês anterior, com aumentos de 5,2% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,6% no Índice de Expectativas (IE), que mede o esperado nos próximos seis meses. Em relação aos índices de março de 2007, a Sondagem registrou aumentos de 12,1% no ICC, 25,7% no ISA e 5,6% no IE.

44. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) aumentou 5,8% em março, em relação a fevereiro. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o ICI apresentou variação de 4,5% em março, ante 3,7% em fevereiro, após quatro meses consecutivos em que a expansão anual mostrava desaceleração. Em relação a fevereiro, o IE cresceu 8,3% e o ISA 3,8%, enquanto na comparação com março de 2007 os acréscimos atingiram 4,4% e 4,7%, na mesma ordem. Dentre os componentes do IE, destacou-se a alta mensal de nove pontos no indicador da situação dos negócios para os próximos seis meses, aproximando-o do recorde da série, ocorrido em julho de 2000. Na mesma base de comparação, os indicadores do emprego e da produção física previstos registraram acréscimos de 11 pontos, resultados que revelam a manutenção de expectativa favorável dos empresários para o futuro próximo.

45. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o Nuci atingiu 85,2% em março, elevando-se 0,5 p.p. em relação a fevereiro e 2,1 p.p. sobre março de 2007. O Nuci atingiu 89,9% na indústria de bens de capital, com acréscimo de 4,4 p.p. em relação a março de 2007, situando-se em patamar recorde. Na mesma base de comparação, o Nuci aumentou 1,4 p.p. nas indústrias de bens de consumo e 0,4 p.p. nas indústrias de bens intermediários, e recuou 1,3 p.p. na indústria de materiais de construção. Considerando os Quesitos Especiais dessa mesma Sondagem, as empresas consultadas informaram que, com base

no planejamento ou em decisões de investimento já aprovadas, a expansão da capacidade instalada da indústria de transformação prevista é de 11%, em média, para 2008 e de 22% para o triênio 2008-2010, os maiores percentuais dos últimos cinco anos. O nível atual da demanda interna e a expectativa de rentabilidade dos novos investimentos foram os principais fatores destacados pelas empresas como favoráveis para as decisões de investimento.

Mercado de trabalho

46. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 205 mil postos de trabalho formais em fevereiro de 2008, acumulando 347,9 mil no ano, recorde para o mês e para o bimestre. Os dados dessazonalizados indicaram crescimento mensal de 0,5% no nível de emprego, com aumento em todos os setores, destacando-se a construção civil, pela taxa de expansão de 1,6%, e o setor de serviços, pelo número de vagas criadas, 74,4 mil. No primeiro bimestre do ano, comparativamente ao mesmo período de 2007, a taxa de expansão do nível de emprego atingiu 6% e a construção civil foi o setor com a maior taxa de crescimento, 15,5%.

47. Conforme a PME realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 8,7% da População Economicamente Ativa (PEA) em fevereiro, a menor registrada para o mês na série histórica. Os dados dessazonalizados indicam que a taxa permaneceu praticamente estável, 8,6% ante 8,5% em janeiro. Em relação a fevereiro de 2007, a taxa de desemprego recuou 1,2 p.p., refletindo acréscimos de 3,6% no número de trabalhadores ocupados, 732 mil, e de 2,3% na PEA. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores do setor privado com carteira aumentou 8,4% na mesma base de comparação, representando 722 mil postos de trabalho, e o número de trabalhadores sem carteira diminuiu 3,4%, com destruição de 96 mil postos de trabalho. O número de trabalhadores por conta própria evoluiu 1,9% no mesmo período.

48. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas em

fevereiro aumentou 1,1% em relação a janeiro e 2,5% comparativamente a fevereiro de 2007, atingindo o valor mais elevado desde dezembro de 2002. A massa salarial real aumentou 0,6% em fevereiro em relação a janeiro e 6,2% na comparação com fevereiro de 2007.

49. O contingente de pessoal empregado na indústria recuou 0,1% em fevereiro, ante o mês anterior, conforme estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central. Em relação a fevereiro de 2007, esse indicador registrou alta de 0,5%. No primeiro bimestre 2007, observaram-se acréscimos de 5% no pessoal empregado e de 13% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

Crédito e inadimplência

50. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro cresceu 1,1% em fevereiro, acumulando expansão de 27,9% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as operações com recursos livres cresceram 1,3% e 32,8%, respectivamente, e as realizadas com recursos direcionados, 0,6% e 17,4%. Entre as operações de crédito com recursos livres, registre-se a manutenção do dinamismo das operações de arrendamento mercantil, cujos saldos contratados nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas se elevaram, na ordem, 120,8% e 78,9%, em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, assinalem-se, na mesma base de comparação, as expansões nos créditos destinados à habitação, 24,1%, e ao setor rural, 17,7%. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria registrou, em fevereiro, aumento de 1% em relação a janeiro e de 30,6% em doze meses. As operações para o comércio apresentaram expansão de 26,8% em doze meses, após aumento de 0,8% na comparação mensal.

51. A taxa média de juros ativa incidente sobre as operações de crédito referenciais atingiu 37,4% a.a. em fevereiro, elevando-se 0,1 p.p. em relação a janeiro. As taxas médias situaram-se em 49% a.a. nas operações com pessoas físicas e em 24,8% a.a. nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, comparativamente a 48,8% e 24,7%, respectivamente, no mês anterior.

52. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 369 dias em fevereiro,

ante 371 em janeiro e 302 dias em fevereiro de 2007. Nas operações para pessoas jurídicas, o prazo médio recuou quatro dias em fevereiro, alcançando 303 dias, e, nas operações realizadas com pessoas físicas, atingiu 447 dias, ante 376 dias no mesmo mês do ano anterior.

53. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 4,3% em fevereiro, recuando 0,7 p.p. em relação ao mês correspondente de 2007. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas atingiram, na ordem, 2% e 7,1%, apresentando reduções respectivas de 0,8 p.p. e 0,2 p.p., no mesmo período.

54. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 7,6% em março, ante 7,1% no mesmo mês do ano anterior.

Ambiente externo

55. Cresce a percepção de um declínio mais severo e prolongado na atividade econômica norte-americana, com impactos negativos sobre o desempenho da economia mundial. O *Federal Reserve* reconhece que haverá uma suave recessão no primeiro semestre na economia estadunidense, seguida de modesta recuperação no segundo semestre.

56. Na Europa, os temores sobre o mercado imobiliário do Reino Unido aumentaram de intensidade. Depois de vários bancos terem adotado políticas mais restritivas para a concessão de hipotecas, os preços dos imóveis britânicos caíram 2,5% em março, a maior retração dos últimos dezesseis anos. O crescimento econômico da Área do Euro desacelerou nos últimos três meses de 2007, à medida que os gastos do governo e dos consumidores diminuíram. Segundo dados finais divulgados, o Produto Interno Bruto (PIB) dos treze países que adotavam o euro cresceu 0,4% no quarto trimestre, em relação ao terceiro, e avançou 2,2% ante o quarto trimestre de 2006.

57. Fato marcante neste início de 2008 é o caráter refratário do processo inflacionário, mesmo diante da desaceleração global. Alimentos e energia continuam ditando o ritmo da inflação, que se alastra globalmente. Além das grandes economias, destaca-se a alta da

inflação em Hong Kong (6,3%), Índia (6,11%) e Arábia Saudita (8,7%, a maior alta em 27 anos). Situação semelhante preocupa os bancos centrais na América Latina, Rússia e Filipinas, entre outros.

58. Na China, a inflação alcançou seu valor recorde em doze anos – 8,7% a.a. em fevereiro, com destaque para os preços de alimentos que, apenas em fevereiro, apresentaram alta de 23,3%. Nos EUA, o recuo da atividade tem compensado as pressões de preços de alimentos e energia, que se somam ao efeito do câmbio desvalorizado.

Comércio exterior e reservas internacionais

59. O saldo da balança comercial de março atingiu US\$1 bilhão, acumulando superávits de US\$2,8 bilhões no ano e de US\$34,1 bilhões em doze meses. No primeiro trimestre, as exportações atingiram US\$38,7 bilhões e as importações, US\$35,9 bilhões, com expansões respectivas de 13,8% e de 41,8%, comparativamente ao mesmo período de 2007.

60. Em março, as exportações atingiram US\$12,6 bilhões, o que representou média diária de US\$630,7 milhões, 7,6% maior que a observada no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$11,6 bilhões, média diária de US\$580,1 milhões, 33,2% superior a março do ano anterior. Essas importações, tanto em valor quanto na média diária, constituíram-se em recorde para meses de março.

61. As reservas internacionais totalizaram US\$195,2 bilhões em março, com aumentos de US\$2,3 bilhões no mês e de US\$14,9 bilhões na comparação com o final do ano anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

62. No período posterior à reunião do Copom de março, a curva de juros futuros apresentou elevação em toda sua extensão, com aumento da inclinação. A percepção dos agentes econômicos quanto ao teor das Notas da reunião de março do Copom e ao Relatório Trimestral de Inflação, a divulgação de índices de inflação corrente acima das projeções de mercado, o aumento das expectativas inflacionárias e a piora do cenário externo foram os fatores determinantes para

esse movimento das taxas de juros. De 3 de março a 14 de abril, as taxas de um, de três e de seis meses subiram, respectivamente, 0,31 p.p., 0,50 p.p. e 0,70 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos apresentaram elevação de 0,95 p.p., 0,88 p.p. e 0,90 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 7,31%, em 3 de março de 2008, para 8,07%, em 14 de abril de 2008.

63. Em 26 de março, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso, efetuando a rolagem integral do vencimento de 1º de abril. Essa operação somou o equivalente a US\$2,0 bilhões.

64. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 4 de março a 14 de abril, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$84,6 bilhões, dos quais R\$59,0 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em trinta oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$29,1 bilhões. Além disso, em 6, 17 e 26 de março e em 1º de abril, o Banco Central tomou recursos pelos prazos de 29, 9, 16 e 12 dias úteis, nos montantes de R\$83,8 bilhões, R\$8,9 bilhões, R\$19,9 bilhões e R\$29,2 bilhões, respectivamente, o que resultou no saldo diário médio de R\$108,6 bilhões para essas operações tomadoras de curto prazo.

65. Entre 4 de março e 14 de abril, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$28,2 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$13,1 bilhões, sendo R\$9,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2008, 2009 e 2010, e R\$3,4 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012, 2014 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram

R\$9,7 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2012 e 2014. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$5,4 bilhões.

66. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em outubro de 2008 e em abril e julho de 2009, conjugada com a compra de LTN

de vencimento em abril e julho de 2008, em um total de R\$2,8 bilhões. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega de outros títulos somaram R\$4,9 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2012 e 2014, no montante de R\$2,2 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2008, e leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$2,0 bilhões e R\$0,3 bilhão, respectivamente.

Notas da 135ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 03 e 04/06/2008

Local: Sala de reuniões do 8º andar (03/06) e do 20º (04/06) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h50 (03/06) e 17h30 (04/06)

Horário de término: 19h10 (03/06) e 19h00 (04/06)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Alvir Alberto Hoffmann
Anthero de Moraes Meirelles
Antonio Gustavo Matos do Vale
Maria Celina Berardinelli Arraes
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 03)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –
Departamento de Estudos e Pesquisas (também
presente no dia 04)
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 03)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do
Departamento de Estudos e Pesquisas
Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de
Imprensa
Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-
Executivo

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) se acelerou, em abril, para 0,55%, ante 0,48% em março e 0,49% em fevereiro. Com isso, a inflação alcançou 2,08% no primeiro quadrimestre de 2008, ante 1,51% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação continuou em aceleração. De fato, após atingir 4,61% em fevereiro e 4,73% em março, a inflação chegou a 5,04% em abril (3,0% no mesmo mês de 2007). Sob esse critério de comparação, a aceleração do nível de preços ao

consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que subiram mais rapidamente do que os preços administrados e monitorados por contrato. Com efeito, o incremento dos preços livres e dos administrados alcançou, respectivamente, 6,59% e 1,59% em doze meses até abril, ante 2,97% e 2,99% até abril de 2007. Além disso, note-se que, a despeito da apreciação cambial observada, a variação dos preços de bens comercializáveis mostrou aceleração e atingiu 6,15% (1,53% em abril de 2007) na mesma base de comparação. No que se refere aos itens não comercializáveis, em grande parte impulsionada pelo comportamento dos preços de alimentos *in natura* e de serviços, a inflação acumulada em doze meses foi ainda mais elevada (6,99%), evidenciando a influência de fatores domésticos sobre a dinâmica inflacionária. Dados preliminares para maio apontam para a continuidade do processo de aceleração inflacionária. O comportamento recente do IPCA tem sido notadamente menos favorável do que em trimestres anteriores, de modo que, desde o final de 2007, a inflação dá sinais de divergir da trajetória das metas, tendo atingido 3,22% nos últimos seis meses.

2. Duas das três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central acompanharam a aceleração do índice cheio em abril. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio, e pelo critério de médias aparadas com suavização deslocaram-se de 0,36% e 0,39% em março para 0,53% e 0,48% em abril, respectivamente. Por seu turno, o núcleo por médias aparadas sem suavização variou 0,41% em abril, a mesma taxa de março. Assim como para o índice pleno, a inflação acumulada no primeiro quadrimestre de 2008 pelas três medidas de núcleo exibiu sensível aceleração frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 1,46%, 1,21% e 1,09% para 1,99%, 1,52% e 1,60%, para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente. No que se refere ao acumulado em doze meses, a aceleração da inflação plena observada recentemente tem sido acompanhada pelas três medidas de núcleo. Com efeito, o núcleo por exclusão continua a mostrar substancial elevação, deslocando-se de 4,27% em fevereiro para 4,41% em março e 4,65% em abril. O mesmo ocorreu com o núcleo por médias aparadas com suavização (4,16% em março e 4,36% em abril), ao passo que o

núcleo por médias aparadas sem suavização avançou de 3,83% em fevereiro para 4,01% em março e 4,14% em abril. Cabe destacar, adicionalmente, que o comportamento dos índices de difusão sugere aumento da disseminação do processo de aceleração inflacionária, corroborando análise incluída em Notas anteriores do Comitê.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou de 0,38% em fevereiro para 0,70% em março e 1,12% em abril. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI se acelerou de 8,65% em fevereiro e 9,18% em março para 10,24% em abril, ante 4,61% em abril de 2007. Em doze meses até abril, o incremento do IGP-DI refletiu tanto o comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), com variação de 4,95% (2,67% em abril de 2007), quanto o do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com incremento de 12,82% (5,27% em abril de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 7,13% (5,35% em abril de 2007). No que se refere especificamente ao IPA agrícola, a variação atingiu 27,9% (11,04% no acumulado em doze meses até abril de 2007). Cabe destacar a aceleração dos preços industriais, processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que parece ter se intensificado recentemente. No primeiro quadrimestre de 2008, o IPA industrial acumulou variação de 4,44%, ante 1,02% no mesmo período de 2007. A inflação dos preços industriais no atacado, acumulada em doze meses, saiu de 4,42% em dezembro de 2007 para 7,97% em abril de 2008. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 0,1% em abril após alta de 0,7% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 0,6% verificada em março, a produção física da indústria avançou 0,2% em abril. Note-se, ainda, que a produção

da indústria geral mostra crescimento de 7,3% no ano, sendo 7,4% na indústria de transformação e 5,9% na extrativa. Na comparação com os mesmos meses do ano anterior, a produção industrial exibiu considerável volatilidade em março e abril, com variações de 1,4% e 10,1%, respectivamente, em grande parte devido à distribuição atípica do número de dias úteis verificada recentemente. Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que em ritmo condicionado por eventuais limitações à expansão da oferta.

5. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital avançou expressivos 1,6% em abril, após 1,3% em março. As demais categorias de uso mostraram recuo na margem, -0,2% no segmento de bens intermediários, -1,9% no de bens de consumo duráveis e -1,5% no de semi e não-duráveis. Em termos de expansão acumulada no ano, o setor de bens de capital lidera com 20,5%, seguido pelo setor de bens duráveis (15,9%). O cenário de sólida expansão da produção de bens de capital verificado desde 2007, decorrente, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade do crescimento da economia, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica, parece estar persistindo. Por sua vez, o dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito da economia, quando comparadas aos padrões históricos. Note-se que a emergência de sinais apontando pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção, como sugerem algumas sondagens industriais, indica que a acomodação no ritmo de expansão da atividade industrial pode, em boa medida, ser atribuída às restrições da capacidade produtiva.

6. O mercado de trabalho permanece com desempenho bastante favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) recuou de 8,7% em fevereiro para 8,6% em março e 8,5% em abril. Com isso, a taxa de desemprego média no primeiro quadrimestre foi 1,4 p.p. inferior àquela observada em igual período de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego deslocou-se de 8,5% em fevereiro para 8,2% em março e 8,1% em

abril, a menor taxa para o mês desde o início da série histórica em 2002. Em março, o rendimento médio real habitualmente recebido apresentou queda de 0,6% ante fevereiro (elevação de 2% frente a março de 2007). Já em abril o rendimento cresceu 1% na comparação mensal e 2,8% na interanual. Em consequência, o ritmo de expansão da massa salarial real se acelerou de 6,3% para 6,5% no ano entre março e abril (expansão de 7,2% ante o mesmo mês de 2007), continuando a constituir fator-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação recuou 0,04% em abril (+0,2% em março), segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, a variação do pessoal empregado atingiu 4,0%, implicando variação de 4,2% no acumulado em doze meses. Ainda sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do processo de forte expansão do emprego formal celetista neste ano, com a criação de 294,5 mil postos de trabalho em abril (ante 206,6 mil em março e 205 mil em fevereiro). Nos primeiros quatro meses do ano, o saldo do emprego atingiu o recorde histórico de 849 mil contratações. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,5% no nível de emprego formal em abril, e dados observados apontam incremento de 5,6% em doze meses, evidenciando o dinamismo do mercado de trabalho. O setor de serviços foi o que mais admitiu em abril, com a abertura de 97,4 mil postos, seguido pela indústria de transformação (82,7 mil), e pela construção civil (32,1 mil), saldo recorde para o período. O comércio abriu 34,7 mil vagas. O setor agrícola foi responsável pelo acréscimo de 38,6 mil postos de trabalho, resultado que pode ser creditado às atividades relacionadas ao cultivo da cana-de-açúcar no Centro-Sul do país.

7. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais de arrefecimento. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, acelerou de 1,2%

em fevereiro para 1,4% em março (12,1% acima do patamar observado em março de 2007). Como consequência da expansão observada em março, a média do primeiro trimestre do comércio ampliado registrou alta de 3,8% relativamente ao trimestre anterior. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, destacam-se os setores de tecidos, vestuários e calçados (6,1%) e – a despeito da elevação dos preços de alimentos – hiper, supermercado, produtos alimentícios, bebidas e fumo (3,3%) e combustíveis e lubrificantes (1,7%). No ano, o crescimento acumulado foi maior nos segmentos de equipamentos e material para escritório (31,3%), outros artigos de uso pessoal e doméstico (23,9%) e veículos e motos, partes e peças (23,4%). O sólido desempenho do comércio varejista tem, portanto, refletido tanto o desempenho dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Para os próximos trimestres, a perspectiva é de continuidade do atual ciclo expansionista do comércio varejista, cujos fatores de propulsão continuarão a ser o crescimento dos níveis de emprego e da renda, a expansão do crédito e a manutenção da confiança do consumidor em níveis elevados. Indicadores setoriais, por exemplo, referentes a vendas de automóveis em abril e maio, corroboram essa avaliação.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 83,4% em abril, ante 82,4% em março, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, registrando novo patamar recorde para a série. A série dessazonalizada pela própria CNI chegou a 83,2%, ante o máximo de 83,3% observado em novembro. Considerando a série sem ajuste sazonal, em abril o Nuci se situou 1,5 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso a taxa média do primeiro quadrimestre foi 1,3 p.p. superior à observada em igual período de 2007. Por sua vez, o Nuci trimestral com ajuste sazonal, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu 85,5% em abril, mostrando ligeira elevação frente aos 85,3% observados em janeiro. Para os setores de bens de consumo e bens de capital, as taxas de utilização encontravam-se, em abril, em 86,0% e 88,3%, respectivamente, em ambos os casos pontos máximos das séries. A manutenção das taxas de utilização em patamares historicamente

elevados, com alguma redução da capacidade ociosa na margem, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. De fato, em abril de 2008, dados ajustados sazonalmente indicaram que a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (6,2%), consubstanciado no vigoroso incremento das importações (10,7% em volume) e na produção de bens de capital (1,6%). No mesmo período, a produção de insumos para a construção civil recuou 3,4%, após aumento de 2,6% em março. Dados recentes sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, não tem sido suficiente para conter tal processo. Nesse contexto, a maturação tempestiva de projetos de investimento será fundamental para circunscrever os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica no horizonte relevante para a política monetária. 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 serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. A balança comercial continua registrando perda de vigor na margem, tendência já antecipada e que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom. O saldo acumulado nos doze meses até maio totalizou US\$31,9 bilhões (33% inferior ao verificado em maio de 2007). Esse resultado adveio de US\$172,6 bilhões em exportações e US\$140,7 bilhões em importações, com crescimentos de 16,4% e de 39,9%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em maio de 2007. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em razão tanto do fortalecimento do real como do maior nível de atividade econômica no país, a despeito das elevadas cotações de diversas *commodities* características da pauta exportadora brasileira. A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse déficit de US\$14,7 bilhões em doze meses até abril de 2008, equivalente a 1,1% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até abril, a US\$37,2 bilhões, equivalente a 2,8% do PIB.

10. No que se refere ao cenário externo, a economia dos Estados Unidos da América (EUA) parece ter entrado em período de estagnação desde o último trimestre de 2007, e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com a elevação dos preços de derivados de petróleo, afeta a confiança dos consumidores, contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. Ainda que a influência de estímulos monetários e fiscais possa limitar o risco de uma contração significativa da atividade, o cenário dominante parece apontar para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009. Mesmo depois de um significativo reforço da base de capital de instituições financeiras relevantes, permanece a incerteza sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre o sistema bancário nos EUA e na Europa, bem como quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias. Assim, persistem as dúvidas sobre a capacidade de as medidas de política monetária e fiscal implementadas pelas autoridades dos EUA suavizarem de forma tempestiva o enfraquecimento daquela economia, ante as persistentes dificuldades do sistema financeiro. A despeito de certa redução, desde meados de março, da percepção de risco sistêmico, tais dificuldades poderiam ser agravadas por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, o que reforçaria a tendência, já evidente, à contração das condições financeiras, aumentando o risco de intensificação da desaceleração. As perspectivas para a atividade na Europa, a despeito de indicadores favoráveis na Alemanha, e no Japão também continuam se deslocando em direção negativa, ainda que, até o momento, sem suscitar o grau de preocupação que cerca a atividade econômica nos EUA. Cabe assinalar que, a despeito das perspectivas de continuidade da desaceleração nas economias centrais, as pressões inflacionárias globais têm se intensificado. Em parte, isso reflete o forte crescimento apresentado pelas economias emergentes, que, até agora, aparentemente foram pouco afetadas pela crise hipotecária nos EUA, constituindo contraponto aos efeitos da desaceleração das economias maduras. De fato, diante da pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção, que tem suscitado elevação da inflação em diversas economias emergentes, a tendência parece apontar para a continuidade de

políticas monetárias contracionistas. Nas economias maduras, as perspectivas para a política monetária são mais diversas, ainda que a aceleração da inflação, que em certos casos começa a ter efeitos sobre as expectativas inflacionárias de médio prazo, pareça limitar o escopo para flexibilização adicional, mesmo que remanesçam os riscos para a atividade derivados da crise de crédito. Nesse contexto, os indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais mantiveram-se em patamares relativamente elevados desde a última reunião deste Comitê, embora tenham mostrado certo recuo na margem. A elevação da avaliação do risco soberano brasileiro por importantes agências de *rating* tende a reduzir a sensibilidade dos preços de ativos brasileiros frente ao cenário internacional, contribuindo para mitigar, mas não eliminar, os efeitos das dificuldades vividas pela economia global sobre a atividade econômica no Brasil, cuja dinâmica vem sendo sustentada essencialmente pela demanda doméstica.

11. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, mais uma vez se elevou consideravelmente desde a última reunião do Copom e continua altamente volátil. Esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial, as quais têm impedido a recuperação dos níveis de estoques tradicionalmente observados, além de tensões geopolíticas recorrentes. 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 no restante de 2008, ainda que a probabilidade de se configurar um cenário alternativo seja relevante. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a elevação consistente dos preços internacionais do petróleo se transmite à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos. Os preços de outras *commodities*, especialmente grãos, que também haviam mostrado elevação importante antes da última reunião do Copom, a despeito do maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, e da turbulência nos mercados financeiros globais, mostraram

comportamento heterogêneo nas últimas semanas, mas continuam, com poucas exceções, registrando altas no ano.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) comparadas aos valores considerados na reunião do Copom de abril, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão não se alteraram, uma vez ajustadas pelos efeitos de mudanças em impostos específicos, e assim foram mantidas em 0% para o acumulado de 2008;

b) na comparação com a reunião do Copom de abril, a projeção de reajuste da tarifa de telefonia fixa permaneceu em 3,5% para o acumulado de 2008 e, no caso do preço da eletricidade, a projeção para o acumulado de 2008 foi alterada de 0,1% para 1,1%;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2008 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 30,09% do total do IPCA de abril;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi mantida em 4,5%. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para o *swap* indica *spread* da taxa de *swap* de 360 dias sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 133 p.b. no quarto trimestre de 2008 e de 84 p.b. no último trimestre de 2009. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

13. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da

meta legal de superávit primário de 3,8% do PIB em 2008 e em 2009, incrementada em 0,5 p.p. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

14. Desde a última reunião do Copom, realizada em abril, houve substancial incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2008, que passou de 4,66% para 5,48%. As expectativas para doze meses à frente também se elevaram, de 4,38% para 5,01%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2009, as expectativas de inflação se deslocaram de 4,40% para 4,60%.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,65 e da taxa Selic em 11,75% em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2008 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, permanecendo 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 2008 também sofreu elevação em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, e também continua posicionada acima do centro da meta de inflação. Em relação a 2009, a projeção do cenário de referência elevou-se em relação ao valor previsto na reunião de abril, enquanto a projeção do cenário de mercado permaneceu estável, em ambos os cenários superando o valor central de 4,50%.

Implementação da política monetária

16. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda doméstica continua bastante robusto, mostrando aceleração em alguns segmentos e regiões no primeiro trimestre do ano, e responde, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias que têm sido observadas no curto prazo,

a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento. Mesmo no contexto de uma desaceleração moderada da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, o Comitê acredita, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário, avaliação corroborada pela recente atribuição de grau de investimento aos títulos da dívida soberana. Por outro lado, há sinais de que pressões inflacionárias relevantes, tanto em economias maduras quanto nas emergentes, estariam se intensificando, evidenciando a presença de riscos inflacionários em escala global. O Copom reitera a visão, expressa em Notas de reuniões anteriores, de que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada representa fator de risco de sinal ambíguo. Por um lado, ao reduzir as exportações líquidas, atua como fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o potencial arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. Por outro lado, o supracitado cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos. No caso de desaceleração mais forte nas economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia elevar-se, afetando assim a demanda por ativos brasileiros e possivelmente ocasionando depreciação de seus preços. Além disso, no médio prazo, uma possível redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros. Diante da deterioração das perspectivas para a inflação, em ambiente de maior incerteza, o Comitê avalia que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno segue elevado. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos se estendam no tempo. Em particular, cabe à política monetária atuar para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de inflação, parcialmente derivados de ajustes de preços relativos que ocorrem em escala global, não levem, por meio de uma piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária. O Comitê entende que a preservação da estabilidade

monetária é condição necessária para que o sistema de preços relativos continue sinalizando eficientemente os ajustes necessários nos padrões de consumo e produção vigentes na economia.

17. O Copom considera que se mantém elevada a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação, uma vez que o aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem estar ensejando aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que continuaram mostrando elevação significativa nas últimas semanas e que são monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo exerça alguma disciplina sobre a inflação no setor de transacionáveis, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias mais intensas no setor de não transacionáveis, por exemplo, nos preços dos serviços. Nesse contexto, o Copom conduzirá suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, irá acompanhar atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, assim como das expectativas de inflação dentro do horizonte de projeção, estando pronto a ajustar a postura de política monetária de forma a evitar a consolidação de um cenário no qual reajustes pontuais se transformem em reajustes persistentes ou generalizados de preços.

18. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O Copom avalia que a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a

probabilidade de que, mesmo diante de pressões inflacionárias em escala global, a inflação no Brasil siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e da oferta agregadas, convirjam ao longo do período relevante para a política monetária.

19. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

20. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito, ainda que com alguma moderação, possivelmente ocasionada pela elevação dos custos de captação, e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. A esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres, ainda que em intensidade menor do que se antecipava anteriormente. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda doméstica aquecida, a disseminação de pressões derivadas de ajustes de preços relativos, e o fato de que as decisões de política monetária terão impactos concentrados no segundo semestre de 2008 e em 2009.

21. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Esse fator, aliado à ajuda do setor externo, vem atuando para evitar que a pressão inflacionária se intensifique ainda mais. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo crescimento da renda e do crédito, continua colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e o da demanda continua sendo

central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

22. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom adota uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e implementação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado ao cenário prospectivo e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo, em momentos como o atual, caracterizado pela deterioração da dinâmica inflacionária corrente e esperada. Nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da implementação da política monetária. Assim sendo, na avaliação do Copom, respaldada pela experiência internacional, a atuação da política monetária tende a ser mais efetiva, quando a deterioração da dinâmica inflacionária está em seus estágios iniciais, do que quando esta se encontra consolidada. O Comitê acredita que a atual postura de política monetária, a ser mantida enquanto for necessário, irá assegurar a convergência da inflação para a trajetória das metas. Evidentemente, na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê neste momento, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

23. O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustram a aceleração de certos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguiria evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da

oferta agregadas tende a exacerbar o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, contribuir para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação. Ao atuar enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, o Comitê entende que estará, de fato, contribuindo para a sustentação do crescimento, o que requer estabilidade, previsibilidade e a conseqüente extensão do horizonte de planejamento das empresas e famílias, bem como para resguardar os importantes incrementos na renda real dos assalariados observados nos últimos anos. Assim sendo, o Copom reitera que as decisões de política monetária necessariamente levam em conta as defasagens do mecanismo de transmissão, e são parte de uma estratégia dinâmica, cujos resultados serão evidenciados ao longo do tempo.

24. Nesse contexto, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião de abril, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% ao ano, sem viés.

25. 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 às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de fatores de estímulo ainda estão atuando sobre a economia. Por sua vez, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, e do crescimento das pressões inflacionárias globais, parece estar se tornando menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária

atuar de forma a evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

26. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 22 de julho de 2008, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 16.051, de 3/9/2007.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

27. O IPCA-15 variou 0,56% em maio, ante 0,59% em abril. O grupo alimentação e bebidas, com variação de 1,26%, respondeu por 0,28 p.p. da taxa no mês, a mesma contribuição verificada no resultado de abril, denotando persistência da alta dos preços do grupo. A segunda maior influência no resultado do IPCA-15 em maio, de 0,09 p.p., adveio da elevação de 0,93% nos preços do grupo despesas pessoais, em aceleração ante a variação em abril, 0,49%. Os preços livres aumentaram 0,74% em maio, ante 0,68% no mês anterior, registrando-se altas de 1,11% nos preços dos produtos comercializáveis e de 1,41% nos dos produtos não comercializáveis. Os preços monitorados aumentaram 0,15%, ante 0,38% em abril. O índice de difusão atingiu 67,19% em maio, o maior percentual desde janeiro de 2007, com média de 62,29% em 2008, ante 59,22% no mesmo período de 2007. Em doze meses, o IPCA-15 acumulou expansão de 5,25% em maio, ante 4,94% em abril, resultado de elevações de 6,98% nos preços livres e de 1,41% nos preços monitorados.

28. As taxas dos núcleos de inflação referentes ao IPCA-15 registraram aceleração, tanto no mês quanto em doze meses. O núcleo por exclusão (sem alimentos no domicílio e monitorados) variou 0,55% em maio ante 0,44% em abril, acumulando alta de 4,84% em doze meses, a maior desde abril de 2006, ante 4,59% em abril. A variação do núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,39% em abril para 0,40% em maio, acumulando 4,06% em doze meses, também a mais elevada desde abril de 2006. Pelo critério de médias aparadas com suavização,

o núcleo alcançou 0,41% em maio, ante 0,39% em abril, totalizando alta de 4,28% em doze meses, a maior desde janeiro de 2007, ante 4,15% em abril.

29. O IGP-M cresceu 1,61% em maio, ante 0,69% em abril, acumulando 11,53% em doze meses. Dos componentes do índice, apenas o IPC-M mostrou desaceleração no mês, 0,68% ante 0,76% em abril, atingindo 5,25% em doze meses. O IPA-M variou 2,01%, após alta de 0,65% em abril, totalizando elevação de 14,53% em doze meses. O INCC subiu 1,10% em maio, ante 0,82% no mês anterior, acumulando alta de 7,64% em doze meses.

30. A menor variação do IPC-M em maio refletiu a desaceleração na taxa de cinco dos sete grupos que compõem o índice, com destaque para o arrefecimento dos gastos com habitação, 0,02% no mês ante 0,38% em abril. A variação do grupo alimentação manteve-se, no mês, como a mais alta do índice, 1,77%, embora tenha permanecido praticamente igual à do mês anterior, 1,76%, mesma tendência captada pelo IPCA-15.

31. O maior aumento do IPA-M, em maio, refletiu tanto a alta dos preços agrícolas como dos industriais. O IPA-agrícola aumentou 2,29%, revertendo a queda de 1,19% em abril e acumulando alta de 33,32% em doze meses. O IPA-industrial aumentou 1,91%, ante 1,37% em abril, totalizando 8,58% em doze meses. O IPA também acusou aceleração na variação mensal de maio, em todos os estágios de processamento, sobretudo em matérias-primas brutas, que registrou alta de 3,38%, após queda de 0,13% em abril. A variação dos preços dos bens finais passou de -0,01% para 1,11%, e a dos preços dos bens intermediários elevou-se de 1,72% para 1,79%, no mesmo período.

Atividade econômica

32. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas varejistas aumentou 1,4% em março, em relação ao mês anterior, considerado o conceito ampliado, que incorpora os segmentos de material de construção e veículos e motos, partes e peças. Destacaram-se, no período, as elevações de 6,1% nas vendas de tecidos, vestuário e calçados,

e de 3,3% nas de hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, enquanto as vendas de equipamentos e materiais para escritório recuaram 5,6%.

33. Considerando ainda o mesmo conceito, o volume de vendas no comércio registrou acréscimo de 14,8% no primeiro trimestre de 2008, registrando-se crescimento generalizado das vendas em todos os segmentos, com ênfase para equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 29,2%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 26,9%; automóveis motocicletas, partes e peças, 21,4%; móveis e eletrodomésticos, 17,2%; e tecidos, vestuário e calçados, 13,3%. Os resultados das vendas no varejo evidenciaram o crescimento da massa salarial, as condições favoráveis de crédito, os impactos dos programas de transferência de rendas e o aumento da renda agrícola.

34. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) aumentaram 0,3% em abril, enquanto aquelas direcionadas ao Usecheque recuaram 0,3% em relação ao mês anterior. Na comparação com abril de 2007, registraram-se altas respectivas de 12,6% e de 12,9%.

35. Em relação aos indicadores de investimento, a produção interna de bens de capital registrou acréscimo de 1,6% em abril, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, enquanto a produção de insumos para a construção civil decresceu 3,4% no mesmo período. Na comparação com abril de 2007, esses indicadores cresceram 30% e 11%, respectivamente. Relativamente à produção de bens de capital, a evolução positiva, nessa base de comparação, refletiu, principalmente, a expansão dos segmentos de máquinas agrícolas, 37,3%, e de equipamentos para transportes, 42,2%.

36. As importações de bens de capital cresceram 10,7% em abril, em relação a março, de acordo com dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas compras, ratificando a trajetória expansionista dos investimentos na economia brasileira, elevaram-se 32,6% em relação a abril de 2007.

37. Indicadores da CNI referentes a abril, dessazonalizados pelo Banco Central, apontaram expansão da atividade industrial em abril, com crescimentos de 0,6% e 0,4% do faturamento real e das horas trabalhadas na produção, respectivamente. Em comparação a abril e ao primeiro quadrimestre de 2007, o faturamento real aumentou 6,5% e 7,6%, respectivamente, e as horas trabalhadas na produção, 5,3% e 5,8%, na mesma ordem. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) atingiu 83,4% em abril, o maior percentual na série histórica e 1 p.p. acima do nível de março, considerados dados dessazonalizados, e, de acordo com a série observada, alcançando elevação de 1,5 p.p. em relação a abril de 2007.

38. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria em abril cresceu 0,2% na comparação com o mês anterior, e a média móvel trimestral manteve-se praticamente estável (0,1%), também na comparação mensal. Dezesseis das vinte e sete atividades pesquisadas registraram aumento da produção física em abril e, por categorias de uso, apenas a produção de bens de capital apresentou expansão (1,6%). A produção de bens intermediários mostrou relativa estabilidade, -0,2%, enquanto a produção de bens de consumo semi e não duráveis diminuiu 1,5%, após alta de 2,6% no mês anterior. A produção de bens de consumo duráveis apresentou queda de 1,9%, após três altas consecutivas, quando acumulou crescimento de 9%. Em comparação a abril de 2007, a atividade industrial aumentou 10,1%, com expansões em todas as categorias de uso, destacando-se as taxas de 30% em bens de capital e 22,4% em bens de consumo duráveis. Nos primeiros quatro meses de 2008, comparativamente a igual período do ano anterior, essas taxas de crescimento atingiram 7,3%, 20,5% e 14,5%, respectivamente. No mesmo período, os acréscimos nas produções de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis alcançaram 6% e 2,2%, na ordem. Considerando a expansão da atividade industrial em períodos de doze meses, a taxa de expansão passou de 6,6% em março para 7% em abril, denotando aceleração na margem, ao contrário das comparações mensais e da média móvel trimestral com dados dessazonalizados.

39. A produção de autoveículos atingiu 300,6 mil unidades em abril, segundo a Associação Nacional

dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), elevando-se 34,4% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Considerando dados dessazonalizados, a produção do setor cresceu 6,8% em relação a março, com acréscimos de 6,9%, 4,1% e 1,3% nos segmentos de automóveis, ônibus e caminhões, respectivamente. A produção de máquinas agrícolas expandiu 5% na mesma base de comparação. No primeiro quadrimestre, a produção de autoveículos aumentou 23,9% e a de máquinas agrícolas, 46,9% comparativamente ao primeiro quadrimestre de 2007. No mesmo período, as vendas totais de autoveículos cresceram 21,8%, com expansão de 30,5% nas vendas internas e recuo de 0,2% nas exportações.

40. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado em abril pelo IBGE, a área plantada em 2008 deverá atingir 46,8 milhões de hectares, 3,2% superior à de 2007. Estima-se a safra de grãos em 142,6 milhões de toneladas, elevando-se 7,2% em relação ao ano anterior. Esse resultado incorpora aumentos de 8,6% na produção de arroz, 11,4% na de milho e 2,6% na de soja, culturas que respondem conjuntamente por cerca de 90% da produção de grãos e ocupam 82% da área plantada. O LSPA estimou, ainda, acréscimos de 8,2% na produção de cana-de-açúcar, com expansão de 8% na área plantada, e de 26,3% na produção de café, efeito da recuperação cíclica bianual da produtividade.

Expectativas e sondagens

41. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou recuo de 1% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em maio, em relação ao mês anterior, resultado de retrações de 1,4% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 0,7% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). O ICC elevou-se 16,2% em relação a maio de 2007, traduzindo expansões de 12,9% no Icea e de 18,7% no IEC.

42. A Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV apontou alta de 2% no ICC em maio, em relação ao mês anterior. Tanto as avaliações sobre a situação atual quanto as expectativas em relação aos próximos meses recuperaram-se em relação ao registrado no mês anterior, com aumentos respectivos de 2,6% e

de 1,6%. Em relação aos índices de maio de 2007, a Sondagem registrou elevações de 5,6% no ICC, de 15,5% no Índice da Situação Atual e de 0,7% no Índice das Expectativas.

43. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 119,9 pontos em maio, ante 120,3 em abril. O indicador situou-se 1,7 p.p. acima do nível registrado em igual mês de 2007, refletindo as elevações de 2,9 p.p. no componente relativo à situação atual e de 0,5 p.p. no componente relativo às expectativas.

44. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) atingiu 85,6% em maio deste ano, superando em 0,5 p.p. o registrado no mês anterior e em 1,2 p.p. o patamar de maio de 2007. Por setor, observou-se queda de 0,7 p.p. no segmento de bens intermediários, e elevações de 5,3 p.p., 3,2 p.p. e 2,7 p.p. nos segmentos de material de construção, bens de consumo e bens de capital, respectivamente.

Mercado de trabalho

45. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 294,5 mil postos de trabalho formais em abril de 2008, acumulando 849 mil novos empregos no primeiro quadrimestre do ano. Os dados dessazonalizados indicaram crescimento mensal de 0,5% no nível de emprego, com aumento em todos os setores, destacando-se a construção civil, pela taxa de expansão de 1%, e o setor de serviços, pelo número de vagas criadas, 97 mil.

46. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 8,5% da População Economicamente Ativa (PEA) em abril, ante 8,6% no mês anterior e 10,1% em abril de 2007. A estabilidade da taxa de desemprego entre abril e março refletiu o aumento de 105 mil trabalhadores ocupados, ante 102 mil que ingressaram no mercado de trabalho. Em relação a abril do ano passado, a ocupação cresceu 4,3%, enquanto a PEA aumentou 2,5%. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores do setor privado com carteira aumentou

1,5% entre abril e março, representando 139 mil postos de trabalho, e o número de trabalhadores por conta própria e sem carteira diminuiu 2,4% e 1,3%, respectivamente, envolvendo, na mesma ordem, as reduções de 96 mil e 35 mil empregos. Em relação a abril de 2007, os trabalhadores com carteira no setor privado lideraram o crescimento da ocupação, com alta de 9,9%, o número de trabalhadores por conta própria cresceu 1,8% e o relativo a empregados sem carteira recuou 4,7%.

47. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas cresceu 1% em abril em relação a março, e 2,8% comparativamente a abril de 2007. A massa salarial real aumentou 1,5% em abril, ante o mês anterior, e 6,5% no ano, situando-se 7,2% acima da verificada em abril de 2007.

48. O contingente de pessoal empregado na indústria e a massa salarial real paga pelo setor industrial em abril cresceram 4% e 5,3% na comparação com abril de 2007, conforme estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central. Nos primeiros quatro meses de 2008, observaram-se acréscimos de 4,7% no pessoal empregado e de 6,2% na massa salarial real paga pelo setor industrial ante mesmo período de 2007.

Crédito e inadimplência

49. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro cresceu 2,5% em abril, acumulando expansão de 30,9% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as operações com recursos livres cresceram 2,8% e 35%, respectivamente, e as realizadas com recursos direcionados, 1,7% e 21,8%. Entre as operações de crédito com recursos livres, registre-se a manutenção do dinamismo das operações de arrendamento mercantil, cujos saldos contratados nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas elevaram-se, na ordem, 124,1% e 87,6%, em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, assinalem-se, na mesma base de comparação, as expansões nos créditos destinados à habitação, 24,9%, e ao setor rural, 21,5%. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria registrou, em abril, aumentos de 3% em relação a março e de 35,5% em doze meses.

50. A taxa média de juros ativa incidente sobre as operações de crédito referenciais atingiu 37,4% a.a. em abril, recuando 0,2 p.p. em relação ao mês anterior. As taxas médias situaram-se em 47,7% a.a. nas operações com pessoas físicas e em 26,3% a.a. nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, comparativamente a 47,8% e 26,5%, respectivamente, no mês anterior.

51. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 370 dias em abril, mantendo-se praticamente estável desde janeiro, quando superou, pela primeira vez, a marca de um ano. Nas operações com pessoas jurídicas o prazo médio atingiu 298 dias e, nas operações realizadas com pessoas físicas, 457 dias, ante 241 dias e 389 dias, respectivamente, em abril de 2007.

52. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 4,2% em abril, recuando 0,6 p.p. em relação ao mês correspondente de 2007. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas atingiram, na ordem, 1,8% e 7%, comparativamente a 2,7% e 7% em abril de 2007.

53. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 8,6% em abril, ante 8,1% no mesmo mês do ano anterior. Na série com ajuste sazonal a taxa situou-se em 6% em abril, ante 5,7% em março.

Ambiente externo

54. Há evidências de que as turbulências nos mercados financeiros e o pior da crise de liquidez já passaram, mas persistem riscos ao cenário econômico mundial advindos dos mercados imobiliários. Nos Estados Unidos, surgem indícios de deterioração no mercado de hipotecas de imóveis comerciais (CRE), que tendem a se acentuar com a conjuntura menos favorável e o conservadorismo das instituições financeiras na análise de crédito e, na Europa, em países como Espanha, Irlanda e Reino Unido existem sinais de saturação de seus mercados hipotecários, com tendência de queda, refletindo os efeitos adversos da crise no crédito e do enfraquecimento das economias. Os preços dos

imóveis no Reino Unido apresentaram, em maio, sua maior queda mensal.

55. Os desdobramentos inflacionários e, mais importante, as expectativas inflacionárias continuam deteriorando. Apesar da desaceleração de boa parte das economias, o índice de inflação global está no mais alto patamar dos últimos nove anos. Isso ocorre porque a redução do poder de compra ainda não é efetiva e também porque o que tem pressionado a inflação são bens de consumo mais inelásticos. Assim, o processo inflacionário continua refratário à baixa, mantendo os bancos centrais sob vigilância estrita.

56. Os preços do petróleo vêm batendo recordes sistematicamente, e o ciclo de alta dos preços das *commodities* no mercado internacional continua pressionando a inflação doméstica de muitos países. Diversos fatores ajudam a explicar o movimento de alta dos preços das *commodities*, dentre eles o novo padrão de desenvolvimento alcançado pelas economias emergentes, transmissões de preços entre diferentes *commodities* e estoques em níveis historicamente baixos.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. O saldo da balança comercial atingiu US\$4,1 bilhões em maio, acumulando superávits de US\$8,7 bilhões no ano e de US\$31,9 bilhões em doze meses. No acumulado até maio de 2008, as exportações atingiram US\$72,1 bilhões e as importações, US\$63,4 bilhões, com expansões respectivas de 22,2% e de 49,2%, comparativamente ao mesmo período de 2007.

58. Em maio, as exportações atingiram US\$19,3 bilhões, o que representou média diária de US\$965,3 milhões, 55,6% maior que a observada no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$15,2 bilhões, média diária de US\$761,5 milhões, 71% superior a maio do ano anterior. Esses valores, recordes para toda a série de exportação e de importação, foram influenciados pela regularização dos registros de exportações, que ficaram pendentes com a greve dos auditores da Receita Federal entre 18 de março e 12 de maio do corrente ano.

59. As reservas internacionais totalizaram US\$195,8 bilhões em abril, com aumentos de US\$535 milhões no mês e de US\$15,4 bilhões na comparação com o final do ano anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. Após a reunião do Copom de abril a curva de juros futuros apresentou elevação em toda a sua extensão e, de forma mais intensa, em seu trecho intermediário. Esse movimento foi ocasionado, principalmente, pela divulgação de índices de inflação corrente acima do esperado e pela continuidade da elevação das expectativas inflacionárias. Em dois momentos, as taxas de juros futuros de longo prazo apresentaram alívio momentâneo após a concessão do grau de investimento à dívida soberana brasileira por duas agências de classificação de risco, em 30 de abril e em 29 de maio. Entre 14 de abril e 2 de junho, as taxas de um, de três e de seis meses subiram 0,65 p.p., 0,70 p.p. e 0,87 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um e dois anos se elevaram em 1,03 p.p. cada, e a de três anos, em 0,85 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 8,07%, em 14 de abril de 2008, para 8,66%, em 2 de junho de 2008.

61. Em 25 de abril e 28 de maio, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial reverso para a rolagem dos vencimentos de maio e junho. Essas operações alcançaram o montante equivalente a US\$1,8 bilhão e US\$2,4 bilhões, respectivamente.

62. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 15 de abril a 2 de junho, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações ficou em R\$79,4 bilhões, dos quais R\$50,8 bilhões em

operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 38 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$29,4 bilhões. Além disso, o Banco Central tomou recursos, em 17 de abril, pelos prazos de 32 e dez dias úteis e, em 16 de maio, por treze dias úteis nos montantes de R\$110,9 bilhões, R\$31,1 bilhões e R\$19,7 bilhões, respectivamente, o que resultou no saldo diário médio de R\$129,6 bilhões para essas operações tomadoras de curto prazo.

63. Entre 15 de abril e 2 de junho, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$30,6 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$10,6 bilhões, sendo R\$7,2 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2008, 2009 e 2010, e R\$3,4 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012, 2014 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$15,7 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2012 e 2014. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$4,3 bilhões.

64. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN de vencimento em abril e julho de 2009, conjugada com a compra de LTN de vencimento em julho de 2008, em um total de R\$0,9 bilhão. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega de outros títulos somaram R\$3,2 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2012 e 2014, no montante de R\$5,9 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2008, e leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$0,6 bilhão e R\$0,1 bilhão, respectivamente.