

Relatório de Inflação

Junho 2010

Volume 12 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2010

Volume 12 | Número 2



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 12	nº 2	jun.	2010	p. 1-147
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos e os correspondentes quadros estatísticos e gráficos são de responsabilidade dos seguintes componentes:

Departamento Econômico (Depec)

(E-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

(E-mail: gerin@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 12, nº 2.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Cogiv
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565
Fax: (61) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 780 exemplares

Convenções Estatísticas

- ... dados desconhecidos.
 - dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Diate
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília - DF
DDG: 0800 9792345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <<http://www.bcb.gov.br>>

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	14
Agropecuária	14
Produção industrial	15
Serviços	17
Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil	23
1.3 Mercado de trabalho	23
Emprego	23
Rendimentos	24
1.4 Produto Interno Bruto	29
1.5 Investimentos	30
1.6 Conclusão	33
Preços	35
2.1 Índices ge rais	35
2.2 Índices de preços ao consumidor	36
2.3 Monitorados	37
2.4 Núcleos	38
2.5 Expectativas de mercado	38
2.6 Conclusão	39
Políticas creditícia, monetária e fiscal	41
3.1 Crédito	41
Operações de crédito com recursos direcionados	42
Operações de crédito com recursos livres	43
3.2 Agregados monetários	45
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	46
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	46
Mercado de capitais	47

3.3 Política fiscal	47
Necessidades de financiamento do setor público	48
Dívida mobiliária federal	50
Dívida líquida e bruta	51
3.4 Conclusão	52

Economia internacional **53**

4.1 Atividade econômica	53
4.2 Política monetária e inflação	56
4.3 Mercados financeiros internacionais	57
4.4 <i>Commodities</i>	60
4.4.1 Petróleo	61
4.5 Conclusão	61

Setor externo **63**

5.1 Movimento de câmbio	64
5.2 Comércio de bens	64
5.3 Serviços e renda	68
5.4 Conta financeira	69
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	71
5.6 Conclusão	71

Perspectivas para a inflação **77**

6.1 Determinantes da inflação	78
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	88
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	97

Boxes

Sondagem do Setor de Serviços	18
Massa Salarial Ampliada e Massa Salarial Ampliada Disponível: acurando o conceito e a evolução comparativa recente	25
Revisão da Projeção para o PIB	31
Revisão da Projeção para o Balanço de Pagamentos	73
Poder da Política Monetária no Brasil	102
Modelos de Vetores Autorregressivos	106

Anexo **113**

Apêndice **141**

Apresentação

O Relatório de Inflação é publicado trimestralmente pelo Banco Central do Brasil e tem o objetivo de avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços, explicitando as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) em relação à condução da política monetária.

Este Relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Em relação ao nível de atividade, são analisados evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo às políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que podem influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

O crescimento expressivo registrado pela economia brasileira no primeiro trimestre de 2010, traduzido pela variação de 9% do Produto Interno Bruto (PIB), em relação a igual período do ano anterior, evidencia a consolidação do atual ciclo de expansão. Ressalte-se que a acomodação observada em abril na atividade industrial e nas vendas do comércio varejista não constitui indicativo de alteração na tendência de crescimento, que deverá seguir sustentada pelo desempenho robusto do mercado de trabalho, pelos elevados índices de confiança de empresários e consumidores, e pela expansão do crédito.

A atividade permanece sendo impulsionada essencialmente pela demanda doméstica, com ênfase no crescimento acentuado dos investimentos, consistente com o patamar elevado da confiança do empresariado e da utilização da capacidade instalada. Por sua vez, o dinamismo do consumo das famílias segue impulsionado pela confiança dos consumidores, pelos aumentos recorrentes da massa salarial e pela melhora nas condições do mercado de crédito. O setor externo segue contribuindo negativamente para o crescimento do PIB, desempenho compatível com o descompasso entre o ritmo de crescimento da economia brasileira e o de parte relevante de seus parceiros comerciais.

Os indicadores do mercado de trabalho sinalizam a continuidade dos ganhos reais nos rendimentos, a despeito da aceleração dos índices de preços neste início de ano, cujos efeitos têm sido mais do que compensados pelos decorrentes do recuo na taxa de desemprego e das concessões de ganhos nominais de salários. Cumpre lembrar também a melhora qualitativa na geração de postos de trabalho, expressa na substituição de empregos informais por postos com carteira assinada.

As operações de crédito, em ambiente de recuos nas taxas de juros, nos *spreads* e na inadimplência, seguiram em expansão no trimestre encerrado em abril e, assim, foram um suporte relevante para o consumo das famílias e para os investimentos.

A expansão ocorreu com mais intensidade no segmento de empréstimos direcionados, com ênfase nas operações concedidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e nos financiamentos habitacionais. Os empréstimos realizados com recursos livres foram impulsionados pelo desempenho das carteiras de pessoas físicas, com ênfase na crescente participação dos empréstimos consignados e dos financiamentos para aquisição de veículos. O relativo arrefecimento das contratações no segmento de pessoas jurídicas evidenciou, em parte, o aumento da demanda das empresas, em especial de maior porte, por recursos provenientes do mercado de capitais e do mercado internacional.

O resultado fiscal acumulado neste ano, mais favorável que o registrado no mesmo período de 2009, reflete o impacto do dinamismo da atividade econômica sobre as receitas. A continuidade desse processo no decorrer do ano deverá ser sustentada, entre outros, pela reversão de parte das desonerações tributárias introduzidas durante a crise internacional. No âmbito das despesas, ressalte-se a expansão assinalada nos investimentos. Essa trajetória, tendo em vista as metas fiscais estabelecidas para o ano, deverá ser contrabalançada pela contenção dos gastos correntes.

O impacto do atual ciclo de crescimento sobre a demanda por bens e serviços importados vem-se refletindo no aumento do déficit em transações correntes. Nesse cenário, embora as exportações tenham registrado crescimento importante, favorecido pela elevação de preços, o superávit comercial recuou 39,6% nos cinco primeiros meses de 2010, em relação a igual intervalo do ano anterior. Adicionalmente, assinale-se a perspectiva de aumentos nos déficits das contas de serviços e de rendas, em parte explicada pelo crescimento de remessas líquidas de lucros e dividendos, que, por sua vez, se devem à expansão do estoque de investimentos estrangeiros no país e à melhora na rentabilidade das empresas residentes.

Relativamente à conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, em títulos de renda fixa e em ações permanecem apresentando fluxos suficientes para o financiamento das transações correntes. Além disso, tem tido continuidade o processo de melhora na estrutura dos passivos externos, no qual ganham espaços investimentos, em detrimento de dívidas.

As principais economias emergentes seguem registrando recuperação mais acentuada do que as

maduras. Ressalte-se que, embora a maior aversão ao risco decorrente da crise fiscal por que passam algumas economias europeias possa constituir fator de restrição ao ingresso líquido de fluxos externos naquelas economias, exercendo desdobramentos negativos sobre os preços de seus ativos, até o momento as eventuais repercussões têm sido limitadas.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com procedimentos tradicionalmente adotados, e levando em conta o conjunto de informações disponível até 18 de junho de 2010 (data de corte), o cenário de referência contemplado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,80/US\$, e a meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em 10,25% ao ano (a.a.) – valor fixado na reunião do Copom de junho. A projeção para a variação, em 2010, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados é de 3,6%, que passa a 4,4% e 4,5%, respectivamente, em 2011 e 2012.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) com um conjunto significativo de instituições até a data de corte (18 de junho). Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média alteraram-se pouco em comparação com os valores divulgados no Relatório de Inflação de março de 2010. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Note-se, ainda, que o cenário de mercado pressupõe, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variações de 3,6% para 2010, de 4,6% para 2011 e de 4,5% para 2012.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento das metas para o superávit primário de 3,3% do PIB em 2010, ajustada pela possibilidade de que o percentual seja reduzido em até 1,12 ponto percentual (p.p.) em virtude da implementação dos projetos vinculados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Além disso, considera-se que o superávit primário em 2011 e em 2012 seja mantido, sem ajustes, no patamar de 3,3% do PIB.

Com base nos pressupostos acima, a previsão central do Copom associada ao cenário de referência indica inflação de 5,4% em 2010, 0,2 p.p. maior do que o valor projetado no Relatório de março de 2010. Nesse cenário, a projeção para a inflação acumulada em doze meses posiciona-se acima do valor central da meta ao longo de todo o horizonte relevante de projeção.

No cenário de mercado, a previsão de 5,3% para a inflação em 2010 é 0,1 p.p inferior à associada ao cenário de referência e 0,1 p.p superior ao valor projetado no último Relatório. Nesse caso, as projeções para a inflação acumulada em doze meses oscilam em patamares superiores à meta ao longo de 2010, mas recuam ao longo de 2011 e encerram o ano em torno do valor central para a meta, em 4,6%. Note-se ainda que a projeção para o segundo trimestre de 2012 se encontra em 4,3%.

Do ponto de vista do balanço dos riscos relacionados às perspectivas de inflação, do lado doméstico, o principal risco advém da possibilidade de que os valores efetivos e prospectivos da inflação permaneçam, de forma persistente, em níveis acima da meta, em virtude da crescente utilização dos fatores de produção e/ou da expansão da demanda doméstica. Um risco adicional origina-se na dinâmica das expectativas de inflação, que, de resto, mostraram alguma acomodação nas últimas semanas.

Do lado externo, os principais riscos estão vinculados aos possíveis desdobramentos da crise europeia, que ganhou uma dinâmica menos favorável desde a divulgação do último Relatório. Isso introduziu certa dose de cautela nas análises sobre o cenário prospectivo, haja vista que as incertezas que cercam esse processo também se avolumaram nesse período.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2010 é de 7,3%, ante 5,8% constante do Relatório de Inflação de março de 2010.

O crescimento vigoroso registrado pelo Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre do ano evidencia a consolidação do atual ciclo de expansão da economia brasileira. Ressalte-se que a acomodação observada em abril, na atividade industrial e nas vendas do comércio varejista, não constitui indicativo de alteração da tendência de crescimento, que deverá seguir sustentada pelas trajetórias favoráveis do mercado de trabalho e dos índices de confiança de empresários e consumidores, e pela intensificação das operações de crédito.

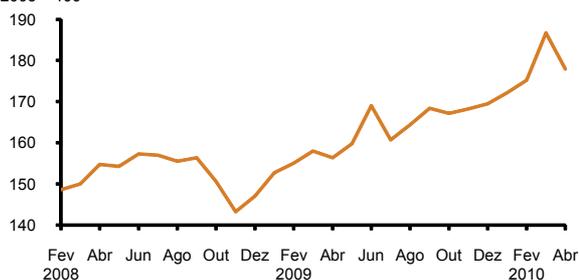
A atividade interna permanece evidenciando o dinamismo da demanda doméstica, ressaltando-se o crescimento acentuado dos investimentos, consistente com o patamar elevado da confiança do empresariado e com o cenário de aumento do nível de utilização da capacidade instalada (Nuci). Adicionalmente, o dinamismo do consumo das famílias segue impulsionado pelo nível elevado da confiança dos consumidores, pelos aumentos recorrentes da massa salarial e pela melhora nas condições do mercado de crédito. O setor externo segue contribuindo negativamente para o crescimento do PIB, desempenho compatível com o impacto negativo exercido sobre a balança comercial brasileira, pelo diferencial expressivo entre os processos de recuperação das economias brasileira e mundial.

1.1 Comércio

Os indicadores do comércio, após registrarem acentuada elevação no primeiro trimestre do ano, apresentaram acomodação no mês de abril. Esse movimento reflete, em grande parte, os efeitos da antecipação de compras associada ao final dos incentivos tributários e da Páscoa, que neste ano ocorreu no início de abril. Os desempenhos favoráveis do mercado de trabalho e das expectativas dos consumidores e o efeito positivo da Copa do Mundo sugerem, para os próximos meses, continuidade da tendência de crescimento do comércio varejista.

Gráfico 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo – Conceito ampliado

Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2010	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}					
Comércio varejista	2,8	1,4	2,1	-3,0	
Combustíveis e lubrificantes	0,0	0,7	2,1	-2,0	
Hiper, supermercados	1,9	3,2	-1,1	-0,7	
Tecidos, vestuário e calçados	1,1	3,4	1,7	2,2	
Móveis e eletrodomésticos	8,9	1,0	-0,3	0,0	
Art. farmacêuticos, médicos	2,5	3,4	-0,3	-0,9	
Livros, jornais, rev. e papelaria	2,8	-2,4	-0,2	-0,2	
Equip. e mat. para escritório	5,8	-0,6	10,9	-10,5	
Outros arts. de uso pessoal	1,8	1,2	0,8	2,5	
Comércio ampliado	1,6	1,7	6,6	-4,7	
Materiais de construção	2,3	2,7	2,6	-0,9	
Automóveis e motocicletas	0,4	2,2	12,7	-11,7	
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	2,9	2,9	4,4	3,5	
Combustíveis e lubrificantes	3,6	2,6	2,1	1,8	
Hiper, supermercados	2,2	2,8	3,5	3,3	
Tecidos, vestuário e calçados	3,1	3,5	4,6	6,4	
Móveis e eletrodomésticos	6,1	5,6	8,3	5,3	
Art. farmacêuticos, médicos	2,5	3,2	4,2	4,2	
Livros, jornais, rev. e papelaria	2,8	2,7	1,9	-0,3	
Equip. e mat. para escritório	8,5	6,8	10,7	7,0	
Outros arts. de uso pessoal	-0,3	0,3	1,9	3,5	
Comércio ampliado	2,0	2,6	5,8	5,9	
Materiais de construção	4,9	5,5	6,6	6,1	
Automóveis e motocicletas	1,1	1,7	7,8	7,7	
No ano					
Comércio varejista	10,4	11,2	12,8	11,8	
Combustíveis e lubrificantes	4,8	4,8	5,5	5,3	
Hiper, supermercados	10,2	10,9	12,4	10,6	
Tecidos, vestuário e calçados	2,3	6,3	9,5	11,5	
Móveis e eletrodomésticos	17,7	19,7	21,6	21,8	
Art. farmacêuticos, médicos	10,3	12,4	13,3	12,7	
Livros, jornais, rev. e papelaria	7,0	8,4	8,3	8,4	
Equip. e mat. para escritório	32,2	26,6	30,0	23,2	
Outros arts. de uso pessoal	6,0	5,4	6,3	6,1	
Comércio ampliado	10,3	11,9	15,6	14,9	
Materiais de construção	9,5	12,1	15,0	16,0	
Automóveis e motocicletas	10,3	13,1	20,8	20,3	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

As vendas no comércio ampliado aumentaram 5,9% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Registraram-se, no período, resultados positivos em nove dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nas expansões assinaladas nas vendas de veículos, motocicletas, partes e peças, 7,7%; equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 7%; tecidos, vestuário e calçados, 6,4%; material de construção, 6,1%; e móveis e eletrodomésticos, 5,3%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 3,5% no mesmo período, ressaltando-se as elevações observadas nas regiões Norte, 8%, e Nordeste, 5,7%.

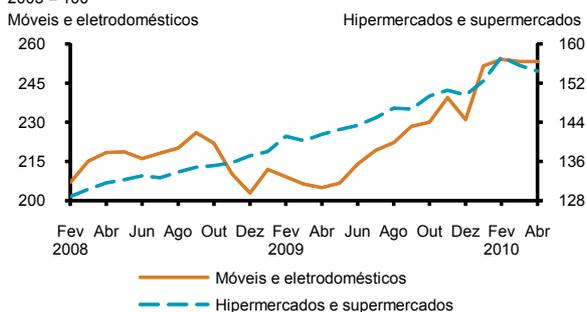
A receita nominal do comércio ampliado aumentou 13,2% em abril, em relação a igual período de 2009, resultado de elevações de 9,1% no volume de vendas e de 3,8% nos preços. Nove dos dez segmentos pesquisados apresentaram crescimento da receita nominal superior à variação média de 5,3% registrada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, no período, ressaltando-se os aumentos assinalados nos setores móveis e eletrodomésticos, 24,2%; material de construção, 23,7%; tecidos, vestuário e calçados, 22,7%; e veículos, motocicletas, partes e peças 21%.

A trajetória crescente das vendas do comércio varejista, evidenciada nas pesquisas do IBGE, é ratificada pela evolução de outros indicadores. Nesse sentido, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, cresceu 2,7% no trimestre finalizado em maio, em relação ao encerrado em fevereiro, considerados dados dessazonalizados. As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), aumentaram 10,7%, no mesmo período, ressaltando-se que o final do incentivo fiscal às vendas do setor tende a contribuir para sua estabilização, em patamar elevado, nos próximos meses. Em sentido oposto, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC do IBGE, recuaram 1,1% no trimestre finalizado em maio, em relação ao encerrado em fevereiro, de acordo com estatísticas dessazonalizadas da Associação Brasileira de Supermercados (Abras).

Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados

2003 = 100

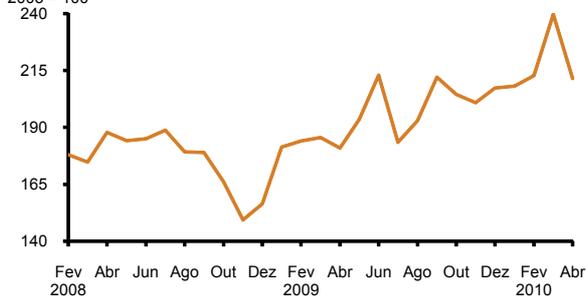


Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas (veículos, motos, partes e peças)

Dados dessazonalizados

2003 = 100



Fonte: IBGE

Tabela 1.2 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Abril de 2010

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume P	reços
Comércio varejista	15,0	11,8	2,9
Combustíveis e lubrificantes	8,9	5,4	3,3
Hiper, supermercados	14,2	10,6	3,3
Tecidos, vestuário e calçados	17,5	11,5	5,4
Móveis e eletrodomésticos	21,7	21,8	-0,1
Art. farmacêuticos, médicos,	17,3	12,7	4,1
Equip. e mat. para escritório,	15,2	23,2	-6,5
Livros, jornais, rev. e papelaria	13,0	8,4	4,2
Outros arts. de uso pessoal,	14,4	6,1	7,8
Comércio varejista ampliado	17,0	14,9	1,8
Automóveis e motocicletas	20,3	20,4	-0,1
Materiais de construção	20,3	16,0	3,7

Fonte: IBGE

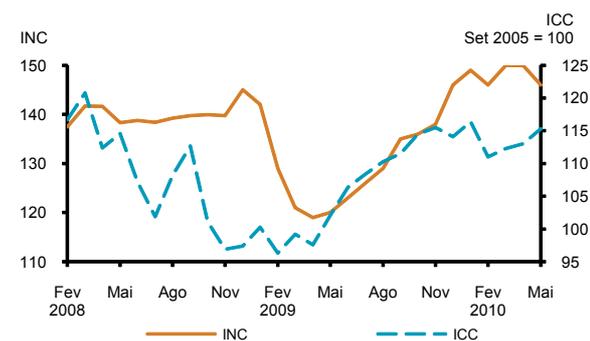
A melhora continuada das condições do mercado de trabalho segue favorecendo a trajetória dos índices de inadimplência. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 5,6% em maio, ante 6,9% em igual período do ano anterior, enfatizando-se que essa retração refletiu a ocorrência de recuos em todas as regiões do país, com ênfase nos de 1,8 ponto percentual (p.p.) e 1,7 p.p. assinalados no Nordeste e Centro-Oeste, respectivamente.

O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor, que inclui dívidas em atraso de no mínimo noventa dias junto às financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras, bancos, títulos protestados e segunda devolução de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, registrou, em maio, elevação de 4,3% em relação ao mês anterior e de 1,9% comparativamente a igual mês de 2009. Essa alta está concentrada nas operações com cartão de crédito, e segue compatível com a elevação das transações nesse segmento. No estado de São Paulo, a inadimplência, mensurada pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), atingiu 6,6% em maio, ante 9,7% em igual período de 2009.

Os principais indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores seguem em patamar elevado. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), registrou elevação mensal de 0,6% em maio, considerados dados dessazonalizados, e atingiu 116,1 pontos, terceiro maior valor da série histórica iniciada em setembro de 2005. O componente Índice da Situação Atual (ISA) cresceu 2,3% no período, situando-se no patamar recorde de 128,4 pontos, enquanto o Índice de Expectativas (IE) recuou 0,4%. O ICC registrou elevação de 12,9% em relação a maio de 2009.

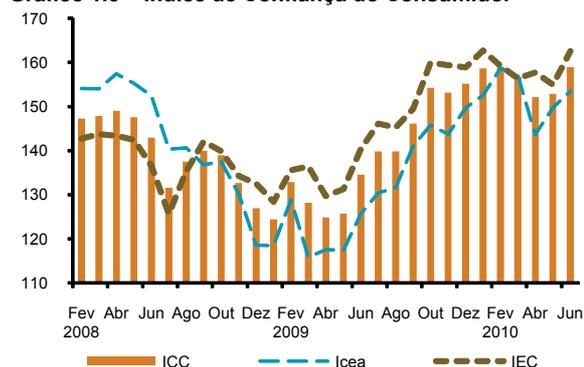
O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente, a partir de março de 2010, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou variações mensais de -3% em abril e de 1,8% em maio. Ressalte-se que, nesse mês, todos os componentes do indicador, excetuando-se o que avalia as expectativas de compras de maior valor, assinalaram resultados positivos, com ênfase nos relacionados às expectativas de desemprego, renda pessoal e endividamento. Embora a alteração na periodicidade de divulgação do indicador, de trimestral para mensal, não permita comparações entre períodos de 2010 e do ano anterior, deve ser enfatizado que o Inec se situa em patamar superior à sua média histórica.

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança e Índice de Confiança do Consumidor



Fontes: ACSP e FGV

Gráfico 1.5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, após atingir o recorde de 150 pontos em abril, assinalou retração mensal de 2,7% em maio, mas manteve-se em patamar 21,7% superior ao assinalado em igual período de 2009. O recuo mensal refletiu as retrações registradas nas regiões Sul, 19,3%, e Nordeste, 6,3%, neutralizadas, em parte, pelos aumentos observados nas regiões Sudeste, 5,4%, e Norte/Centro-Oeste, 3%. A evolução interanual do indicador decorreu de crescimento regional generalizado, com ênfase nos aumentos observados no Norte/Centro-Oeste, 34,4%, e no Nordeste, 31,7%.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, após atingir 159 pontos em fevereiro, recorde da série histórica iniciada em junho de 1994, registrou variações mensais de -1,5% em março, -2,9% em abril, 0,5% em maio e 4% em junho, posicionando-se em 158,9 pontos, segundo melhor resultado da série histórica. Os componentes do ICC apresentaram crescimento em maio, com o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) variando 4,9% e o Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), 2,5%. O ICC segue em patamar elevado – a média do indicador nos seis primeiros meses do ano situa-se em nível 21,8% superior à relativa a igual intervalo de 2009, reflexo das expansões observadas no Icea, 26,4%, e no IEC, 18,9%. No mesmo sentido, o IEC, medido pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio-RJ), após atingir o recorde de 121,4 pontos em janeiro de 2010, recuou nos três meses seguintes e registrou alta de 0,4% em maio, atingindo 118,2 pontos, considerados dessazonalizados.

1.2 Produção

Agropecuária

A produção do setor agropecuário aumentou 5,1% no primeiro trimestre de 2010, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE. Esse desempenho refletiu, em especial, o impacto das condições meteorológicas adequadas à produção de importantes culturas, como algodão herbáceo, milho, soja e café.

A estimativa de produção de grãos totaliza 145,8 milhões de toneladas em 2010, registrando expansão anual de 8,8%, de acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de maio, divulgado pelo IBGE.

Tabela 1.3 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		
	Produção		Variação %
	2009	2010 ^{1/}	
Produção de grãos	133 986	145 800	8,8
Caroço de algodão	1 785	1 879	5,3
Arroz (em casca)	12 605	11 249	-10,8
Feijão	3 523	3 329	-5,5
Milho	51 232	53 147	3,7
Soja	56 961	68 131	19,6
Trigo	4 965	5 154	3,8
Outros	2 916	2 911	-0,2

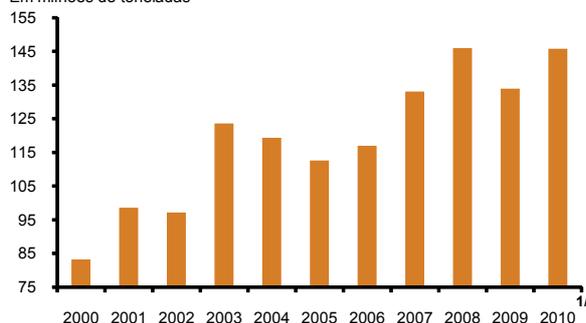
Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Estão projetados recuo de 0,9% para a área colhida e elevação de 9,9% para a produtividade média.

Gráfico 1.6 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano							
	2009	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Bovinos	-7,0	-5,7	-4,6	-3,6	-2,4	-1,2	0,3	
Suínos	11,8	13,3	13,5	12,9	12,1	11,7	10,9	
Aves	-5,2	-4,7	-3,7	-3,1	-3,1	-3,0	-2,7	

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2010			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Indústria geral	2,4	2,0	3,2	4,5
Por seção				
Indústria extrativa	2,5	2,8	3,9	3,9
Indústria de transformação	3,9	3,1	3,9	4,1
Por categoria de uso				
Bens de capital	11,9	6,5	4,5	4,9
Bens intermediários	5,1	4,2	3,8	2,6
Bens de consumo	1,1	1,2	3,0	4,0
Duráveis	-1,6	-1,1	3,0	4,4
Semi e não duráveis	2,2	3,2	3,5	3,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A safra de soja deverá crescer 19,6% no ano, com ênfase no aumento de 11,6% previsto para o rendimento médio da cultura, favorecido pelas condições meteorológicas adequadas nas principais regiões produtoras. No mesmo sentido, assinalem-se as projeções de crescimento para as produções de café, 12,9%; caroço de algodão herbáceo, 5,3%; trigo, 3,8%; milho, 3,7%; e cana-de-açúcar, 1,1%. Em sentido inverso, as safras de arroz e de feijão deverão recuar, na ordem, 10,8% e 5,5%.

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, as produções de aves, bovinos e suínos totalizaram, na ordem, 9,9 milhões, 6,6 milhões e 2,9 milhões de toneladas em 2009, registrando variações anuais respectivas de -2,7%, 0,3% e 10,9%.

As exportações de carne bovina totalizaram 300 mil toneladas no primeiro quadrimestre do ano, aumentando 3,5% em relação a igual intervalo de 2009, contrastando com os recuos respectivos de 8,5% e 1,2% observados nas vendas externas de carnes suína e de aves, que atingiram, na ordem, 151,5 mil e 1,1 milhão de toneladas.

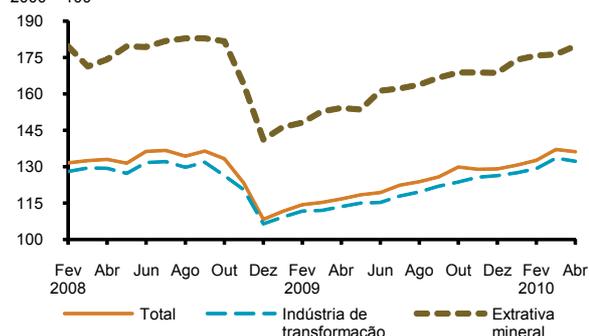
Produção industrial

A recuperação da atividade industrial, favorecida pelo dinamismo da demanda doméstica, permitiu que a produção do setor fabril superasse, em março, o patamar registrado no período pré-crise. O emprego industrial, após recuar em 2009, apresenta sinais de recuperação sustentável, enquanto a evolução das expectativas empresariais indica a continuidade do processo de crescimento do setor, com ênfase no desempenho dos segmentos bens de capital e material de construção.

A produção física da indústria cresceu 4,5% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia se expandido 2,4%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, com a indústria de transformação crescendo 4,1% e a extrativa, 3,9%. Vale mencionar que a expansão trimestral experimentada pela indústria refletiu a ocorrência de resultados positivos em todas as treze unidades federativas pesquisadas, ressaltando-se os crescimentos assinalados em Pernambuco, 11,9%, e Goiás, 11,4%.

Gráfico 1.7 – Produção industrial

Dados dessazonalizados
2000 = 100



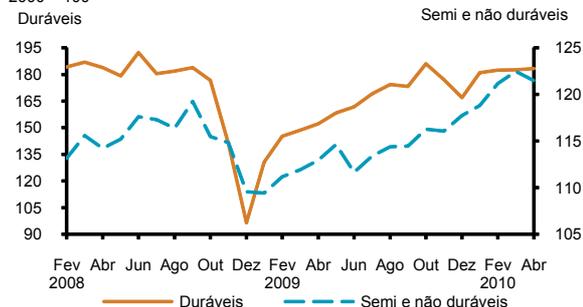
Fonte: IBGE

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Bens de consumo

Dados dessazonalizados

2000 = 100



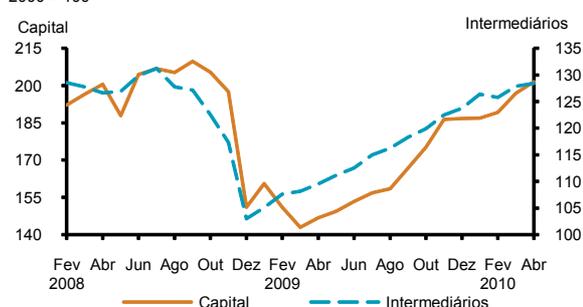
Fonte: IBGE

Gráfico 1.9 – Produção industrial

Bens de capital e intermediários

Dados dessazonalizados

2000 = 100

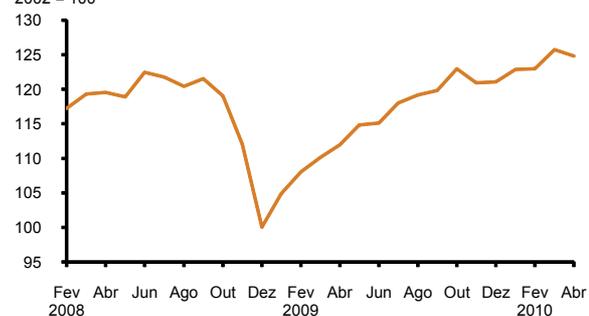


Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Produtividade do trabalho

Dados dessazonalizados

2002 = 100



Fonte: IBGE

A análise da evolução da indústria por categorias de uso revela crescimento generalizado no período, com ênfase na expansão de 4,9% no segmento de bens de capital. A produção de bens de consumo duráveis elevou-se 4,4%, seguindo-se os desempenhos das indústrias de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 3,5%, e de bens intermediários, 2,6%.

O dinamismo da produção de bens de capital refletiu, em parte, os aumentos trimestrais registrados nos segmentos de bens destinados à construção, 10,8%; de uso misto, 8,6%; e à energia elétrica, 7,7%.

A produção de automóveis aumentou 5,8% no trimestre encerrado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando registrara elevação de 0,1%, nesse tipo de comparação, de acordo com estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). A indústria de automóveis e comerciais leves cresceu 5,4% no período, enquanto as produções de caminhões e de ônibus experimentaram expansões respectivas de 7,9% e 10,2%. A indústria de máquinas agrícolas aumentou 10,3% no trimestre, com ênfase no acréscimo de 14,7% observado na produção de tratores de rodas.

O índice do pessoal ocupado, divulgado pela Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes), do IBGE, revela recuperação sustentada do emprego industrial, que, considerados dados dessazonalizados, aumentou 1,2% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, o terceiro resultado favorável consecutivo, nesse tipo de comparação. No mesmo sentido, o número de horas pagas na produção, que havia assinalado elevações respectivas de 1,6% e 1,3% nos trimestres finalizados em janeiro de 2010 e em outubro do ano anterior, apresentou elevação de 2,1%.

A produtividade do trabalho, estimada pela razão entre os índices da produção física e do número de horas pagas, registrou aumento médio de 2,4% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando crescera 0,8%, considerados dados dessazonalizados.

O Nuci atingiu 84,9% em maio, de acordo com estatísticas dessazonalizadas da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV, elevando-se 0,9 p.p. em relação a fevereiro e situando-se 2,6 p.p. acima da média da série, iniciada em abril de 1995. A análise por categorias de uso revela que o Nuci da indústria de material de construção aumentou 5 p.p. no trimestre, atingindo o

Gráfico 1.11 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

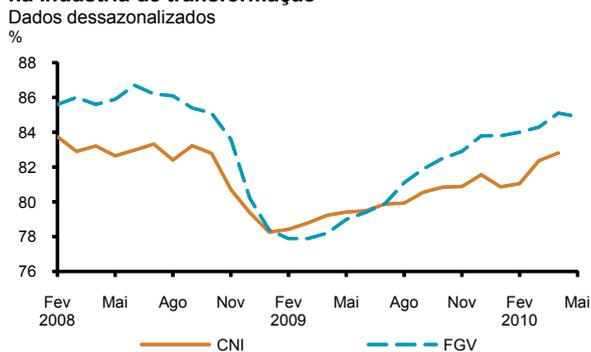


Tabela 1.6 – Índice de Confiança da Indústria^{1/}

Discriminação	2010				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Índice de Confiança da Indústria	113,6	115,8	116,5	115,3	116,1
Por componente:					
Índice de Situação Atual	112,6	113,4	117,3	120,0	119,2
Nível da demanda global	114,3	112,3	117,6	119,7	120,8
Nível de estoques	96,9	99,7	99,4	101,3	100,5
Situação dos negócios	123,5	124,9	131,8	136,2	133,3
Índice de Expectativas	114,5	118,3	115,7	110,5	113,0
Situação dos negócios	162,2	169,6	163,7	158,7	160,3
Emprego	120,8	128,3	125,2	123,0	126,2
Produção física	139,2	137,9	137,2	125,2	129,2

Fonte: FGV

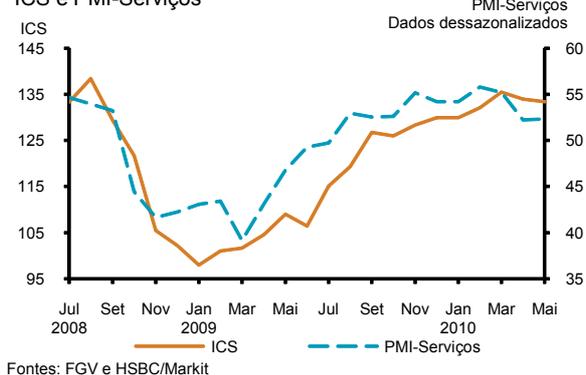
1/ A média dos últimos dez anos corresponde a 100. Séries dessazonalizadas.

recorde de 91,6%, enquanto o relativo à indústria de bens intermediários cresceu 2,3 p.p., para 86,5%. Os indicadores relativos às indústrias de bens de consumo e de bens de capital registraram estabilidade no trimestre, situando-se, na ordem, em 85,4% e 82,8% e 1,7 p.p. e 6,8 p.p. abaixo dos respectivos valores máximos.

A perspectiva de continuidade da expansão industrial é corroborada pela evolução das pesquisas de sentimento dos empresários. O Índice de Confiança do Empresário Industrial¹ (Icei), divulgado pela CNI, atingiu 66,3 pontos em maio, ante 67,8 pontos em fevereiro, com os componentes que avaliam a situação atual e as expectativas para os próximos seis meses situando-se, na ordem, em 61 e em 69,1 pontos. O Índice de Confiança da Indústria² (ICI), da FGV, registrou aumento trimestral de 0,3 p.p. e atingiu 116,1 pontos, reflexo dos aumentos assinalados nos componentes percepção do empresariado quanto ao nível de demanda, 8,5 pontos, e situação atual dos negócios, 8,4 pontos, em parte contrabalançados pelo recuo de 5,3 pontos no relacionado às expectativas. Por categorias de uso, ressaltou-se o aumento trimestral de 18,6 pontos observado no indicador relacionado ao segmento material de construção.

O Índice Gerente de Compras (PMI), calculado pela Markit e divulgado pelo HSBC Bank Brasil (HSBC), atingiu 52,4 pontos em maio³, ante 55,8 pontos em fevereiro, considerados dados dessazonalizados. Essa desaceleração decorreu de retrações em todos os componentes do índice, com ênfase na relativa ao indicador de novos pedidos, que recuou 5,4 pontos, para 51,9 pontos, no período.

Gráfico 1.12 – Confiança de Serviços
ICS e PMI-Serviços



Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), elaborado pela FGV em parceria com o Banco Central, objetiva mapear o nível de atividade e as expectativas empresariais do setor de serviços, o mais representativo da economia brasileira⁴. O indicador, após atingir 135,5 pontos em março, segundo maior valor da série, iniciada em junho de 2008, registrou variações mensais de -1,1% em abril e de -0,4% em maio, esta decorrente de estabilidade no ISA-S e de recuo de 0,8% no IE-S, mas permaneceu em patamar de

1/ Valores acima de 50 pontos representam otimismo.

2/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo.

3/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

4/ A metodologia de cálculo do indicador encontra-se no box "Sondagem do Setor de Serviços", na página 18 deste Relatório.

Sondagem do Setor de Serviços

Tabela 1 – Peso dos setores no PIB^{1/}

Setor	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Agropecuária	5,9	4,9	4,7	4,8	5,0	5,2
Indústria	25,8	25,1	24,7	23,9	23,3	21,8
Serviços	54,1	55,8	56,5	57,3	56,8	58,9
Impostos líquidos	14,2	14,2	14,1	14,0	14,9	14,0

Fonte: IBGE

1/ Valores a preços correntes.

A crescente importância relativa dos Serviços no Produto Interno Bruto (PIB) do país – o setor foi responsável por 58,9% do agregado em 2009, ante 54,1% em 2004, conforme observado na tabela 1 – evidencia a necessidade de monitorar as tendências de curto prazo dos segmentos que compõem o setor. Nesse contexto, em parceria com o Banco Central, a Fundação Getúlio Vargas (FGV) desenvolveu a Sondagem do Setor de Serviços.

A Sondagem do Setor de Serviços tem por finalidade, dentre outras, gerar indicadores que antecipem tendências econômicas para o setor. Trata-se de pesquisa mensal, de abrangência nacional, junto a mais de 2.000 empresas com um ou mais empregados. A cobertura nas atividades do setor de serviços é semelhante à da Pesquisa Anual de Serviços (PAS) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que abrange todo o setor de serviços, com exceção de governo, do setor de saúde, de parte das atividades de ensino, do setor financeiro e do comércio.

Assim, os resultados são divulgados para o setor de serviços como um todo, por porte (pequenas, médias e grandes) e para sete segmentos:

- serviços prestados às famílias (alojamento; alimentação; atividades recreativas e culturais; serviços pessoais e atividades de ensino continuada);
- serviços de informação (telecomunicações; atividade de informática; serviços audiovisuais e agências de notícias e serviços de jornalismo);
- serviços prestados às empresas (atividades jurídicas, contábeis e de assessoria empresarial; serviços de arquitetura e engenharia; ensaios de materiais e produtos de análise de qualidade;

- publicidade; seleção, agenciamento e locação de mão-de-obra temporária; serviços de investigação, segurança, vigilância e transportes de valores; serviços de limpeza em prédios e domicílios e outros serviços prestados às empresas);
- transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (transporte ferroviário e metroviário; transporte rodoviário; transporte aquaviário; transporte aéreo; agências de viagens e organizadoras de viagens; serviços auxiliares do transporte e correio e outras atividades de entrega);
 - atividades imobiliárias e aluguel de bens móveis e imóveis (incorporação, compra e venda de imóveis por conta própria; administração, corretagem e aluguel de imóveis de terceiros; e aluguel de veículos, máquinas e objetos pessoais e domésticos);
 - serviços de manutenção e reparação (manutenção e reparação de veículos; manutenção e reparação de objetos pessoais e domésticos e manutenção e reparação de máquinas de escritório e de informática);
 - outras atividades de serviços (serviços auxiliares de agricultura; agentes de comércio e representação comercial; serviços auxiliares, financeiros, de seguros e de previdência complementar e limpeza urbana e esgoto).

Esses segmentos foram definidos de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas, versão 1.0 (CNAE 1.0), do IBGE. O resultado de cada segmento é obtido a partir da agregação das proporções estimadas para os três níveis de porte, segundo a ponderação do total de pessoal ocupado das empresas, com base em dados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). O resultado relativo ao setor de serviços deriva da agregação das proporções estimadas para 31 segmentos, segundo o valor adicionado do segmento, com base na PAS do IBGE, com exceção dos quesitos relacionados ao emprego, que são ponderados pelo total de pessoal ocupado divulgado pela PAS.

As opções de respostas para as questões levantadas são majoritariamente qualitativas, o que facilita a avaliação imediata sobre o estado cíclico

do setor. Um dos principais atributos da pesquisa é a rapidez com que os dados são colhidos, processados e divulgados, sem que sejam necessárias revisões posteriores. Os resultados apurados fornecem sinalizações para um horizonte de três a seis meses, durante o mês de referência da divulgação.

As avaliações feitas em relação ao momento presente fazem referência ao nível ou à situação da variável no momento de aplicação da pesquisa (situação boa, normal ou ruim). As previsões para o futuro e as observações sobre o passado recente são feitas de modo comparativo (situação melhorará, ficará igual ou piorará). Algumas perguntas são direcionadas à empresa como um todo, a exemplo dos quesitos relacionados ao nível de emprego, fatores limitativos à melhora dos negócios e condições de crédito, enquanto outras são relacionadas ao nível dos serviços ofertados. Quando a empresa possui mais de uma linha relevante de serviços, as respostas são fornecidas para cada uma delas. As perguntas da Sondagem são relativas aos seguintes quesitos:

- situação atual dos negócios: a pesquisa procura captar o sentimento da empresa em relação ao estado geral dos negócios. Normalmente, ao avaliar o estado dos negócios, as empresas levam em consideração fatores de ordem microeconômica, tais como margens de lucro e faturamento, e fatores macroeconômicos que afetam seu desempenho, como taxas de juros e de câmbio, bem como carga tributária. Quanto ao horizonte temporal, a Situação dos negócios é avaliada em relação ao momento de realização da pesquisa;
- tendência dos negócios: as empresas devem avaliar, desconsiderando efeito sazonal, se o estado dos negócios para os próximos seis meses estará melhor, igual ou pior;
- emprego previsto: o objetivo é captar as perspectivas para os próximos três meses do contingente mão-de-obra empregado pela empresa em relação ao mês de referência da pesquisa;
- volume de demanda atual: a finalidade é avaliar o nível atual da demanda por serviços da empresa para a época do ano relativa ao mês de referência da pesquisa;

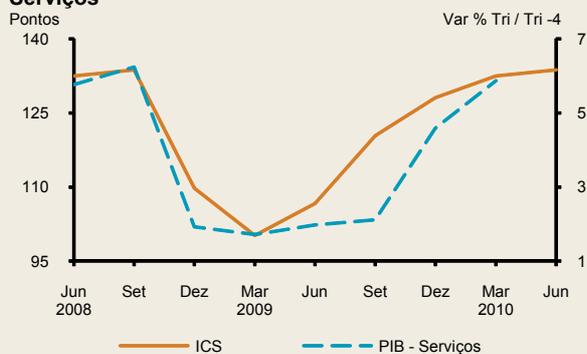
- demanda prevista: a empresa deve estimar, desconsiderando efeitos sazonais, como evoluirá o volume de demanda por seus serviços nos próximos três meses;
- previsão de faturamento: o objetivo é mensurar as perspectivas para os próximos três meses em relação ao trimestre do mês de referência da pesquisa;
- preços: avalia-se a perspectiva para os preços praticados pela empresa no trimestre seguinte ao mês de referência da pesquisa;
- condições de crédito: procura-se avaliar o grau de dificuldade para aquisição de crédito no sistema bancário no mês de referência da pesquisa;
- fatores limitativos à melhora da situação dos negócios: caso existam, a empresa deve selecionar, entre seis fatores sugeridos, os mais importantes ou especificar um fator não incluído no questionário.

Para cada quesito da pesquisa é criado um indicador síntese, construído a partir da proporção de respostas favoráveis ao quesito menos a proporção de respostas desfavoráveis ao quesito, acrescido de 100. Assim, se a proporção de respostas favoráveis for igual à proporção de respostas desfavoráveis, o indicador atinge 100 pontos, ou seja, zona de indiferença. Valores superiores a 100 indicam otimismo e valores inferiores a 100, pessimismo.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), indicador síntese da pesquisa, representa a média aritmética de dois indicadores: o Índice da Situação Atual (ISA-S) e o Índice de Expectativas (IE-S). O ISA-S é dado pela média aritmética dos quesitos situação atual dos negócios e volume atual de demanda. Similarmente, o IE-S é igual à média aritmética dos indicadores dos quesitos tendência dos negócios e demanda prevista.

A evolução do ICS, cuja série histórica se inicia em junho de 2008, mostra-se consistente com a evolução recente do setor de serviços. Nesse sentido, após registrar aumento nos três primeiros meses, o ICS recuou a partir de agosto de 2008 e atingiu o valor mínimo em janeiro de 2009, durante o período de acentuação da crise financeira internacional. Vale

Gráfico 1 – Índice de Confiança dos Serviços e PIB – Serviços



Fontes: IBGE e FGV

Gráfico 2 – Índice de Confiança de Serviços



Fonte: IBRE/FGV, em parceria com o Bacen

destacar a boa aderência da média trimestral do ICS ao Setor de Serviços do PIB, divulgado trimestralmente pelo IBGE, conforme observado no gráfico 1. A média do ICS nos primeiros meses do segundo trimestre de 2010 sugere a continuidade do crescimento da atividade no setor de serviços, que deverá se refletir no próximo resultado do PIB.

A análise na margem, expressa no gráfico 2, revela que o indicador recuou 1,1% em abril, em relação ao mês anterior, e atingiu 134 pontos, patamar inferior apenas aos assinalados no mês anterior, 135,5 pontos, e em agosto de 2008, 138,4 pontos. Na margem, o ISA-S cresceu 1,2% no mês, para 119,4 pontos, maior valor desde outubro de 2008, e o IE-S recuou 2,9%, para 148,6 pontos, mas manteve-se em patamar elevado.

otimismo. No mesmo sentido, o PMI-Serviços⁵, calculado pela Markit e divulgado pelo HSBC, atingiu 52,3 pontos em maio, ante 55,8 pontos em fevereiro, considerados dados dessazonalizados. O indicador, sem ajuste sazonal, alcançou 54,1 pontos em maio, ante 48,6 pontos em igual período do ano anterior.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br)

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br)⁶ registrou crescimento de 2,4% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando se elevava 2,8%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. A análise mensal revela que o indicador aumentou 0,3% em abril, décima sexta elevação consecutiva, nesse tipo de comparação. A média móvel trimestral do IBC-Br aumentou 0,8% em abril, ante 0,9% em março e 0,7% em fevereiro, evolução que reforça as perspectivas de continuidade do ciclo de expansão em que a economia se encontra. O indicador cresceu 11,8% em abril, em relação a igual mês do ano anterior, acumulando expansões de 10,5% no ano e de 4,1% em doze meses.

Gráfico 1.13 – Índice de atividade econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

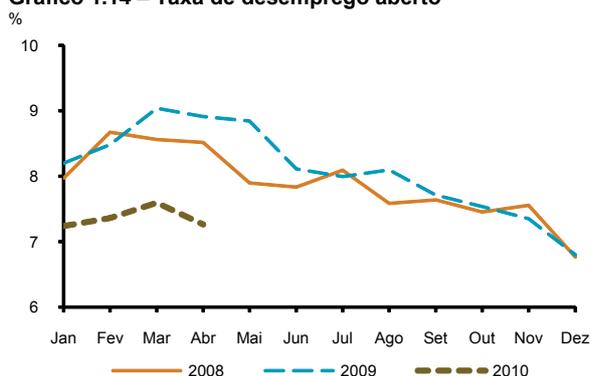
1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A evolução dos indicadores do mercado de trabalho segue compatível com o dinamismo da atividade econômica, registrando-se recuo na taxa de desemprego e melhora qualitativa na geração de postos de trabalho, expressa pela substituição de empregos informais por postos com carteira assinada. Os rendimentos reais do fator trabalho, embora impactados negativamente pela aceleração dos índices de preços no passado recente, seguem crescentes.

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 7,3% em abril, constituindo – a exemplo do observado nos sete meses anteriores – a menor taxa para o mês.

Gráfico 1.14 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

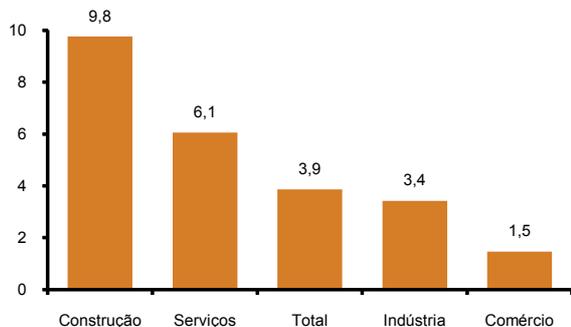
5/ O indicador é construído baseado em respostas mensais enviadas por executivos de cerca de quatrocentas empresas privadas do setor de serviços, com painel selecionado de forma a replicar a real estrutura do setor, cobrindo as atividades de transporte e comunicação, intermediação financeira, serviços empresariais, serviços pessoais, informática e tecnologia da informação, e hotéis e restaurantes. Valores acima de 50 representam crescimento da atividade.

6/ A metodologia do indicador encontra-se no box "Índice de Atividade Econômica do Banco Central", na página 24 do Relatório de Inflação de março de 2010.

Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu, em média, 7% no trimestre encerrado em abril, ante 7,7% naquele finalizado em janeiro, representando a maior retração trimestral e o menor patamar da série histórica, iniciada em março de 2002. Esse movimento refletiu o aumento assinalado na ocupação, 1,9%, maior crescimento trimestral desde abril de 2003, contrabalançado, em parte, pela expansão de 1,1% registrada na População Economicamente Ativa (PEA).

Gráfico 1.15 – População ocupada

Varição trimestre terminado em abril ante igual trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE

Tabela 1.7 – Evolução do emprego formal

Novos postos de trabalho – acumulado no período (em mil)

Discriminação	2009		2010		
	No ano	Jan	Fev	Mar	Abr
Total	995,1	181,4	390,8	657,3	962,3
Ind. de transformação	10,9	68,9	131,9	204,4	287,4
Comércio	297,2	-6,8	3,9	33,3	74,0
Serviços	500,2	57,9	143,5	249,9	346,5
Construção civil	177,2	54,3	89,1	127,7	166,1
Agropecuária	-13,6	4,1	8,1	18,5	57,4
Serv. ind. de util. pública	5,0	2,5	4,4	6,0	7,8
Outros ^{1/}	18,3	0,4	10,0	17,5	23,1

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

A taxa de desemprego recuou 1,4 p.p. no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período do ano anterior, ressaltando-se o aumento de 3,9% observado na ocupação, que evidenciou, em especial, as expansões na construção civil, 9,8%; nos serviços, exclusive serviços domésticos, 6,1%; e na indústria, 3,4%. Adicionalmente, note-se que os postos de trabalho formais e o número de empregos informais registraram variações respectivas de 6,8% e -0,1% no trimestre finalizado em abril, resultando em aumento de 1,4 p.p. na taxa de formalização – definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada e o número total de ocupados – que atingiu o recorde de 50,9% no período.

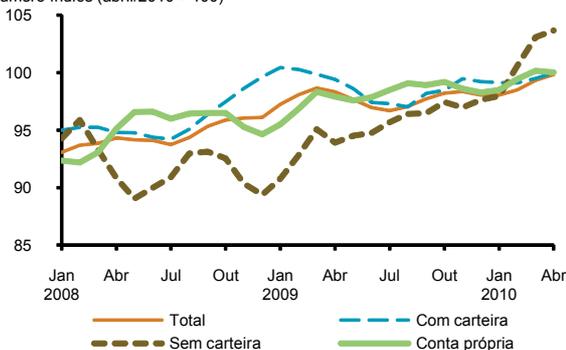
De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 962,3 mil postos de trabalho formais nos quatro primeiros meses de 2010, resultado mais expressivo no período, desde o início dessa série, em janeiro de 1985. Registraram-se,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

Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos ocupados, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME, aumentou 1,5% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período do ano anterior, situando-se no patamar mais elevado, para o trimestre, da série iniciada em março de 2002. Os ganhos reais aumentaram 10,4% no segmento informal e 0,6% no âmbito dos trabalhadores com carteira assinada, enquanto, em relação aos principais setores da economia, registraram-se aumentos relevantes na construção civil, 12,4%; no comércio, 5,1%; e nos serviços domésticos, 4,4%. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 5,5% no trimestre.

Gráfico 1.16 – Rendimento habitual médio real

Número índice (abril/2010 = 100)



Fonte: IBGE

Massa Salarial Ampliada e Massa Salarial Ampliada Disponível: acurando o conceito e a evolução comparativa recente

A massa salarial ampliada (MSA)¹ é definida como um agregado que incorpora a massa de rendimentos do trabalho e os benefícios previdenciários e de programas de proteção social do governo. Ressalte-se que esse conceito foi bastante mencionado após o agravamento da crise financeira internacional, em ambiente de redução de liquidez, bem como de deterioração das expectativas e, em menor escala, das condições do mercado de trabalho, pois sua dinâmica contribuía para preservar o dinamismo da demanda interna². Dada a relevância do conceito de MSA para a melhor compreensão da evolução do consumo privado, este boxe introduz um aperfeiçoamento metodológico, expresso na criação do conceito de massa salarial ampliada disponível (MSAD).

O rendimento do trabalho considerado na Pesquisa Mensal do Emprego (PME) e na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e utilizado no cálculo da MSA, não exclui descontos correspondentes aos pagamentos previdenciários e ao imposto de renda na fonte, o que pode reduzir seu poder explicativo, por exemplo, em momentos de alteração na legislação tributária e/ou previdenciária. Nesse sentido, portanto, o cálculo da MSAD utilizará o rendimento bruto, mas excluirá a carga de impostos e contribuições previdenciárias:

$$MSAD = MRB - (IR + CP) + BPS + BP;$$

onde $MRB = N \times RMB$ é tal que $MRD = MRB - (IR + CP)$.

1/ Ver boxe "Massa Salarial Ampliada: Conceito e Evolução Recente", publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2009.

2/ Ver boxe "Determinantes da Evolução Recente do Consumo Privado", publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2009.

Sendo:

MRB = massa de rendimentos do trabalho bruta;

IR = imposto de renda;

CP = contribuições previdenciárias;

BPS = benefícios de proteção social;

BP = benefícios previdenciários;

N = número de ocupados no país;

RMB = rendimento médio bruto.

Ressalte-se que, na construção da MSAD, é seguida a metodologia adotada no cálculo da MSA, incluindo-se, adicionalmente, o componente IR, que incorpora os recursos retidos na fonte advindos da renda do trabalho³, e as quotas-declaração de ajuste de assalariados e a componente CP que inclui as contribuições para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), para o Regime Próprio do Servidor Público Federal (RPSP) e para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão)⁴.

A tabela 1 apresenta a variação real da MSAD no quinquênio encerrado em 2009 e a participação de seus componentes naquele ano. A MRB, evidenciando a trajetória favorável do mercado de trabalho, expressa em aumento da taxa de formalização e em ganhos reais recorrentes, registrou aumento real médio de 5,6% no período, enquanto os recolhimentos relativos ao imposto de renda e às contribuições previdenciárias aumentaram 6,8%. O aumento médio mais acentuado desses recolhimentos, em relação ao registrado na MRB, refletiu-se no desempenho da massa de rendimentos do trabalho disponível (MRD), que assinalou crescimento médio de 5,4% no quinquênio finalizado em 2009. Vale mencionar que os outros componentes da MSAD registraram crescimento médio real de 7,9% no período, com ênfase na elevação de 18,2% nos gastos incluídos nos programas de proteção social do governo federal.

A participação da MRB na MSA atingia 75,1% em 2009 e a dos demais componentes (BPS e BP), 24,9%. A introdução do conceito

3/ Inclui receitas sobre benefícios previdenciários.

4/ As contribuições ao RGPS englobam os recolhimentos individuais e aqueles efetuados por empresas e entidades equiparadas; as destinadas ao RPSP incluem as contribuições para custeio das pensões militares e aquelas de servidores ativos, inativos e pensionistas; e os recolhimentos aos fundos de pensão, as contribuições de participantes ativos e assistidos do sistema de entidades fechadas de previdência complementar.

Tabela 1 – Massa ampliada real disponível
Acumulado no ano

Discriminação	Participação 2009	2005	2006	2007	2008	2009	Variação %	
							Média 2010 2009/2004	(até março)
Massa dos rendimentos do trabalho bruta (MRB) ^{1/}	100,0	5,5	6,0	5,2	7,8	3,3	5,6	5,7
Imposto de renda e contribuições previdenciárias ^{2/}	10,2	3,7	13,9	3,7	11,1	1,5	6,8	5,4
IRRF-trabalho e IR-assalariados	5,4	7,5	7,6	4,8	14,1	-2,3	6,4	4,6
Contribuições RGPS	3,5	13,3	16,7	9,2	6,8	6,1	10,4	7,1
Contribuições RPSP	0,8	29,2	14,1	8,0	9,7	8,2	13,8	6,2
Contribuições Fundos de Pensão	0,5	4,4	4,0	3,8	12,5	3,1	5,6	1,9
Massa dos rendimentos do trabalho disponível (MRD) ^{3/}	73,0	5,7	5,2	5,3	7,4	3,6	5,4	4,4
Outros	27,0	8,7	10,0	8,2	3,3	9,3	7,9	10,1
Programas de proteção social	3,6	25,7	21,5	15,1	9,4	19,0	18,2	10,4
Bolsa família	0,9	42,1	28,1	14,4	11,1	11,3	21,4	19,4
BPC	1,2	22,2	25,2	14,1	12,0	16,5	18,0	16,8
Seguro-desemprego e Bolsa-qualificação	1,4	18,0	13,8	16,5	5,9	26,5	16,1	-1,4
Benefícios previdenciários	23,5	7,3	8,7	7,3	2,5	8,0	6,8	10,1
RGPS	16,7	9,9	9,9	7,4	1,1	7,3	7,1	10,0
RPSP	5,1	0,5	6,2	7,9	7,4	8,6	6,1	10,2
Fundos de pensão	1,7	2,0	4,8	4,8	2,3	13,4	5,5	10,9
Massa salarial ampliada disponível	100,0	6,4	6,4	6,1	6,3	5,1	6,0	5,9

Fontes: IBGE, MDS, RFB, STN, MPS e SPC.

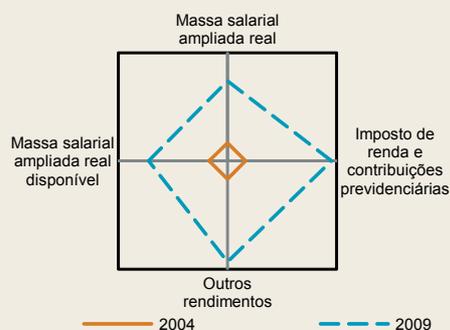
1/ Produto da população ocupada e o rendimento efetivo na PME (ajustado pelo rendimento efetivo na PNAD).

2/ Participação em 2009 no total – IRRF e IR-assalariados: 52,8%; Contribuições RGPS: 34,4%; Contribuições RPSP: 8,3% e Contribuições Fundos de Pensão: 4,5%.

3/ Massa dos rendimentos do trabalho bruta subtraída de imposto de renda e contribuições previdenciárias.

de disponibilidade na massa de rendimentos do trabalho e na massa salarial ampliada, excluindo os recolhimentos relativos ao imposto de renda e às contribuições previdenciárias, alterou as relações entre os componentes e o agregado, com a MRBD representando 73% da MSAD.

Gráfico 1 – Massa salarial ampliada real disponível e componentes selecionados

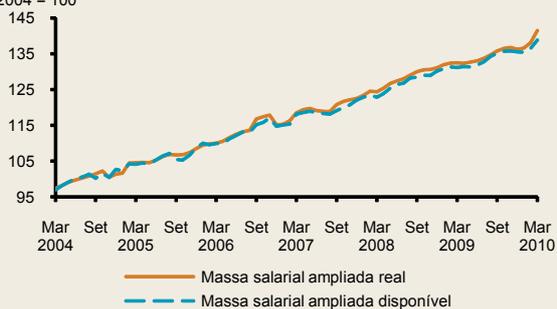


O gráfico 1 ilustra a evolução dos conceitos de massa salarial abordados neste box e o impacto das expansões reais médias assinaladas nos outros rendimentos e nos recolhimentos relativos ao imposto de renda e às contribuições previdenciárias. Nesse sentido, o losango, que representa os índices relativos às variáveis mencionadas com base 100 em 2004, torna-se assimétrico em direção ao eixo que representa o imposto de renda e contribuições previdenciárias e àquele relacionado aos outros rendimentos. A MSA real e a MSAD real apresentam padrões uniformes de evolução e crescimento relativamente menor no período.

Gráfico 2 – Massa salarial ampliada real e massa salarial ampliada real disponível

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral

2004 = 100



De fato, as trajetórias das médias móveis trimestrais reais da MSA e da MSAD, apresentadas no gráfico 2, como esperado, evidenciam boa aderência.

Em síntese, embora a exclusão do IR e das CP de modo geral não altere significativamente os componentes sazonal e de tendência-ciclo da série, o conceito de MSAD mostra-se bastante útil em momentos específicos. Nesse sentido, complementa o poder explicativo da MAS.

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.8 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2009				2010
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	-1,5	1,5	2,2	2,3	2,7
Agropecuária	-5,9	1,8	-0,5	0,2	2,7
Indústria	-4,5	1,5	3,3	4,0	4,2
Serviços	0,9	1,4	1,6	0,7	1,9
Consumo das famílias	0,0	2,9	2,5	2,1	1,5
Consumo do governo	4,5	-0,2	0,5	0,6	0,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-12,0	2,1	7,5	7,1	7,4
Exportação	-14,9	9,0	0,0	3,3	1,7
Importação	-17,6	5,8	3,4	13,3	13,1

Fonte: IBGE

Tabela 1.9 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	Variação %				
	2009				2010
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Acumulado no ano	-2,1	-1,9	-1,7	-0,2	9,0
Acumulado em 4 trimestres	3,0	1,0	-1,0	-0,2	2,4
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-1,5	1,5	2,2	2,3	2,7
Agropecuária	-5,9	1,8	-0,5	0,2	2,7
Indústria	-4,5	1,5	3,3	4,0	4,2
Serviços	0,9	1,4	1,6	0,7	1,9

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Trimestre ante igual trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2009				2010
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0
Consumo das famílias	1,5	3,0	3,9	7,7	9,3
Consumo do governo	4,3	3,9	1,6	4,9	2,0
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-14,2	-16,0	-12,5	3,6	26,0
Exportação	-15,4	-11,4	-10,1	-4,5	14,5
Importação	-15,8	-16,5	-15,8	2,5	39,5

Fonte: IBGE

^{1/} Estimativa.

O PIB cresceu 2,7% no primeiro trimestre de 2010, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, aumentando 9% em relação a igual período de 2009. As trajetórias favoráveis do mercado de trabalho, da renda real, dos investimentos e dos indicadores de confiança dos empresários e consumidores constituem indicativos importantes de que o atual ciclo da economia brasileira deverá se sustentar no médio prazo.

A evolução do PIB na margem, que configura o quarto aumento consecutivo do agregado nessa base de comparação, refletiu elevações na indústria, 4,2%; na agropecuária, 2,7%; e no setor de serviços, 1,9%. Em relação aos componentes da demanda, ressaltou-se, no período, a continuidade do crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 7,4%, enquanto os consumos das famílias e do governo aumentaram, respectivamente, 1,5% e 0,9%. As exportações apresentaram crescimento de 1,7% e as importações, em linha com o crescimento da demanda interna, 13,1%.

O desempenho do PIB em relação ao primeiro trimestre de 2009 evidenciou a consolidação do dinamismo da demanda interna, responsável por 11,8 p.p. da taxa de crescimento registrada no período, contrastando com a contribuição de -2,9 p.p. do setor externo.

Considerada a ótica da demanda, o consumo das famílias, em cenário de aumentos da massa salarial real, do emprego e do crédito, e de manutenção da confiança dos consumidores em patamar elevado, cresceu 9,3% no período, representando o vigésimo sexto resultado positivo nessa base de comparação. A FBCF, traduzindo a trajetória dos indicadores de confiança dos empresários e os desempenhos das indústrias da construção civil e de bens de capital, aumentou 26% no período, enquanto o consumo do governo cresceu 2%. A contribuição negativa do setor externo, consistente com a robustez da demanda interna e com o menor dinamismo da economia mundial, refletiu elevações nas exportações, 14,5%, e nas importações, 39,5%.

Em relação aos componentes da oferta, o desempenho interanual do PIB refletiu as elevações nas produções dos setores industrial, 14,6%; de serviços, 5,9%; e agropecuário, 5,1%.

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante igual trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2009				2010
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	-2,8	-4,4	-9,0	-4,6	5,1
Indústria	-10,4	-8,6	-6,9	4,0	14,6
Extrativa mineral	-2,6	-1,8	-2,0	5,6	13,6
Transformação	-14,0	-10,8	-7,9	4,7	17,2
Construção civil	-9,6	-9,3	-8,4	2,5	14,9
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-4,2	-3,8	-3,3	1,4	8,1
Serviços	1,7	2,0	2,1	4,6	5,9
Comércio	-6,0	-3,8	-2,8	8,1	15,2
Transporte, armazenagem e correio	-6,2	-5,4	-2,9	5,4	12,4
Serviços de informação	6,4	6,8	4,5	2,1	2,6
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relativos	6,2	5,0	6,1	8,5	9,0
Outros serviços	5,8	6,2	4,9	3,5	2,4
Atividades imobiliárias e aluguel	1,3	1,4	1,4	1,5	1,8
Administração, saúde e educação públicas	3,4	2,9	3,2	3,2	2,3
Valor adic. a preços básicos	-1,8	-1,3	-1,1	3,9	8,0
Impostos sobre produtos	-4,2	-3,5	-2,0	6,2	14,9
PIB a preços de mercado	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0

Fonte: IBGE

O desempenho da indústria geral foi impulsionado pelo dinamismo das indústrias de transformação, 17,2%, e da construção civil, 14,9%, esta favorecida pela intensificação dos recursos destinados a financiamentos imobiliários e às obras de infraestrutura no âmbito do PAC. A produção e distribuição de eletricidade, gás e água aumentou 8,1% no período, enquanto a atividade extrativa mineral, evidenciando o desempenho do segmento minério de ferro, cresceu 13,6%.

A agropecuária cresceu 5,1% no primeiro trimestre de 2010, em relação a igual intervalo do ano anterior, com ênfase nos resultados das safras de algodão, milho e soja.

O setor de serviços, evidenciando o fortalecimento da demanda interna, cresceu 5,9% no período, ressaltando-se as expansões dos segmentos comércio, 15,2%, e transporte, armazenamento e correios, 12,4%, que refletem, em parte, o comportamento dos setores agropecuário e industrial. O setor serviços de intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos cresceu 9%, seguindo-se as expansões registradas nos segmentos serviços de informação, 2,6%; outros serviços, 2,4%; administração, saúde e educação públicas, 2,3%; e atividades imobiliárias e aluguel, 1,8%.

As projeções para o crescimento do PIB em 2010 encontram-se detalhadas no box "Revisão da Projeção para o PIB em 2010", na página 31 deste Relatório.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 26% no primeiro trimestre de 2010, em relação a igual período de 2009, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE. A análise na margem, considerados dados dessazonalizados, ratifica a trajetória crescente dos investimentos, que aumentaram 7,4% em relação ao quarto trimestre de 2009, e constitui indicativo importante de sustentabilidade do atual ciclo de expansão da economia.

O desempenho dos investimentos na margem havia sido antecipado pela trajetória de indicadores mensais da FBCF. Nessa linha, a produção de insumos da construção civil registrou expansão de 3,9% no primeiro trimestre de 2010, em relação ao finalizado em dezembro do ano anterior, enquanto a produção, as importações e as exportações de bens de capital assinalaram aumentos respectivos de 4,5%,

Revisão da Projeção para o PIB

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2009				2010	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	-2,8	-3,7	-5,3	-5,2	5,1	5,4
Indústria	-10,4	-9,5	-8,6	-5,5	14,6	11,6
Extrativa mineral	-2,6	-2,2	-2,1	-0,2	13,6	9,4
Transformação	-14,0	-12,3	-10,7	-7,0	17,2	12,3
Construção civil	-9,6	-9,5	-9,1	-6,3	14,9	13,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-4,2	-4,0	-3,7	-2,4	8,1	7,4
Serviços	1,7	1,9	1,9	2,6	5,9	5,3
Comércio	-6,0	-4,9	-4,2	-1,2	15,2	9,0
Transporte, armazenagem e correio	-6,2	-5,8	-4,8	-2,3	12,4	9,4
Serviços de informação	6,4	6,6	5,9	4,9	2,6	4,8
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relativos	6,2	5,6	5,8	6,5	9,0	6,3
Outros serviços	5,8	6,0	5,6	5,1	2,4	4,8
Atividades imobiliárias e aluguel	1,3	1,4	1,4	1,4	1,8	2,4
Administração, saúde e educação públicas	3,4	3,2	3,2	3,2	2,3	3,0
Valor adic. a preços básicos	-1,8	-1,5	-1,4	-0,1	8,0	6,9
Impostos sobre produtos	-4,2	-3,8	-3,2	-0,8	14,9	9,8
PIB a preços de mercado	-2,1	-1,9	-1,7	-0,2	9,0	7,3

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2010 foi revisada de 5,8%, constante nos dois últimos Relatórios de Inflação, para 7,3%. Esse aumento da projeção está em linha com resultados divulgados no primeiro semestre do ano e reflete melhora generalizada dos indicadores de atividade, sejam pela ótica da produção ou pela da demanda.

A agropecuária deverá crescer 5,4%, aumento de 0,1 p.p. em relação à projeção do Relatório de março, consistente com as alterações nos prognósticos do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os crescimentos das safras de soja, trigo e café estão estimados em 19,2%, 13,1% e 10,9%, respectivamente.

A projeção de expansão do setor industrial passou de 8,3% para 11,6%, com ênfase na revisão, de 10,1% para 13,3%, da estimativa para a construção civil, que reflete o dinamismo do setor nos primeiros meses do ano e perspectivas bastante favoráveis para o segundo semestre. A estimativa para o crescimento da indústria de transformação passou de 8,2% para 12,3%; a da indústria extrativa mineral, de 6,1% para 9,4%; e a da produção e distribuição de eletricidade, gás e água, de 7,3% para 7,4%.

O setor de serviços deverá crescer 5,3%, ante 4,7% projetado anteriormente. Esse aumento foi determinado, principalmente, pelos crescimentos respectivos de 2,4 p.p. e 2,9 p.p. nas estimativas para o crescimento dos subsetores comércio e transportes, e armazenagem e correio, diretamente influenciados pelo desempenho da agropecuária e da indústria.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	2009				Variação % 2010	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	IV Tri ^{1/}
PIB a preços de mercado	-2,1	-1,9	-1,7	-0,2	9,0	7,3
Consumo das famílias	1,5	2,3	2,8	4,1	9,3	7,2
Consumo do governo	4,3	4,1	3,3	3,7	2,0	3,2
Formação Bruta de						
Capital Fixo	-14,2	-15,1	-14,2	-9,9	26,0	17,1
Exportação	-15,4	-13,2	-12,1	-10,3	14,5	12,6
Importação	-15,8	-16,2	-16,0	-11,4	39,5	27,8

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Considerada a ótica da demanda, a estimativa para o consumo das famílias aumentou de 6,1% para 7,2%, evolução consistente com as perspectivas de continuidade de melhora no emprego e na renda; enquanto a estimativa relativa ao consumo do governo cresceu 0,3 p.p., para 3,2%, após ajuste frente ao último resultado trimestral. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deverá crescer 17,1%, ante 15,7% na projeção anterior, aumento compatível com o patamar elevado da confiança dos empresários e com a crescente utilização da capacidade instalada. Esse quadro deve ser reforçado por projetos ligados ao setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, em grande parte, liderados pelo setor público. Além disso, note-se que esses projetos, bem como a realização de eventos como Copa do Mundo e Olimpíadas, geram diversas externalidades para a economia como um todo e devem estimular a expansão do investimento privado neste e nos próximos anos. A contribuição da demanda doméstica para o resultado do PIB deverá atingir 9 p.p.

As exportações devem aumentar 12,6% e as importações, 27,8%, ante crescimentos respectivos de 12% e de 20,4%, na estimativa anterior. A perspectiva de crescimento mais intenso das importações reflete a fato de a economia se encontrar em novo ciclo de expansão, impulsionado pela demanda doméstica. Por outro lado, o desempenho relativamente modesto das exportações reflete as perspectivas pouco favoráveis para o crescimento de importantes parceiros comerciais do Brasil. Essas trajetórias deverão se traduzir em contribuição negativa de 1,7 p.p. do setor externo para o PIB em 2010.

de 13,1% e de 2,9%, resultando em crescimento de 5,9% na absorção desses bens.

A evolução da produção de bens de capital traduziu expansão setorial generalizada, com ênfase no desempenho dos segmentos de bens destinados ao setor de peças agrícolas, 33,2%; bens industrializados seriados, 13,6%; bens produzidos para o setor agrícola, 7,4%; equipamentos de transporte, 7,3%; bens para o setor da construção civil, 5%; e bens destinados ao setor de energia elétrica, 3,3%.

Os desembolsos do sistema BNDES – BNDES, Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpa) – totalizaram R\$25,5 bilhões no primeiro trimestre de 2010, elevando-se 42,5% em relação a igual período de 2009. Os recursos destinados à agropecuária cresceram 129,9% e os destinados aos setores comércio e serviços, 70,5%. Os desembolsos à indústria de transformação, representando 29,4% dos recursos aportados pelo sistema BNDES no trimestre, recuaram 2,7% em relação a igual período de 2009.

Estatísticas relativas a abril ratificam a trajetória de crescimento dos investimentos. Nesse sentido, a produção, as importações e as exportações de bens de capital elevaram-se, na ordem, 2,6%, 0,9% e 3,4%, em relação a março, resultando em expansão de 2,2% na absorção desses bens, enquanto a produção de insumos da construção civil assinalou aumento mensal de 1,4%.

1.6 Conclusão

A economia encontra-se em novo ciclo de expansão, conforme indicam as contas nacionais relativas ao primeiro trimestre de 2010, resultado relevante em termos quantitativos – o PIB trimestral cresceu 9% em relação a igual período do ano anterior – e, especialmente, em termos qualitativos, tendo em vista a contribuição expressiva dos investimentos.

A demanda interna permanece como elemento propulsor do ritmo de crescimento econômico, com ênfase na recuperação dos investimentos, o que ratifica o cenário de sustentabilidade, a médio prazo, da expansão da economia. Essa perspectiva ganha respaldo adicional na evolução dos indicadores de confiança de empresários e consumidores; das condições do mercado de crédito, que registra aumento no volume dos empréstimos e retrações nas taxas de juros, nos *spreads* e na inadimplência; e do mercado de trabalho,

expressa em ganhos salariais reais e aumento da taxa de formalização do emprego.

O consumo das famílias deverá seguir impulsionado pela disposição dos trabalhadores em comprometer renda futura, em cenário de confiança elevada e disponibilidade de crédito, enquanto a retomada dos investimentos, evidenciando a expectativa favorável dos empresários, o aumento da utilização da capacidade instalada e o comportamento do setor de construção, tende a se consolidar.

As perspectivas favoráveis quanto à evolução da atividade econômica nos próximos trimestres devem incorporar, entretanto, o impacto negativo do efeito da antecipação de compras registrado no primeiro trimestre do ano, em resposta ao final da desoneração fiscal nos segmentos de automóveis e de outros bens duráveis, ocorrido nos primeiros meses do segundo trimestre.

A inflação mensurada pela variação dos índices de preços ao produtor, pressionada pelos aumentos dos preços agrícolas e industriais, registrou aceleração no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro.

A variação dos preços ao consumidor persiste em patamar elevado, apesar do esgotamento da contribuição associada ao reajuste anual das mensalidades escolares e do arrefecimento dos preços dos alimentos *in natura* e dos monitorados. A inflação associada aos preços livres, evidenciando, em especial, a pressão exercida pelos serviços, registrou aceleração na margem, em parte devido à elevação dos custos de mão-de-obra.

Pressões no âmbito dos preços ao consumidor deverão ser observadas, nos próximos meses, em virtude do repasse de aumentos dos preços registrados no atacado. Nesse cenário, em que as taxas de inflação acumuladas em doze meses seguem apresentando tendência crescente, há riscos de distanciamento da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	2010				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	1,01	1,09	0,63	0,72	1,57
IPA	0,96	1,38	0,52	0,68	2,06
IPC-Br	1,29	0,68	0,86	0,76	0,21
INCC	0,64	0,36	0,75	0,84	1,81

Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, registrou variação de 2,95% no trimestre encerrado em maio, ante 2,00% naquele finalizado em fevereiro. O crescimento traduziu o impacto das acelerações registradas nos preços ao produtor e nos custos da construção, esta evidenciando o aumento no fator mão-de-obra. Em contrapartida, houve desaceleração de 0,38 p.p., para 1,84%, na variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Considerados períodos de doze meses, o IGP-DI acumulou variação de 4,38% em maio, ante 0,77% em fevereiro, resultado mais elevado, nessa base de comparação, desde o crescimento de 4,74% observado em

abril de 2009, registrando-se acelerações nas variações dos preços dos três componentes do indicador.

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) cresceu 3,29% no trimestre encerrado em maio, ante 2,06% naquele finalizado em fevereiro. Os preços agrícolas elevaram-se 4,08% no período, ante recuo de 0,08% no trimestre encerrado em fevereiro, com ênfase nas variações relativas aos itens feijão, 67,26%; batata-inglesa, 39,96%; leite *in natura*, 25,52%; tomate, 15,81%; algodão, 11,81%; suínos, 11,53%; cana-de-açúcar, 6,26%; e bovinos, 6,09%. Os preços industriais registraram variações respectivas de 3,04% e 2,75% nos trimestres considerados, aceleração associada, em especial, ao impacto das elevações nos preços dos segmentos minerais metálicos, 61,16%; laticínios, 6,88%; metalurgia básica, 6,79%; e produtos do fumo, 5,29%, neutralizado, em parte, pelas retrações nos preços dos itens álcool, 26,04%; produtos alimentícios e bebidas, 3,17%; e material eletrônico, 1,75%. A variação acumulada do IPA em doze meses atingiu 3,77% em maio, ante -1,19% em fevereiro.

A desaceleração trimestral do IPC refletiu, em especial, o recuo de 0,44% registrado nos preços do grupo Transportes, contrastando com a expansão de 5,57% assinalada no trimestre encerrado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, o indicador apresentou elevações respectivas de 5,28% e 4,91% em maio e em fevereiro.

O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), após registrar crescimento de 1,10% no trimestre encerrado em fevereiro, aumentou 3,44% naquele finalizado em maio. Esse resultado refletiu os aumentos respectivos de 5,33% e 1,72% registrados nos preços dos itens mão-de-obra e materiais e serviços. Considerados períodos de doze meses, o INCC variou 6,07% em maio, ante 3,66% em fevereiro.

Gráfico 2.1 – Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial

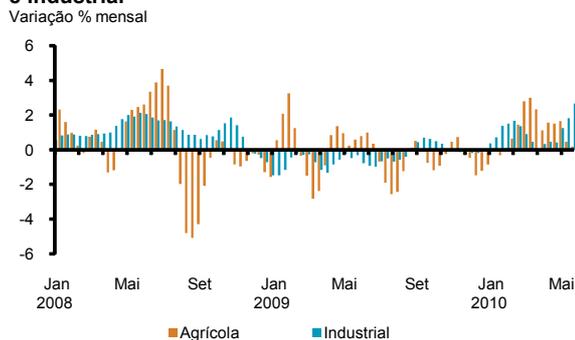
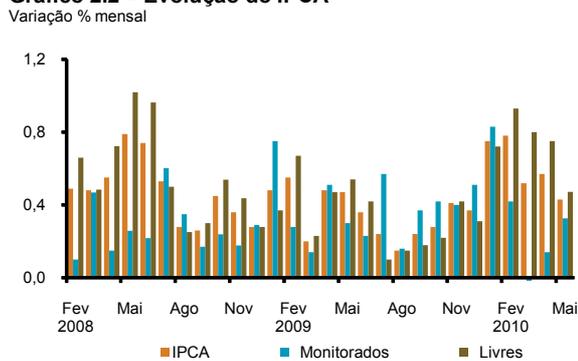


Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 1,53% no trimestre encerrado em maio, ante 1,91% naquele finalizado em fevereiro. Essa evolução esteve associada, em especial, à desaceleração, de 1,77% para 0,32%, dos preços monitorados, com ênfase nos recuos nos preços dos itens passagens aéreas, 11,94%, e gasolina, 2,49%, que haviam aumentado 31,77% e 2,45%, respectivamente, no trimestre finalizado em fevereiro.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

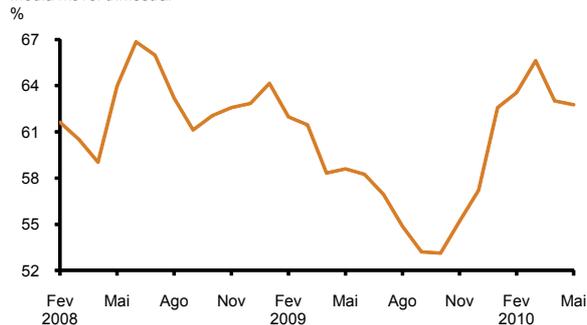
Discriminação	Variação % mensal				
	2010				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA 0,75		0,78	0,52	0,57	0,43
Livres	0,72	0,93	0,80	0,75	0,47
Comercializáveis	0,68	0,26	0,53	0,61	0,42
Não comercializáveis	0,75	1,54	1,03	0,87	0,52
Serviços	0,61	1,81	0,72	0,50	0,62
Monitorados	0,83	0,42	-0,14	0,14	0,33

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos

Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2010					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	0,75	0,78	0,52	0,57	0,43	3,09
Livres	70,73	0,72	0,93	0,80	0,75	0,47	3,72
Monitorados	29,27	0,83	0,42	-0,14	0,14	0,33	1,59
Principais itens							
Energia elétrica	3,19	0,07	0,10	-0,11	-0,13	1,23	1,16
Gás veicular	0,11	-0,39	0,24	0,53	-0,39	0,57	0,56
Gás encanado	0,10	0,18	0,34	0,04	0,00	1,04	1,61
Óleo diesel	0,08	0,26	0,00	-0,10	-0,30	0,03	-0,11
Pedágio	0,12	-3,83	-5,57	0,00	0,00	0,00	-9,19
Telefone celular	1,30	0,00	0,00	0,31	0,00	0,00	0,31
Água e esgoto	1,61	0,00	0,00	0,74	0,08	0,84	1,67
Ônibus urbano	3,87	3,90	2,50	0,60	0,00	0,00	7,14
Passagem aérea	0,29	-4,00	-6,57	-6,35	-5,12	-0,90	-21,02
Gasolina	3,99	1,33	0,97	-1,95	-0,56	0,01	-0,23
Gás de bujão	1,20	0,66	0,20	0,29	0,38	-0,25	1,28
Remédios	2,84	0,06	-0,43	0,04	2,22	1,16	3,06
Plano de saúde	3,43	0,53	0,53	0,53	0,53	0,54	2,69

Fonte: IBGE

A variação dos preços livres atingiu 2,03%, ante 1,97% no trimestre encerrado em fevereiro, movimento decorrente do impacto mais acentuado, de 1,10% para 1,58%, na variação dos preços dos bens comercializáveis, em relação ao proporcionado pela redução, de 2,76% para 2,44%, na relativa aos preços dos bens e serviços não comercializáveis. Vale mencionar que o desempenho trimestral dos preços dos itens comercializáveis refletiu, principalmente, a elevação dos preços dos bovinos, leite e derivados, vestuário e automóvel novo.

Considerados períodos de doze meses, o IPCA registrou variação de 5,22% em maio, ante 4,83% em fevereiro, resultado do aumento, de 4,77% para 5,60%, na variação dos preços livres, e do recuo, de 4,97% para 4,31%, na referente aos preços monitorados.

A trajetória dos preços livres evidencia a elevação recente experimentada, em especial, pelos preços dos bens de consumo duráveis e não duráveis. A esse respeito, resalte-se o impacto dos aumentos nos preços dos serviços, que, considerados períodos de doze meses, cresceram 6,78% em maio, ante 6,23% em fevereiro, trajetória decorrente, em grande parte, das acelerações dos preços dos itens empregado doméstico e serviços de educação, que aceleraram, respectivamente, 0,84 p.p. e 1,17 p.p. no período considerado.

O índice de difusão atingiu, em média, 62,76% no trimestre encerrado em maio, ante 63,54% naquele finalizado em fevereiro e 58,59% em igual período do ano anterior.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,32% no trimestre finalizado em maio, contribuindo com 0,09 p.p. para a variação de 1,53% do IPCA no período. As maiores pressões originaram-se nos reajustes dos itens remédios, 3,45%; plano de saúde, 1,61%; e taxa de água e esgoto, 1,67%, este pressionado pelos aumentos assinalados em Salvador, 9,29%; Goiânia, 5,29%; Brasília, 4,38%; e Belo Horizonte, 3,96%.

A variação acumulada em doze meses dos preços monitorados atingiu 4,31% em maio, ante 4,97% em fevereiro, enquanto, considerados os cinco primeiros meses do ano, registraram-se aumentos de 1,58% em 2010 e de 1,99% em 2009.

2.4 Núcleos

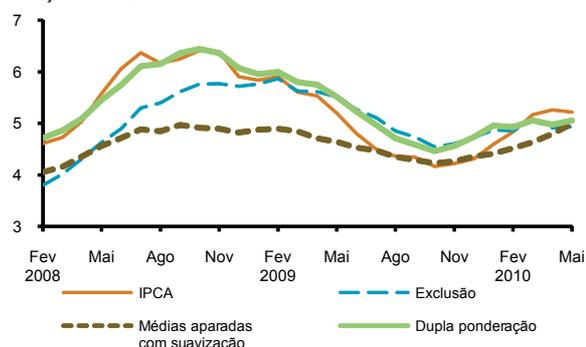
Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2010				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,75	0,78	0,52	0,57	0,43
Exclusão	0,59	0,68	0,42	0,42	0,56
Médias aparadas c/ suavização	0,48	0,39	0,46	0,50	0,62
Dupla ponderação	0,60	0,47	0,40	0,42	0,56
IPC-Br (cheio)	1,29	0,68	0,86	0,76	0,21
Médias aparadas	0,47	0,41	0,42	0,47	0,47

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

O núcleo do IPCA, por exclusão, registrou variações de, igualmente, 0,42% em março e em abril, e de 0,56% em maio, acumulando 1,41% no trimestre encerrado em maio, ante 1,74% naquele finalizado em fevereiro. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 4,93% em maio, ante 4,86% em fevereiro.

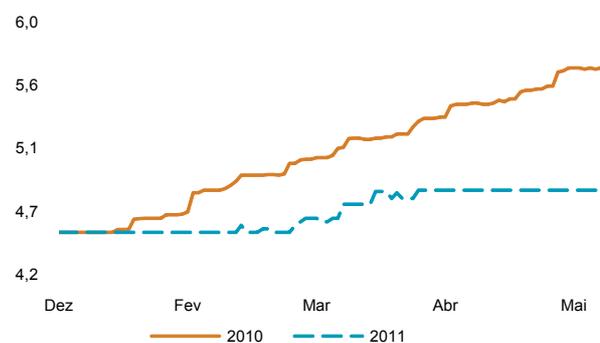
O núcleo calculado por médias aparadas com suavização registrou variações de 0,46% em março, 0,50% em abril e 0,62% em maio, acumulando 1,59% no trimestre. O critério utilizado para o cálculo desse indicador exclui os itens cuja variação mensal se situe, na distribuição, acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20, além de suavizar ao longo de doze meses a flutuação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 4,99% em maio, ante 4,52% em fevereiro.

O núcleo de dupla ponderação apresentou variações de 0,40% em março, 0,42% em abril e 0,56% em maio, acumulando 1,39% no trimestre finalizado em maio, ante 1,55% naquele encerrado em fevereiro. A variação do indicador acumulada em doze meses totalizou 5,06% em maio, ante 4,93% em fevereiro. Esse núcleo é calculado reponderando-se os pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis.

O núcleo de inflação do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, apresentou variações de 0,42% em março e 0,47% em abril e maio, acumulando aumento de 1,37% no trimestre, ante 1,21% naquele encerrado em fevereiro. Consideradas variações acumuladas em doze meses, o indicador registrou aumento de 4,16% em maio, ante 3,91% em fevereiro.

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas

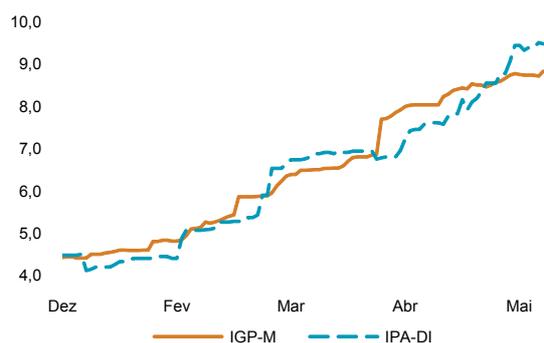


2.5 Expectativas de mercado

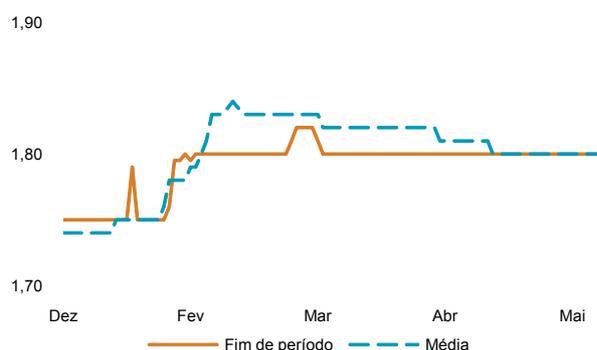
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 28 de maio, as medianas das previsões relativas às variações anuais do IPCA para 2010 e 2011 atingiram 5,7% e 4,8%, ante 4,9% e 4,5%, respectivamente, ao final de fevereiro. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 4,8%, comparativamente a 4,5% ao final de fevereiro.

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2010

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas 2010

**Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado**

	31.12.2009		26.2.2010		28.5.2010	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
IPCA	4,5	4,5	4,9	4,5	5,7	4,8
IGP-M	4,4	4,5	5,9	4,5	8,8	5,0
IPA-DI	4,5	4,5	5,3	4,5	9,5	5,0
Preços administrados	3,5	4,5	3,6	4,5	3,6	4,7
Selic (fim de período)	10,8	10,9	11,3	11,3	11,8	11,5
Selic (média do período)	9,9	10,6	10,1	11,3	10,4	11,8
Câmbio (fim de período)	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9
Câmbio (média do período)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
PIB	5,2	4,5	5,5	4,5	6,5	4,5

As medianas relativas às variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) e do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) para 2010 aumentaram, na ordem, de 5,9% e 5,3% ao final de fevereiro para 8,8% e 9,5% em 28 de maio, enquanto as referentes a 2011 atingiram, igualmente, 5%, ante 4,5% em 26 de fevereiro.

A mediana das expectativas quanto à evolução, em 2010, dos preços administrados ou monitorados por contratos não se alterou desde o final de fevereiro, mantendo-se em 3,6% em 28 de maio, enquanto a referente a 2011 aumentou de 4,5% para 4,7%.

A mediana da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2010 manteve-se inalterada, em R\$1,80/US\$, enquanto a projeção para o final de 2011 foi revisada de R\$1,87/US\$ ao final de fevereiro para R\$1,85/US\$ em 28 de maio. A mediana das projeções para a taxa de câmbio média relativa a 2010 recuou de R\$1,83/US\$ ao final de fevereiro para R\$1,80/US\$, enquanto a mediana para 2011 não se alterou, mantendo-se em R\$1,84/US\$ entre as duas datas.

2.6 Conclusão

A evolução recente dos preços ao consumidor refletiu, fundamentalmente, o esgotamento das pressões sazonais relacionadas ao grupo educação, em especial ao item cursos, e o arrefecimento na variação dos preços monitorados. Vale enfatizar que a desaceleração registrada na margem contrasta com o movimento inverso no período acumulado em doze meses, em particular no que se refere ao comportamento dos preços dos serviços e dos bens comercializáveis.

As perspectivas para a inflação nos próximos meses devem refletir o desempenho robusto da demanda interna, em um cenário de expansão da economia doméstica ao longo do ano, bem como possíveis impactos da elevação dos preços de matérias-primas e de mão-de-obra.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2010				R\$ bilhões	
	Jan	Fev	Mar	Abr	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	1 424,6	1 435,9	1 452,0	1 468,2	3,1	17,6
Recursos livres	956,2	963,7	972,5	981,2	2,6	11,7
Direcionados	468,4	472,2	479,5	487,0	4,0	31,6

Participação %:						
Total/PIB	45,0	45,0	45,0	45,2		
Rec. livres/PIB	30,2	30,2	30,2	30,2		
Rec. direc./PIB	14,8	14,8	14,9	15,0		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

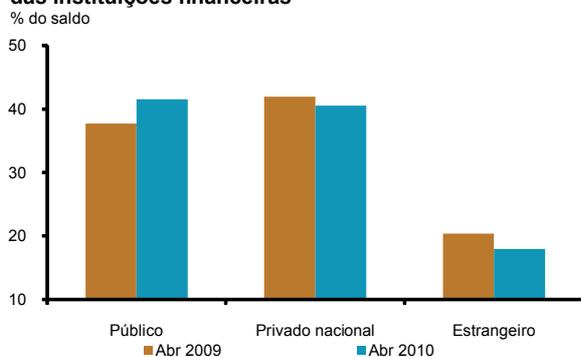
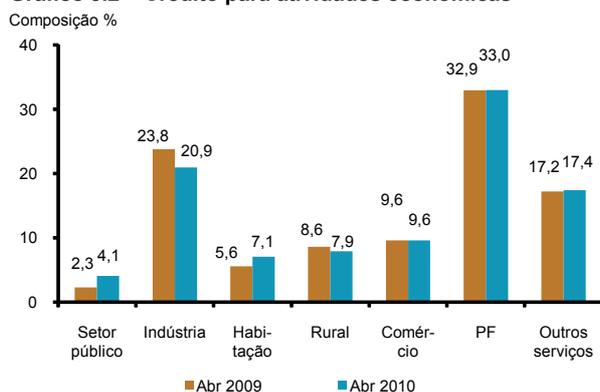


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram-se em trajetória de expansão no trimestre encerrado em abril, desempenho consistente com o ritmo de expansão da atividade econômica, as melhoras no mercado de trabalho e a manutenção das expectativas de consumidores e empresários em patamar elevado. As carteiras fundamentadas em recursos direcionados seguem registrando maior dinamismo, impulsionadas pelas operações de crédito habitacional e pelos financiamentos concedidos pelo BNDES.

Os empréstimos com recursos livres também persistem em crescimento, com ênfase para o maior dinamismo das contratações no segmento das famílias, em especial nas modalidades financiamentos para aquisição de veículos e crédito pessoal, esta com participação crescente das operações consignadas em folha de pagamento. As operações com recursos livres relacionadas ao segmento das empresas continuaram evoluindo em ritmo moderado, observando-se expressivas liquidações de contratações lastreadas em recursos externos. Ressalte-se que o menor dinamismo do crédito às empresas, em contraste com o ritmo intenso da atividade econômica, está associado à ampliação das captações pelas próprias empresas de recursos no exterior e no mercado de capitais.

O volume total das operações de crédito do sistema financeiro atingiu R\$1.468 bilhões em abril, elevando-se 3,1% no trimestre e 17,6% em doze meses, equivalentes a 45,2% do PIB, ante 45% em janeiro e 41,1% em igual período do ano anterior. A participação dos bancos públicos no total das operações de crédito, após registrar ampliação significativa em 2009, recuou 0,1 p.p., para 41,5%, no trimestre terminado em abril, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e aos bancos estrangeiros assinalaram variações respectivas de 0,4 p.p. e -0,3 p.p., atingindo, na ordem, 40,6% e 17,9%.

O volume de crédito ao setor privado totalizou R\$1.409 bilhões em abril, aumentando 3,3% no trimestre e 15,4% em doze meses. Os financiamentos para o comércio elevaram-se 3,7% no trimestre, totalizando R\$140,9 bilhões, ressaltando-se as contratações relativas aos segmentos veículos, e alimentos e bebidas. O volume de operações direcionadas a outros serviços aumentou 3,5%, para R\$256,1 bilhões, impulsionado pelas contratações dos setores energia, metalurgia e transporte, enquanto os créditos à indústria cresceram 0,8%, elevando o estoque para R\$307,5 bilhões, com ênfase nas operações referentes aos segmentos energia, agroindústria e extração mineral.

O saldo das operações de crédito destinadas ao setor público somou R\$59,6 bilhões em abril, recuando 2,9% no trimestre, mas com expansão de 110,5% em doze meses. A evolução na margem evidenciou o impacto da retração de 8,9% nos financiamentos ao governo federal – compatível com o efeito da apreciação cambial nos contratos de empresa estatal de gás e petróleo – em contraste com o aumento de 5,5% registrado nos recursos contratados por estados e municípios.

O total de provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiu R\$95,9 bilhões em abril, correspondendo a 6,5% do total de crédito do sistema financeiro nacional. O volume provisionado registrou redução trimestral de 2%, compatível com a retração de 0,3 p.p., para 3,9%, na inadimplência do sistema financeiro, considerados atrasos superiores a noventa dias.

Operações de crédito com recursos direcionados

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões						
	2010				Variação %		
	Jan	Fev	Mar	Abr	3 meses	12 meses	
Total	468,4	472,2	479,5	487,0	4,0	31,6	
BNDES	288,5	289,5	291,9	295,6	2,5	36,6	
Direto	159,9	159,0	158,9	159,6	-0,2	41,9	
Repases	128,6	130,5	133,0	136,1	5,8	30,9	
Rural	79,6	79,5	80,4	80,9	1,6	3,0	
Bancos e agências	75,6	75,6	76,2	76,6	1,4	4,3	
Cooperativas	4,0	3,8	4,1	4,3	6,6	-15,7	
Habitação	89,7	92,3	95,9	99,0	10,3	50,5	
Outros	10,7	10,9	11,3	11,5	7,8	22,3	

As operações de crédito com recursos direcionados somaram R\$487 bilhões em abril, aumentando 4% no trimestre e 31,6% em doze meses. Essa evolução refletiu a manutenção do ritmo acelerado de expansão dos financiamentos habitacionais lastreados em recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), que totalizaram R\$99 bilhões, registrando crescimentos respectivos de 10,3% e 50,5% nos períodos mencionados. Os desembolsos com recursos da poupança somaram R\$9,6 bilhões no trimestre encerrado em março, elevando-se 64,7% em relação a igual período do ano anterior.

A carteira de financiamentos do BNDES totalizou R\$295,6 bilhões em abril, aumentando 2,5% no trimestre e 36,6% em doze meses. Os desembolsos acumulados no ano

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	2009	2010 ^{1/}	Variação %
Total	25 606	35 696	39,4
Indústria	10 792	10 557	-2,2
Extrativa	822	317	-61,4
Produtos alimentícios	1 294	3 091	138,9
Veículo, reboque e carroceria	726	957	31,8
Coque, petróleo e combustível	1 647	777	-52,8
Celulose e papel	2 640	339	-87,2
Equipamentos de transportes	624	556	-10,9
Comércio/serviços	13 085	21 677	65,7
Transporte terrestre	4 638	8 290	78,7
Eletricidade e gás	4 029	3 199	-20,6
Atividades auxiliares de transportes	493	1 078	118,7
Construção	1 755	2 491	41,9
Telecomunicações	303	287	-5,2
Agropecuária	1 729	3 463	100,3

1/ Refere-se ao mês de abril.

Fonte: BNDES

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010				Variação %	
	Jan	Fev	Mar	Abr	3 meses	12 meses
Total	956,2	963,7	972,5	981,2	2,6	11,7
Pessoa jurídica	481,7	485,4	485,9	488,6	1,4	5,8
Referencial ^{1/}	396,9	402,1	403,5	405,4	2,2	5,0
Recursos domésticos	340,9	346,0	350,6	354,4	4,0	16,5
Recursos externos	56,0	56,1	52,9	51,1	-8,8	-37,7
Leasing ^{2/}	47,4	46,9	46,5	46,3	-2,1	-6,6
Rural ^{2/}	4,0	4,1	3,9	3,8	-4,6	0,0
Outros ^{2/}	33,4	32,3	32,0	33,0	-1,3	48,3
Pessoa física	474,5	478,3	486,5	492,6	3,8	18,2
Referencial ^{1/}	329,8	336,1	344,5	352,6	6,9	21,7
Cooperativas	21,5	21,8	22,2	22,6	5,1	24,5
Leasing	63,4	62,4	61,2	58,9	-7,1	-8,2
Outros	59,8	58,0	58,7	58,5	-2,2	30,5

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular nº 2.957, de 30.12.1999.

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

atingiram R\$35,7 bilhões, expandindo-se 39,4% em relação a igual período de 2009, com ênfase nos recursos destinados aos segmentos comércio e serviços, indústria e agropecuária, que totalizaram, na ordem, R\$21,7 bilhões, R\$10,6 bilhões e R\$3,5 bilhões, variando 65,7%, -2,2% e 100,3%, nessa base de comparação. Assinale-se que os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas, correspondendo a 37,6% dos desembolsos realizados no quadrimestre, aumentaram 120% em relação a igual período do ano anterior.

As operações de crédito rural totalizaram R\$80,9 bilhões em abril, expandindo-se 1,6% em relação a janeiro. Essa trajetória, em cenário de redução sazonal das contratações de crédito para custeio, refletiu, em especial, aumento de 2,8% nos repasses de fundos e programas oficiais destinados a investimentos.

Operações de crédito com recursos livres

O saldo das operações com recursos livres atingiu R\$981,2 bilhões em abril, elevando-se 2,6% no trimestre e 11,7% em doze meses, e passando a representar 66,8% da carteira do sistema financeiro, ante 70,4% em igual período de 2009. O desempenho trimestral refletiu o maior dinamismo do consumo das famílias, em ambiente de redução das taxas de juros, alongamento de prazos e diminuição da inadimplência, e, a partir de fevereiro, a maior demanda do segmento empresarial por empréstimos lastreados em recursos domésticos.

Os empréstimos destinados a pessoas físicas somaram R\$492,6 bilhões em abril. As expansões no trimestre, de 3,8%, e em doze meses, de 18,2%, refletiram, em especial, o desempenho das modalidades crédito pessoal e financiamentos para aquisição de veículos, nos dois casos, beneficiados por redução de taxas de juros e aumento da confiança dos consumidores. O volume de operações de crédito consignado em folhas de pagamento atingiu R\$118,8 bilhões, elevando-se 8,2% no trimestre e 37,7% em doze meses, e passou a representar 60% da carteira de crédito pessoal, ante 54,2% em igual mês do ano anterior. Os financiamentos para aquisição de veículos, impulsionados, sobretudo em março, pelo término do prazo da vigência da redução do IPI incidente sobre o veículos, cresceram 9,8% e 29,3% nas bases de comparação mencionadas.

As operações contratadas no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$488,6 bilhões em abril, elevando-se

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

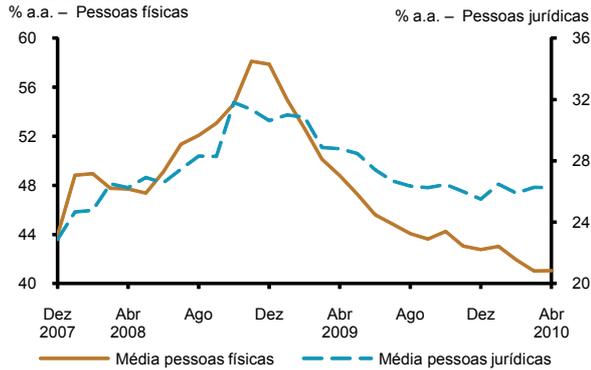


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

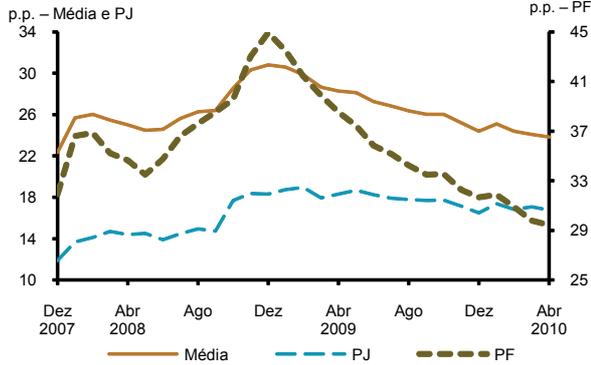
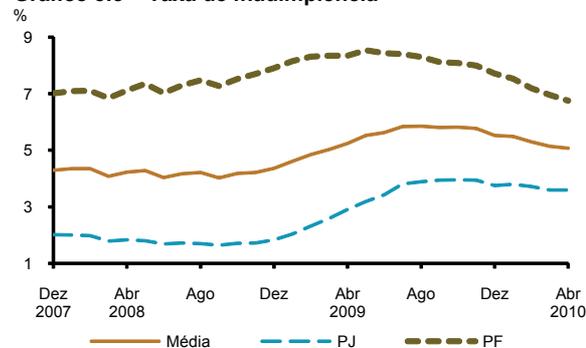
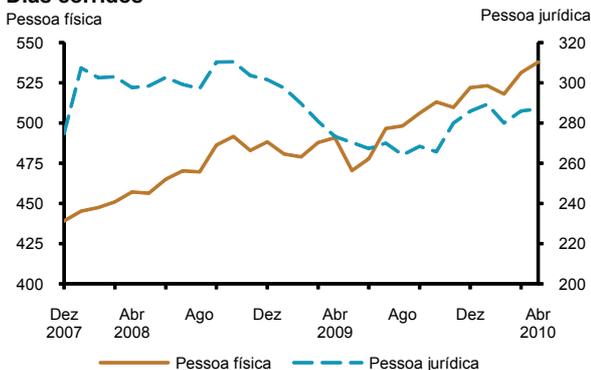


Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}



^{1/} Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a noventa dias.

Gráfico 3.6 – Prazo médio das operações de crédito – Dias corridos



1,4% no trimestre e 5,8% em doze meses. No âmbito das contratações com recursos domésticos, as modalidades capital de giro e conta garantida registraram expansões respectivas de 4,6% e 5,6% no trimestre, com destaque para a demanda das empresas de menor porte. Em sentido inverso, refletindo o impacto da apreciação cambial verificada no período e da redução das renovações de adiantamentos de contratos de câmbio (ACC), os empréstimos lastreados em recursos externos recuaram 8,8% no trimestre e 37,7% em doze meses.

As taxas de juros das operações de crédito seguem em trajetória declinante, apesar da elevação do custo de captação observada desde agosto de 2009. Em consequência, os *spreads* bancários apresentaram recuos significativos, particularmente nas modalidades destinadas a pessoas físicas, nas quais atingiram o menor patamar da série iniciada em junho de 2000.

No âmbito do crédito referencial, a taxa média de juros situou-se em 34,3% a.a. em abril, com recuos de 0,8 p.p. no trimestre e de 4,3 p.p. em doze meses. A taxa relativa ao segmento de pessoas físicas atingiu 41,1% a.a., reduzindo-se 1,9 p.p. e 7,7 p.p., respectivamente, nas mesmas bases de comparação, enquanto a referente aos financiamentos para pessoas jurídicas alcançou 26,3% a.a., com retrações de 0,2 p.p. e 2,5 p.p., respectivamente, no trimestre e em doze meses.

O *spread* bancário atingiu 23,8 p.p. em abril, decrescendo 1,3 p.p. no trimestre e 4,4 p.p. em doze meses. O *spread* situou-se em 29,5 p.p. no segmento de pessoas físicas e em 16,8 p.p. no relativo a pessoas jurídicas, registrando, na ordem, recuos trimestrais de 2,3 p.p. e 0,6 p.p. e retrações anuais de 9 p.p. e 1,5 p.p.

A inadimplência nas modalidades que compõem o crédito referencial – considerados atrasos superiores a noventa dias – manteve-se na trajetória decrescente iniciada em meados de 2009, assinalando recuo trimestral de 0,5 p.p., para 5%, em abril. A taxa atingiu 6,8% no segmento de pessoas físicas e 3,6% no relativo a pessoas jurídicas, registrando retrações trimestrais respectivas de 0,7 p.p. e 0,2 p.p.

O prazo médio da carteira de crédito referencial, evidenciando o maior dinamismo dos financiamentos habitacionais e para aquisição de veículos, atingiu 404 dias em abril, elevando-se 8 dias no trimestre e 38 dias em doze meses. Os prazos médios relativos aos segmentos de

pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram 538 dias e 287 dias, respectivamente, ante, na ordem, 523 dias e 289 dias em janeiro.

3.2 Agregados monetários

Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

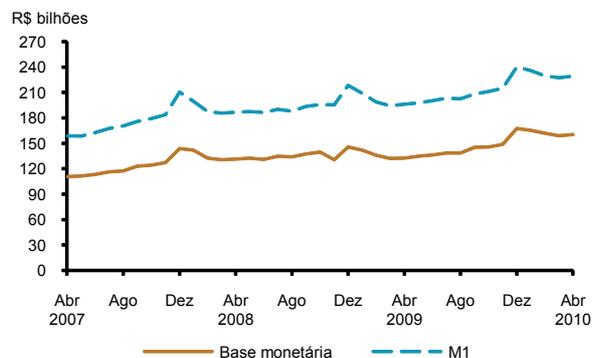
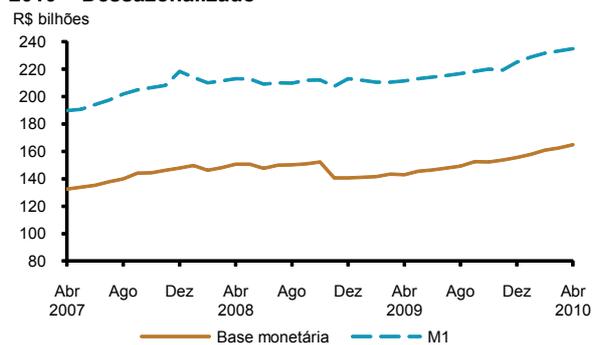
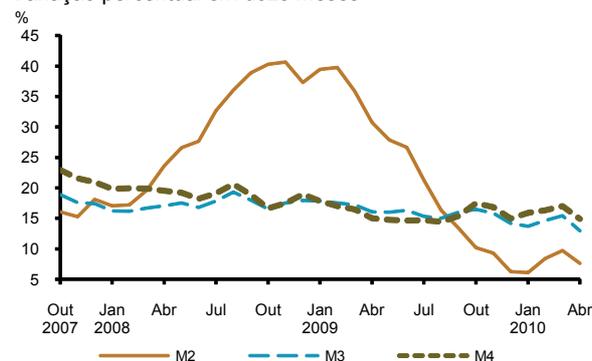


Gráfico 3.8 – Base monetária e M1 a preços de abril 2010 – Dessazonalizado^{1/}



1/ Índice de preços: IPCA.

Gráfico 3.9 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em doze meses



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$229,1 bilhões em abril, recuando 2,8% no trimestre e elevando-se 16,9% em doze meses. Considerados dados dessazonalizados, deflacionados pelo IPCA, o M1 cresceu 2,6% no trimestre e 11% em doze meses, trajetória compatível com a evolução da atividade econômica.

A base monetária, avaliada pela média dos saldos diários, totalizou R\$160,3 bilhões em abril, apresentando retração trimestral de 3,1% e crescimento anual de 21,1%, que decorreu dos acréscimos respectivos de 17,6% e 32,7% assinalados nos saldos médios do papel-moeda emitido e das reservas bancárias.

Consideradas posições de final de período, a base monetária totalizou R\$154,6 bilhões em abril. A contração trimestral de R\$1 bilhão refletiu, em parte, os recolhimentos ao Banco Central referentes às exigibilidades adicionais sobre depósitos, R\$90,4 bilhões, e ao depósito compulsório sobre depósitos a prazo, R\$59,6 bilhões, que voltaram a ser cumpridos integralmente em espécie, a partir de 22 de março e de 9 de abril, respectivamente. No mesmo sentido, a conta única do Tesouro Nacional exerceu impacto contracionista de R\$18,8 bilhões, contrastando com a expansão associada aos resgates líquidos de R\$156,4 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e às compras líquidas de R\$11,4 bilhões realizadas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio.

Os meios de pagamento no conceito M2, que agrega ao M1 os depósitos para investimentos, os depósitos em caderneta de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras registraram recuo de 0,3% no trimestre e crescimento de 7,6% em doze meses, totalizando R\$1,1 trilhão. Seus componentes apresentaram comportamentos distintos no trimestre, com o estoque de títulos privados contraindo-se 1,8%, para R\$581 bilhões, e os depósitos em caderneta de poupança crescendo 2,5%, para R\$331,8 bilhões.

O M3, que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de operações compromissadas entre o público e o setor financeiro, atingiu R\$2,2 trilhões, elevando-se

Gráfico 3.10 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

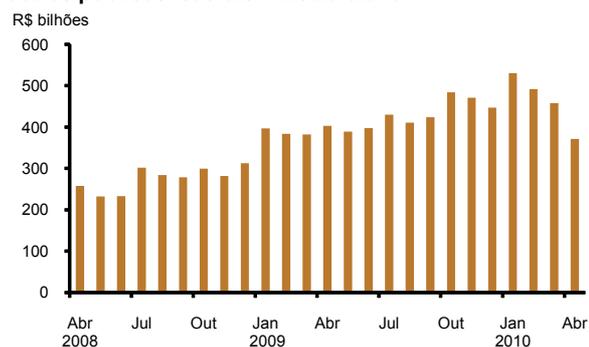


Gráfico 3.11 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

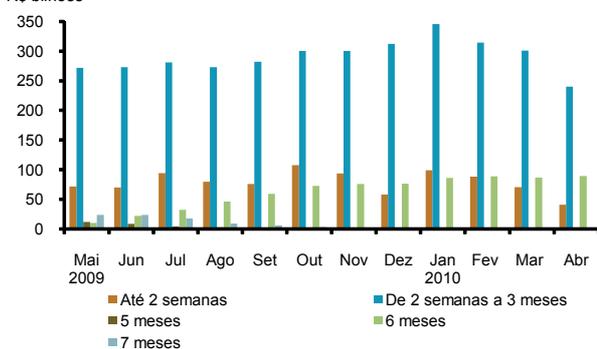


Gráfico 3.12 – Taxas de juros

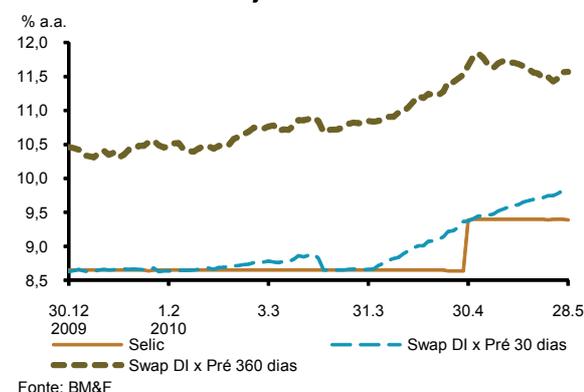
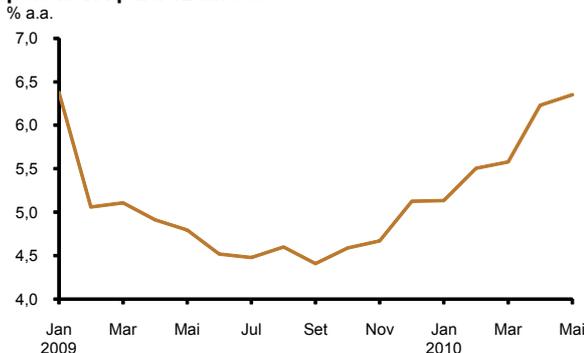


Gráfico 3.13 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses



0,8% no trimestre e 13% em doze meses. O agregado M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos em poder de detentores não financeiros, somou R\$2,6 trilhões, com expansões de 1,3% no trimestre e de 14,9% em doze meses.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em impacto monetário contracionista de R\$27,5 bilhões no trimestre encerrado em abril, correspondente a colocações de R\$103,6 bilhões e resgates de R\$76,1 bilhões. As operações de troca totalizaram R\$6,1 bilhões, das quais 49% com Letras do Tesouro Nacional (LTN). Os resgates antecipados atingiram R\$18 milhões.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$371,2 bilhões em abril. A retração trimestral de 30% traduziu o impacto de reduções nas operações de duas semanas a três meses, de R\$345,3 bilhões em janeiro para R\$240,3 bilhões, bem como nas de prazo inferior a duas semanas, de R\$99,1 bilhões para R\$41,2 bilhões, neutralizado, em parte, pelo aumento de R\$86 bilhões para R\$89,6 bilhões nas operações de seis meses.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros futuros dos contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré apresentou aumento da inclinação para todos os vértices, no trimestre encerrado em maio, ressaltando-se que o movimento ocorreu com mais intensidade nos vértices com prazo inferior a um ano. A taxa relativa aos contratos com prazos de 360 dias registrou elevação de 82 p.b. no período, atingindo 11,57% a.a.

A taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, estimada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 28 de maio, realizada pelo Banco Central, atingiu 6,4% a.a. em maio, ante 5,5% a.a. em fevereiro, com ênfase no aumento de 1,26 p.p., para 11,5% a.a., registrado nas expectativas para a taxa Selic em doze meses.

Mercado de capitais

Gráfico 3.14 – Ibovespa

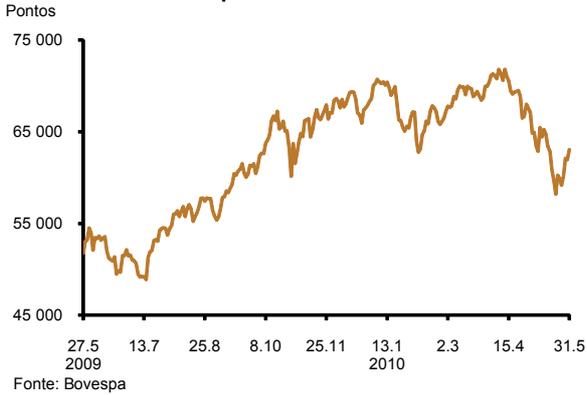


Gráfico 3.15 – Bolsas de valores

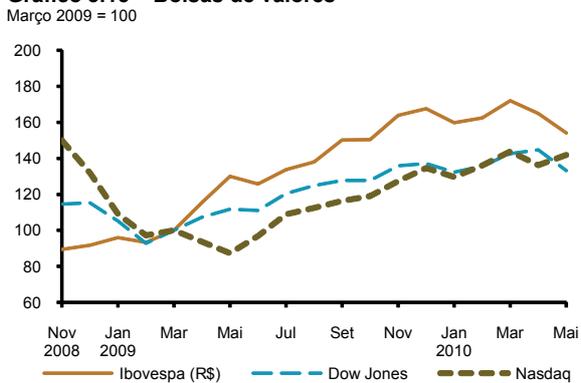


Gráfico 3.16 – Emissão primária de debêntures

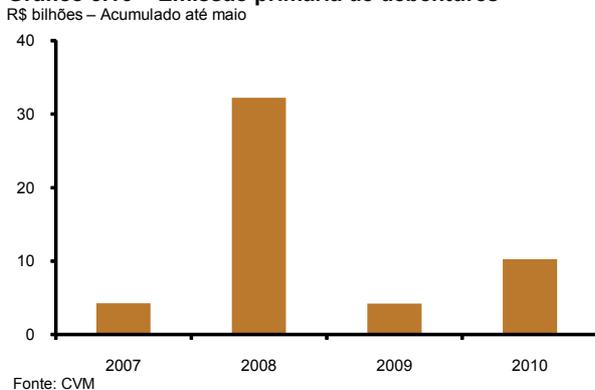
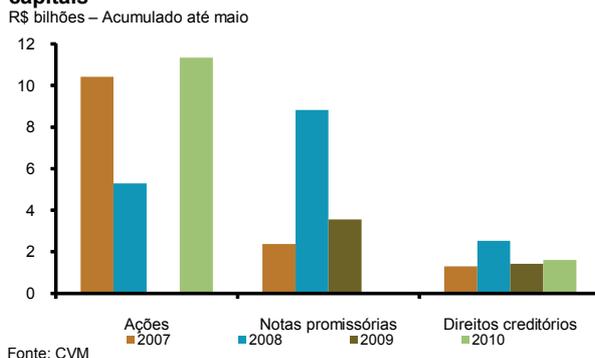


Gráfico 3.17 – Emissões primárias no mercado de capitais



O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), após a recuperação verificada ao longo do segundo semestre de 2009, descreveu trajetória declinante em janeiro deste ano, seguida de expressiva retomada nos dois meses seguintes. A intensificação da volatilidade nos mercados internacionais, associada à instabilidade originada em países europeus, contribuiu para que o indicador recuasse 5,2% no trimestre encerrado em maio, para 63.046 pontos. O valor de mercado das empresas listadas no índice, também refletindo os desdobramentos da instabilidade europeia, recuou 5,7% no trimestre encerrado em maio, atingindo R\$2,14 trilhões. O volume transacionado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) alcançou média diária de R\$6,8 bilhões, aumentando 3,4% no trimestre.

Avaliado em dólares, o Ibovespa recuou 5,5% no trimestre encerrado em maio, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq registraram variações respectivas de -1,8% e 0,8%.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocações de recebíveis de direitos creditórios, totalizou R\$23,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, ante R\$9,2 bilhões em igual período de 2009, com ênfase nas emissões de ações, que somaram R\$11,3 bilhões.

3.3 Política fiscal

O Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG) divulgou, em maio, relatório com atualização dos parâmetros macroeconômicos e reestimativa de receitas do Governo Central para o exercício de 2010. Objetivando preservar a meta de superávit primário, correspondente a 2,4% do PIB, em cenário de retração de R\$9,4 bilhões nas receitas em relação à avaliação realizada em março, o governo federal editou decreto estabelecendo corte de R\$10 bilhões nas despesas anuais do Tesouro Nacional, das quais R\$7,6 bilhões referentes a gastos de natureza discricionária e R\$2,4 bilhões, a despesas de execução obrigatória.

Ressalte-se que, em março, após divulgação do resultado primário do primeiro bimestre, o governo havia promovido corte de R\$15,7 bilhões nas despesas do Governo Central, acumulando, no exercício, contingenciamento de R\$25,7 bilhões.

Necessidades de financiamento do setor público

Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Segmento	2008		2009		Abr 2010 ^{1/}	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-71,3	-2,4	-42,4	-1,4	-45,5	-1,4
Governos regionais	-30,6	-1,0	-21,0	-0,7	-24,2	-0,7
Empresas estatais	-4,5	-0,2	-1,1	-0,0	-0,6	-0,0
Total	-106,4	-3,5	-64,5	-2,1	-70,4	-2,2

1/ Acumulado em doze meses até abril.

Gráfico 3.18 – Superávit primário do setor público

Acumulado em doze meses

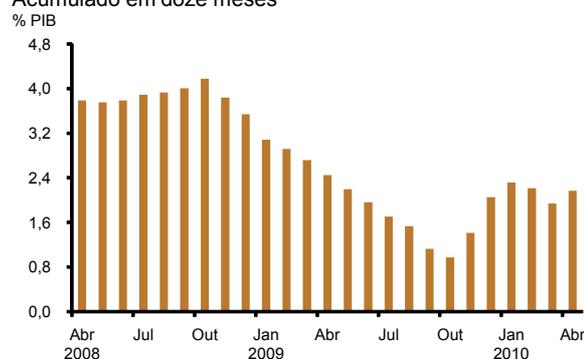


Gráfico 3.19 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Jan-abr

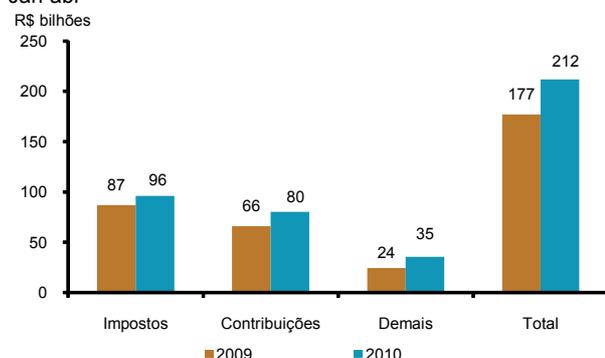
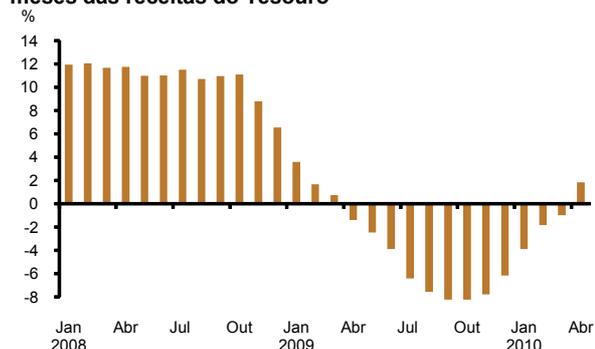


Gráfico 3.20 – Taxa de crescimento real em doze meses das receitas do Tesouro^{1/}



1/ Corrigida pelo IPCA.

O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$36,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2010, equivalendo a 3,41% do PIB e elevando-se 0,23 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. Esse desempenho refletiu os crescimentos nos superávits do Governo Central e dos governos regionais, neutralizados, em parte, pelo aumento do déficit das empresas estatais. O resultado primário acumulado em doze meses atingiu R\$70,4 bilhões em abril, 2,17% do PIB, abaixo da meta estabelecida para o ano, de 3,3% do PIB. Destaque-se que essa meta poderá ser reduzida em até 1,12 p.p., em função dos descontos previstos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2010 referentes aos gastos com o PAC.

O superávit do governo federal, favorecido pelo crescimento de 19,7% na receita bruta, aumentou 0,09 p.p. do PIB no quadrimestre. Ressalte-se que a arrecadação cresceu 22,9% em abril, em relação ao mês correspondente de 2009.

A arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), impulsionada pelo crescimento das vendas, elevou-se 26,8% nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2009, totalizando R\$43,4 bilhões, enquanto a associada ao IPI, traduzindo as expansões da produção industrial e das vendas de veículos, cresceu 22,8%, para R\$11,4 bilhões. Adicionalmente, as demais receitas do Tesouro, repercutindo o impacto da elevação do preço internacional de petróleo sobre a arrecadação da cota-parte e os aumentos da arrecadação de dividendos e das receitas de parcelamentos de débitos tributários, elevaram-se 46,3%, para R\$35,4 bilhões.

Considerados períodos de doze meses, a taxa de crescimento real das receitas do Tesouro, considerado o IPCA como deflator, atingiu 1,8% em abril, primeiro resultado positivo desde março de 2009, nessa base de comparação. É relevante enfatizar, no entanto, que essa trajetória, embora esteja associada ao impacto da recuperação da economia sobre o nível da arrecadação, reflete, em grande parte, a base deprimida das receitas no período que sucedeu o agravamento da crise internacional. Nessas condições, a continuidade do movimento de recuperação da arrecadação seguirá em linha com o ritmo de crescimento da economia e será beneficiada pela reversão das desonerações tributárias introduzidas para fortalecer a demanda interna após a intensificação da crise internacional, com impacto estimado de R\$24,9 bilhões sobre a arrecadação de 2009.

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

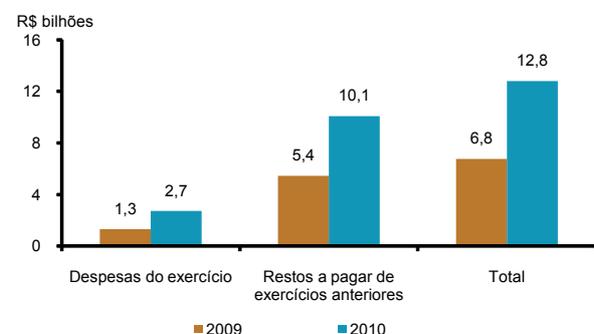
Jan-abr

Discriminação	2009		2010	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	102 095	10,6	123 583	11,5
Pessoal e encargos sociais	49 921	5,2	53 494	5,0
Custeio e capital	51 819	5,4	69 702	6,5
FAT	6 790	0,7	7 279	0,7
Subsídio e subvenções	680	0,1	3 474	0,3
Loas/RMV	6 051	0,6	7 231	0,7
Investimento	6 761	0,7	12 803	1,2
Outras	31 537	3,3	38 916	3,6
Transferências ao Bacen	354	0,0	388	0,0

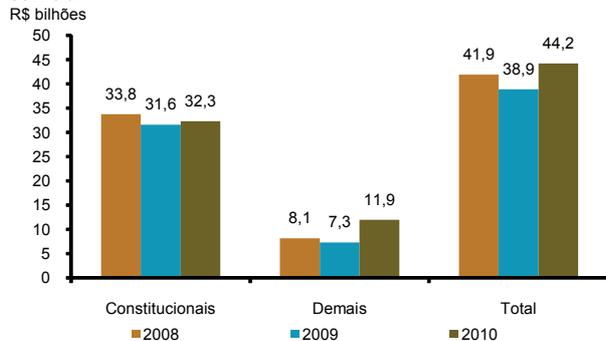
Fonte: Minifaz/STN

Gráfico 3.21 – Governo federal: despesas pagas de investimentos

Jan-abr

**Gráfico 3.22 – Transferências para estados e municípios**

Jan-abr

**Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social**

Jan-abr

Discriminação	R\$ bilhões		
	2009	2010	Var. %
Arrecadação bruta	60,4	69,2	14,7
Restituição/devolução	-0,2	-0,2	11,3
Transf. a terceiros	-6,7	-7,5	12,6
Arrecadação líquida	53,5	61,5	14,9
Benefícios previdenciários	68,7	78,7	14,7
Resultado primário	-15,2	-17,2	13,7
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,7%	
Benefícios/PIB	7,1%	7,3%	
Resultado primário/PIB	-1,6%	-1,6%	

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$123,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2010, aumentando 21% em relação a igual período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 7,2%, a despeito da redução no pagamento de precatórios judiciais, e os relativos a custeio e capital, 34,5%, com ênfase na expansão de 89,4% dos investimentos.

O déficit da Previdência Social atingiu R\$17,2 bilhões, elevando-se em 0,04 p.p. do PIB, em relação ao registrado de janeiro a abril de 2009. A arrecadação como reflexo da evolução da massa salarial aumentou 14,9%, e as despesas com benefícios previdenciários, traduzindo, em especial, o crescimento médio de 9,1% no valor das aposentadorias e auxílios, avançou 14,7%.

Vale mencionar que o déficit de R\$47,2 bilhões projetado para a Previdência Social em 2010, no relatório do MPOG mencionado anteriormente, incorpora a previsão inicial de reajuste de 6,14% para os benefícios acima do piso. Nessas condições, devem ser considerados os efeitos, sobre aquela projeção, do aumento de 7,7% para os benefícios acima do piso recentemente aprovado pelo Congresso Nacional.

As transferências para os governos regionais totalizaram R\$44,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2010, elevando-se 13,6% em relação a igual período do ano anterior, com ênfase nos aumentos dos repasses de petróleo e gás natural; das transferências da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb); e dos repasses referentes ao apoio financeiro aos estados e municípios.

As arrecadações relativas ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) registraram aumentos respectivos de 17,2% e 16% no trimestre encerrado em março, em relação a igual período de 2009.

O superávit primário dos governos regionais atingiu R\$12,8 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, elevando-se em 0,2 p.p. do PIB em relação a igual intervalo do ano anterior e exercendo contribuição importante para o recuo de 0,3 p.p. do PIB, neste ano, na dívida líquida desses governos.

Gráfico 3.23 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

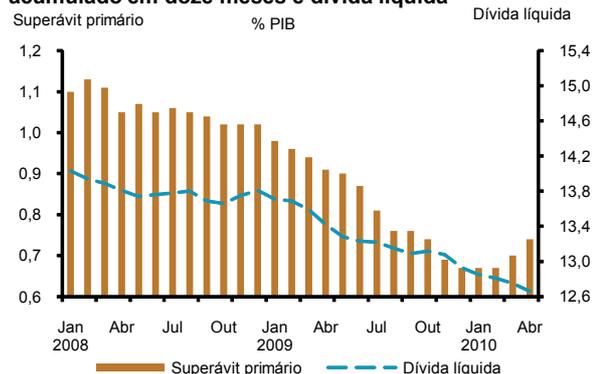


Gráfico 3.24 – Juros nominais apropriados

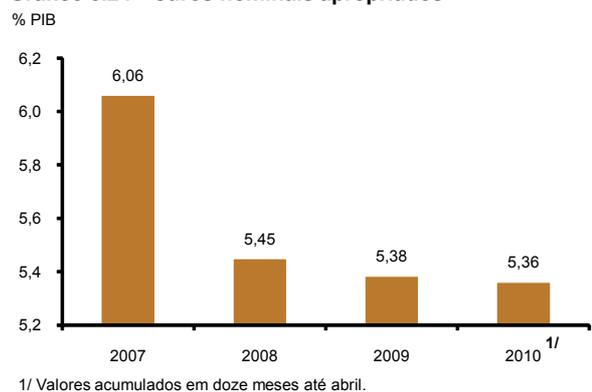


Gráfico 3.25 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}

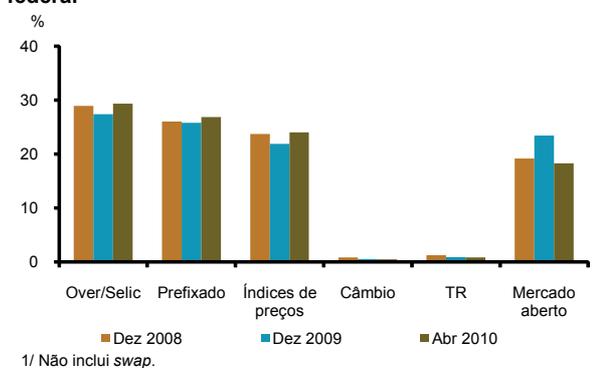
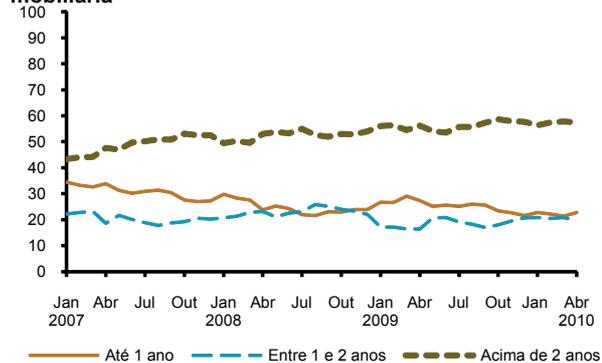


Gráfico 3.26 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária



As empresas estatais registraram déficit primário de 0,15% do PIB no período, ante 0,12% do PIB de janeiro a abril de 2009, evolução associada, em especial, ao impacto dos programas de investimentos das empresas estatais federais.

Os juros nominais apropriados somaram R\$59,5 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, elevando-se em 0,07 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. Esse movimento refletiu tanto o crescimento de 0,92 p.p. observado na variação acumulada do IPCA no período, quanto a reversão do resultado favorável das operações de *swap* cambial registrado no primeiro quadrimestre de 2009.

O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$22,8 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, equivalentes a 2,13% do PIB, e recuou 0,16 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansões da dívida bancária líquida e da dívida mobiliária, neutralizadas, em parte, pelas reduções no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.492,9 bilhões em abril, 44,6% do PIB, registrando acréscimos de 2,3 p.p. do PIB em relação a janeiro e de 3 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral traduziu os impactos expansionistas das emissões líquidas realizadas no mercado primário, R\$98 bilhões; e da incorporação de juros nominais, R\$40 bilhões, contrastando com o impacto contracionista de R\$0,8 bilhão inerente ao efeito da apreciação cambial de 7,7%, assinalada no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal interna, dos títulos prefixados e dos atrelados a índices de preços e à taxa *over/Selic* registraram, na ordem, elevações trimestrais de 5,4 p.p., 2,0 p.p. e 1,6 p.p. em abril, enquanto os financiamentos ao Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, reduziram-se 9 p.p.

O Plano Anual de Financiamento (PAF) da Dívida Pública Federal de 2010 definiu os seguintes limites mínimos e máximos a serem perseguidos, até o final do ano, para as participações dos indexadores em relação ao total da dívida pública: títulos prefixados, 31% e 37%; indexados a índices de preços, 24% e 28%; atrelados à taxa *Selic*, 30% e 34%;

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público
Jan-abr

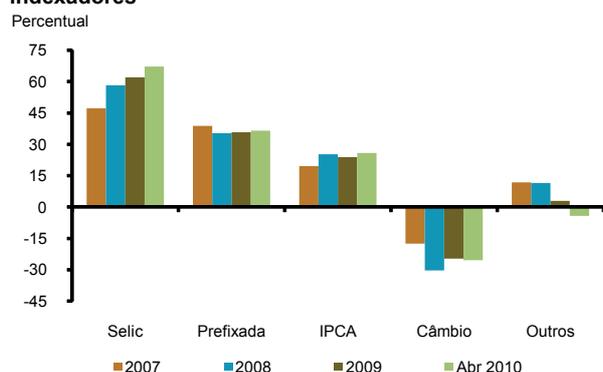
Discriminação	2008		2009		2010	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	-7,4	-0,8	22,1	2,3	22,8	2,1
Primário	-62,9	-6,7	-30,8	-3,2	-36,6	-3,4
Juros	55,5	5,9	52,8	5,5	59,5	5,5
Fontes	-7,4	-0,8	22,1	2,3	22,8	2,1
Financiamento interno	21,2	2,3	19,7	2,0	44,0	4,1
Dívida mobiliária	75,0	8,0	68,7	7,1	2,0	0,2
Dívida bancária	-31,9	-3,4	-48,1	-5,0	53,3	5,0
Outros	-21,9	-2,3	-0,9	-0,1	-11,2	-1,0
Financiamento externo	-28,6	-3,1	2,4	0,2	-21,2	-2,0

Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

Período	R\$ milhões				
	Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo
2003 Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717
2004 Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207
2005 Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856
2006 Dez	5 800	9,7	54 231	90,3	60 030
2007 Mar	41 656	39,3	64 281	60,7	105 937
Jun	10 198	7,5	126 562	92,5	136 760
Set	7 561	4,3	168 525	95,7	176 086
Dez	-1 460	-0,9	167 274	100,9	165 813
2008 Mar	37 349	18,2	167 643	81,8	204 991
Jun	42 818	18,4	190 311	81,6	233 129
Set	87 261	30,9	195 107	69,1	282 368
Dez	88 303	29,4	212 188	70,6	300 491
2009 Mar	124 877	33,7	246 066	66,3	370 943
Jun	68 826	17,8	316 797	82,2	385 624
Set	60 179	14,0	369 497	86,0	429 676
Dez	31 846	7,4	396 029	92,6	427 874
2010 Mar	92 320	22,8	312 448	77,2	404 767
Abr	84 761	25,3	250 089	74,7	334 849

Gráfico 3.27 – DLSP – Participação percentual por indexadores



vinculados ao câmbio, 5% e 8%. Em abril, esses percentuais atingiram 26,9%, 24%, 29,4% e 0,5%, respectivamente.

As operações compromissadas realizadas no mercado aberto, que representam financiamentos de curtíssimo e curto prazo, atingiram R\$362,1 bilhões em abril, ante R\$535,7 bilhões em janeiro, registrando-se compras líquidas de títulos, pelo Banco Central, de R\$182,8 bilhões e incorporação de juros de R\$9,2 bilhões.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrava a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 14,3% do total em 2010; 20,3% em 2011; e 65,4% a partir de janeiro de 2012. Os títulos vincendos em doze meses representam 22,8% do total da dívida mobiliária em mercado, percentual abaixo do limite inferior de 24% estabelecido pelo PAF 2010. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 41,1 meses, situando-se no intervalo estabelecido no PAF 2010.

Dívida líquida e bruta

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.370,7 bilhões em abril, 42,2% do PIB, reduzindo-se 0,6 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2009. A relação entre endividamento líquido e PIB, exceto a estabilidade assinalada nas empresas estatais, recuou em todas as esferas do setor público, no período.

A retração registrada na relação DLSP/PIB no quadrimestre refletiu os efeitos associados ao superávit primário, -1,1 p.p. do PIB, e ao crescimento do PIB corrente, -1,4 p.p., neutralizados, em parte, pelos impactos de 1,8 p.p. do PIB relativo à apropriação de juros nominais, e de, igualmente, 0,1 p.p. do PIB, referentes à apreciação cambial de 0,6% e à variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida líquida.

A alteração assinalada na composição da DLSP no decorrer de 2010 refletiu, em especial, o crescimento da parcela atrelada à taxa Selic e da parcela credora vinculada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), esta associada ao aumento dos ativos da União junto ao BNDES, mediante emissão de títulos federais no mercado interno. Destaque-se também o crescimento da parcela vinculada ao IPCA, em linha com a aceleração desse indicador ao longo do ano.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), representada pelos débitos do governo federal, da Previdência

Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2008		2009		Abr 2010	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 153 631	38,4	1 345 325	42,8	1 370 705	42,2
Fluxos acumulados no ano						
Var. DLSP	-47 168	-6,7	191 694	4,4	25 380	-0,6
Fatores	-47 168	-1,6	191 694	6,1	25 380	0,8
NFSP	57 240	1,9	104 622	3,3	22 847	0,7
Primário	-106 420	-3,5	-64 517	-2,1	-36 617	-1,1
Juros	163 660	5,4	169 139	5,4	59 464	1,8
Ajuste cambial	-77 373	-2,6	79 754	2,5	2 519	0,1
Div. interna ^{1/}	3 180	0,1	-3414	-0,1	214	0,0
Div. externa	-80 553	-2,7	83 168	2,6	2 305	0,1
Outros ^{2/}	-26 404	-0,9	10 880	0,3	2 272	0,1
Reconhecimento						
de dívidas	135	0,0	-345	0,0	-908	0,0
Privatizações	-767	0,0	-3217	-0,1	-1351	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-5,2		-1,7		-1,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

Tabela 3.11 – Evolução da dívida bruta do Governo Geral

Fatores condicionantes

Discriminação	2008		2009		Abr 2010	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida bruta						
– Saldo	1 740 888	57,9	1 973 424	62,8	1 968 165	60,6
Fluxos acumulados no ano						
Var. DBGG	198 036	-0,0	232 536	4,9	-5 259	-2,2
Fatores	198 036	6,6	232 536	7,4	-5 259	-0,2
Necessid. fin.	158 976	5,3	265 777	8,5	-6 186	-0,2
Emissões líq.	-41 963	-1,4	74 329	2,4	-73 825	-2,3
Juros	200 938	6,7	191 448	6,1	67 639	2,1
Ajuste cambial	38 473	1,3	-41 212	-1,3	-606	-0,0
Div. interna ^{1/}	3 180	0,1	-3 414	-0,1	-58	-0,0
Div. externa	35 293	1,2	-37 798	-1,2	-548	-0,0
Outros ^{2/}	-2 662	-0,1	6 070	0,2	1 503	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	3 250	0,1	1 902	0,1	30	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-6,6		-2,5		-2,1

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa.

Social e dos governos regionais, somou R\$1.968,2 bilhões, 60,6% do PIB, em abril, reduzindo-se 2,2 p.p. no ano. Contribuíram para essa trajetória os impactos da retração das operações compromissadas, associada ao aumento recente nos percentuais de recolhimento dos depósitos compulsórios, e do crescimento do PIB, neutralizados, em parte, pela incorporação de juros nominais e pelas emissões de títulos do Tesouro Nacional.

3.4 Conclusão

As operações de crédito, em ambiente de recuos nas taxas de juros, nos *spreads* e na inadimplência, seguiram em tendência de expansão no trimestre encerrado em abril, contribuindo para o desempenho favorável do consumo e, principalmente, do investimento. A expansão dos empréstimos ocorreu com maior intensidade no segmento de recursos direcionados, com ênfase nas operações concedidas pelo BNDES e nos financiamentos habitacionais. Por sua vez, os empréstimos realizados com recursos livres apresentaram dinamismo menos acentuado e foram impulsionados pelo desempenho das carteiras de pessoas físicas, com ênfase na participação crescente de empréstimos consignados e de financiamentos para aquisição de veículos. Vale enfatizar que o relativo arrefecimento das contratações no segmento de pessoas jurídicas evidenciou, em parte, o aumento da demanda das empresas, em especial de maior porte, por recursos provenientes do mercado de capitais e do mercado internacional.

O resultado fiscal acumulado no ano, mais favorável que o registrado no mesmo período de 2009, mostra-se consistente com o impacto da retomada da atividade econômica sobre o nível das receitas. A continuidade do processo de recuperação da arrecadação deve ser sustentada pelo impacto do final das desonerações tributárias e pela perspectiva de continuidade de crescimento da economia. No âmbito das despesas públicas, ressalte-se a significativa expansão nos investimentos. Essa trajetória, tendo em vista as metas fiscais estabelecidas para o ano, deverá ser contrabalançada pela desaceleração da expansão dos gastos correntes.

A evolução recente da atividade econômica mundial ratificou as perspectivas, enfatizadas em edições anteriores do Relatório de Inflação, de heterogeneidade dos processos de recuperação nas principais economias maduras. De fato, a retomada, sustentada pelo maior dinamismo da demanda interna e pela normalização do mercado de trabalho, vem ocorrendo com menor intensidade na Área do Euro, que tem sido negativamente sensibilizada pelo agravamento das condições fiscais em algumas economias, em especial na Grécia.

As tensões nos mercados financeiros internacionais intensificaram-se em maio, devido a preocupações com dívidas soberanas de países europeus, impactando negativamente os índices das principais bolsas de valores e as cotações das *commodities*. Dessa forma, aumentou a percepção de risco, consubstanciada, por exemplo, na volatilidade dos mercados cambiais de um modo geral, em particular nos das economias da Europa.

4.1 Atividade econômica

As quatro maiores economias desenvolvidas, refletindo a heterogeneidade da recuperação das respectivas demandas internas, em especial do consumo das famílias e dos investimentos empresariais, registraram ritmos de crescimento distintos no primeiro trimestre do ano. As taxas anualizadas de expansão do PIB do Japão e dos Estados Unidos da América (EUA) totalizaram, na ordem, 5,0% e 3% no trimestre, enquanto as relativas ao Reino Unido e à Área do Euro atingiram 1,2% e 0,8%, respectivamente.

Nos EUA, em cenário de estabilização da renda real disponível e redução da poupança pessoal, o consumo das famílias registrou aumento anualizado de 3,5% no trimestre encerrado em março. Considerada a mesma base de comparação, a gradual exaustão dos efeitos de

Tabela 4.1 – Maiores economias desenvolvidas

Componentes do PIB e outros indicadores

	Taxa % anualizada							
	2008			2009				2010
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB								
Estados Unidos	1,5	-2,7	-5,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6	3,0
Área do Euro	-1,4	-1,9	-7,4	-9,6	-0,4	1,6	0,5	0,8
Reino Unido	-0,4	-3,7	-7,0	-10,0	-2,7	-1,2	2,0	1,2
Japão	-4,0	-4,3	-9,6	-15,8	6,9	0,4	4,6	5,0
Consumo das famílias								
Estados Unidos	0,1	-3,5	-3,1	0,6	-0,9	2,8	1,6	3,5
Área do Euro	-1,7	-0,1	-2,4	-2,5	0,3	-0,7	0,8	-0,4
Reino Unido	-1,0	-1,2	-4,5	-6,2	-3,4	0,0	1,5	0,1
Japão	-6,6	-0,5	-3,4	-4,6	4,0	2,6	2,8	1,3
Investimento empresarial								
Estados Unidos	1,4	-6,1	-19,5	-39,2	-9,6	-5,9	5,3	3,1
Área do Euro ^{1/}	-5,6	-4,8	-15,2	-19,0	-6,7	-3,9	-5,2	-4,3
Reino Unido ^{1/}	1,0	-13,7	-9,4	-26,3	-25,9	11,8	-10,3	6,3
Japão	-3,3	-13,5	-24,9	-34,0	-14,1	-7,9	5,1	4,2
Investimento residencial								
Estados Unidos	-15,8	-15,9	-23,2	-38,2	-23,3	18,9	3,8	-10,7
Área do Euro ^{2/}	-8,0	-6,3	-7,9	-5,1	-4,1	-5,0	-4,7	n.d.
Reino Unido	-17,6	-24,5	-23,4	-27,8	-19,4	9,6	-19,3	n.d.
Japão	-0,8	18,8	12,6	-25,5	-33,8	-26,2	-10,4	1,6
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	12,1	-3,6	-19,5	-29,9	-4,1	17,8	22,8	7,2
Área do Euro	-1,9	-4,6	-26,1	-29,5	-4,3	11,6	7,2	10,4
Reino Unido	1,2	-2,2	-16,8	-25,7	-6,8	2,4	16,0	0,2
Japão	-4,3	-1,9	-45,8	-68,0	46,8	39,1	25,2	30,5
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-5,0	-2,2	-16,7	-36,4	-14,7	21,3	15,8	10,4
Área do Euro	-4,2	0,3	-17,6	-28,7	-10,2	11,5	5,0	17,1
Reino Unido	-3,0	-4,5	-22,1	-23,6	-11,1	4,9	20,0	5,7
Japão	-10,0	11,6	2,0	-54,8	-14,0	24,2	6,3	9,6
Gastos governamentais								
Estados Unidos	3,6	4,8	1,2	-2,6	6,7	2,6	-1,3	-1,9
Área do Euro ^{3/}	3,2	1,9	3,4	2,9	2,9	2,7	-0,2	2,6
Reino Unido ^{3/}	4,1	4,4	4,7	1,7	0,4	7,9	5,0	n.d.
Japão	-7,2	-0,5	4,0	5,2	5,6	-0,4	1,5	0,5
Produção manufatureira								
Estados Unidos	-5,4	-9,2	-18,2	-21,9	-8,9	8,4	5,6	6,2
Área do Euro	-9,8	-13,0	-21,0	-27,4	-10,9	3,7	9,1	17,2
Reino Unido	-6,0	-8,8	-19,7	-19,8	-1,2	-1,1	3,8	5,3
Japão	-7,4	-11,6	-37,3	-57,1	21,8	24,8	25,6	32,9
Taxa de desemprego^{4/}								
Estados Unidos	5,5	6,2	7,4	8,6	9,5	9,8	10,0	9,7
Área do Euro	7,5	7,7	8,2	9,1	9,4	9,8	9,9	10,0
Reino Unido	5,4	5,9	6,4	7,1	7,8	7,8	7,8	8,0
Japão	4,0	4,0	4,4	4,8	5,3	5,3	5,2	5,0

Fontes: BEA, Cabinet Office e Eurostat

1/ Inclui investimentos com construções residenciais e investimentos públicos.

2/ Gastos totais com construções.

3/ Exclusivamente gastos com consumo.

4/ Taxa ao final do período.

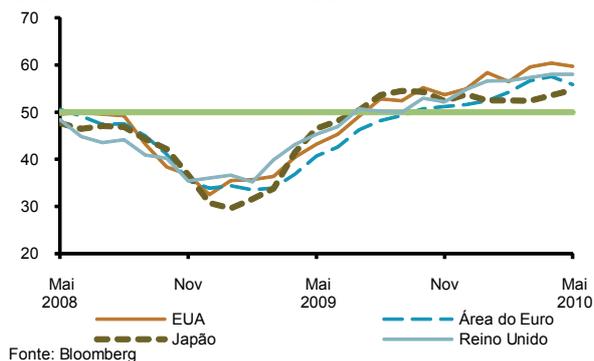
incentivos à aquisição de automóveis e o rigoroso inverno contribuíram para a contração de 0,4% assinalada no consumo das famílias na Área do Euro, enquanto no Japão, evidenciando os estímulos à demanda por automóveis e bens duráveis, registrou-se expansão de 1,3% e, no Reino Unido, estabilidade.

Os investimentos empresariais, em continuidade à recuperação iniciada no trimestre encerrado em dezembro de 2009, apresentaram aumentos trimestrais anualizados de 4,2% no Japão e de 3,1% nos EUA, enquanto os investimentos residenciais experimentaram variações respectivas de 1,6%, primeira expansão desde o último trimestre de 2008, e -10,7%. Vale ressaltar que esse recuo traduziu, em grande parte, o impacto do encerramento dos incentivos tributários oferecidos pelo governo norte-americano à aquisição da primeira moradia. A formação bruta de capital fixo registrou aumento anualizado de 6,3% no Reino Unido e contração de 4,3% na Área do Euro, oitavo recuo consecutivo, nesse tipo de comparação.

A demanda externa líquida exerceu contribuição de 2,7 p.p. para o aumento anualizado do PIB japonês no primeiro trimestre do ano, contrastando com os impactos negativos de 2,2 p.p., 1,3 p.p. e 0,7 p.p. assinalados na Área do Euro, no Reino Unido e nos EUA. As exportações de bens e serviços, em cenário de recuperação da demanda global e esgotamento do processo de ajuste nos estoques, registraram, no primeiro trimestre do ano, crescimentos anualizados no Japão, 30,5%; na Área do Euro, 10,4%; e nos EUA, 7,2%, enquanto no Reino Unido, evidenciando o menor dinamismo da economia da Área do Euro, permaneceram estáveis. As importações da Área do Euro, em parte refletindo os reduzidos níveis dos estoques na região, experimentaram elevação anualizada de 17,1% no trimestre, enquanto as do Japão e dos EUA, traduzindo a recuperação da demanda interna desses países, cresceram, na ordem, 10,4% e 9,6%. As compras externas do Reino Unido elevaram-se 5,7% no período.

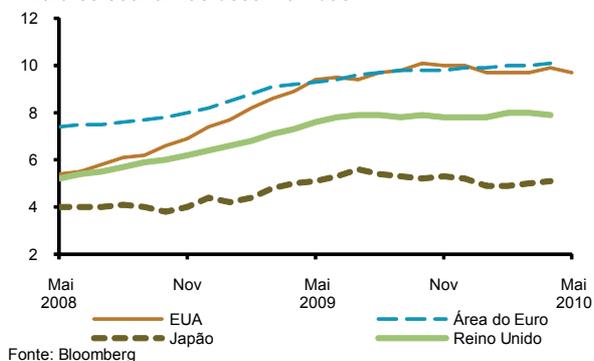
A contribuição da variação de estoques para o crescimento anualizado do PIB no trimestre encerrado em março de 2010 atingiu 3,4 p.p. na Área do Euro, 1,6 p.p. nos EUA, 1,5 p.p. no Reino Unido e 0,8 p.p. no Japão. Esse desempenho, aliado ao processo de expansão das exportações e, nos EUA e no Japão, também à evolução favorável do consumo das famílias, favoreceu a aceleração do crescimento da produção manufatureira, que registrou, no trimestre, taxas anualizadas de 32,9% no Japão, 17,2% na Área do Euro, 6,2% nos EUA e 5,3% no Reino Unido.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Tabela 4.2 – China

Componentes do PIB e outros indicadores

	% [(T)/(T-4)]								
	2008			2009			2010		
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB	10,1	9,0	6,8	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9	
Vendas no varejo	13,4	17,1	17,6	15,7	16,8	16,8	15,7	21,1	
Vendas de veículos ^{1/}	15,4	-1,9	-8,2	3,6	31,6	73,8	85,7	72,5	
Formação Bruta de									
Capital Fixo	20,1	20,2	25,3	38,8	50,1	47,4	29,9	22,8	
Exportações de bens	17,3	18,5	4,4	-10,9	-9,1	-5,5	13,9	30,2	
Importações de bens	17,1	10,6	-2,4	-3,8	18,1	28,7	25,9	19,2	
Produção industrial	15,9	12,9	6,4	5,6	9,0	12,4	18,0	19,6	
Taxa de desemprego ^{2/}	4,0	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	

Fonte: Thomson

1/ Inclui vendas a empresas.

2/ Taxa de desemprego urbano ao final do período.

É importante enfatizar que, na Área do Euro, apesar das incertezas sobre o desenrolar da crise fiscal que atinge alguns países da região, a evolução recente do PMI relativo à atividade manufatureira sugere a persistência da recuperação do setor. A propósito, em maio, os indicadores relativos a EUA, Reino Unido, Área do Euro e Japão situaram-se, na ordem, em 59,7, 58, 55,8 e 54,7, todos em nível superior ao patamar divisório de 50⁷.

A retomada da atividade econômica exerceu desdobramentos favoráveis sobre o mercado de trabalho nos EUA. Foram gerados 261 mil postos de trabalho urbano no primeiro trimestre deste ano, primeiro resultado positivo desde o trimestre finalizado em dezembro de 2007⁸, seguindo-se a criação de 721 mil vagas registradas no bimestre encerrado em maio, das quais 477 mil de caráter temporário, para o censo 2010. Na Área do Euro, registrou-se a eliminação de 89 mil empregos no primeiro trimestre de 2010, ante extinções respectivas de 643 mil e 278 mil empregos nos trimestres finalizados em setembro e em dezembro de 2009.

A taxa de desemprego atingiu 9,7% em maio, nos EUA, ante 10% em dezembro, enquanto, em abril, as relativas ao Japão, à Área do Euro e ao Reino Unido situaram-se, na ordem, em 5,1%, 10,1% e 7,9%, registrando variações respectivas de -0,1 p.p., 0,2 p.p. e 0,1 p.p. ante as taxas observadas ao final de 2009.

Na China, a taxa anualizada de crescimento do PIB atingiu 11,9% no primeiro trimestre deste ano, maior valor desde o segundo trimestre de 2007, com ênfase nas contribuições do consumo doméstico e das exportações, em ambiente de desaceleração no crescimento da formação bruta de capital fixo. O desempenho do consumo foi estimulado pela recuperação do mercado de trabalho e pela manutenção de incentivos governamentais à aquisição de bens duráveis, que favoreceram as elevações respectivas de 19,6%, 21,1% e 72,5% registradas, no período, na produção industrial, no comércio varejista e nas vendas de veículos. As exportações chinesas cresceram 30,2% no trimestre encerrado em março, em relação a igual período de 2009, enquanto as importações elevaram-se 19,2%, beneficiando o crescimento da atividade econômica nos países do sudeste asiático, no Japão e nos países exportadores de matérias-primas.

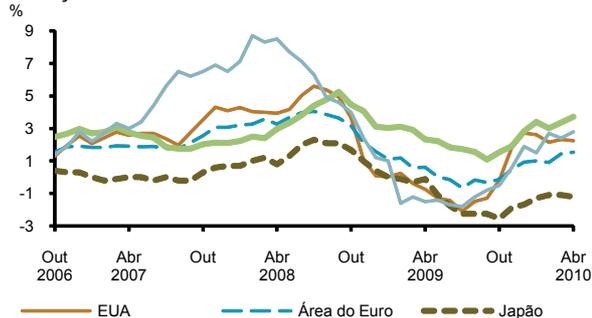
7/ Os PMI referentes a Área do Euro, Reino Unido e Japão são fornecidos pela Markit e o relativo aos EUA, pelo *Institute for Supply Management (ISM)*.

8/ Entre os trimestres encerrados em dezembro de 2007 e de 2009, foram eliminados 8,4 milhões de postos de trabalho nos EUA.

4.2 Política monetária e inflação

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

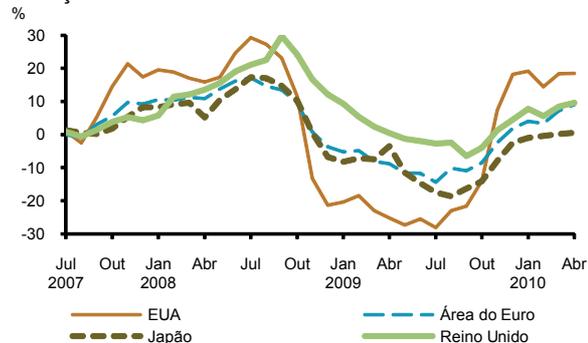
Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

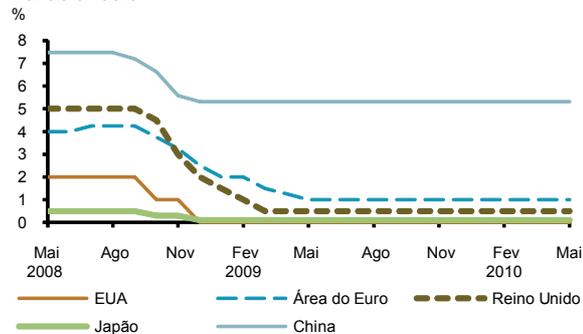
Varição anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

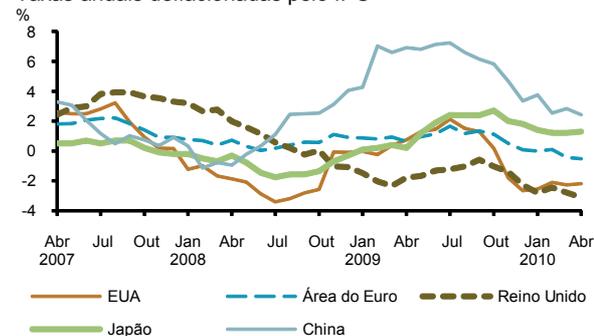
Taxas anuais



Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Gráfico 4.6 – Taxas de juros reais

Taxas anuais deflacionadas pelo IPC



Fontes: Fed, BCE, BoJ, BoE, BPC, BLS, Eurostat, ONS e Bloomberg

O ritmo da recuperação da atividade econômica não se traduziu em alterações significativas das expectativas inflacionárias nas principais economias maduras, persistindo, portanto, o caráter acomodatório das políticas monetárias adotadas pelas respectivas autoridades monetárias. Nas economias emergentes mais importantes, em que a retomada da atividade foi mais intensa e mais rápida, o surgimento de pressões inflacionárias reforça a expectativa de mudança na postura da política monetária.

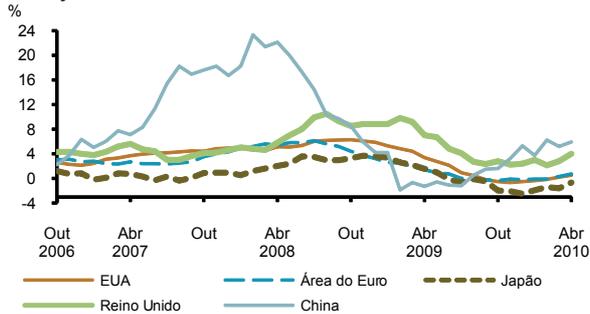
Nos EUA, a variação do IPC acumulada em doze meses recuou de 2,6% em janeiro para 2,2% em abril. Excluídos os itens energia e alimentos, com elevações respectivas de 18,5% e 0,5% em abril, a variação acumulada em doze meses do núcleo do IPC totalizou 0,9% em abril, menor patamar desde 1966, e certamente contribuiu para que o *Federal Reserve* (Fed) mantivesse, em abril, os limites da banda de flutuação da meta para os *Fed funds* em 0% e 0,25%. Em maio, em cenário de acirramento das tensões nos mercados financeiros, o Fed restabeleceu, com vigência até janeiro de 2011, as linhas de troca de moedas com os bancos centrais da Inglaterra, Canadá, Japão, Suíça e Área do Euro, que haviam sido encerradas em fevereiro último.

No Reino Unido, apesar da elevada ociosidade dos fatores de produção, a variação do IPC acumulada em doze meses, em trajetória crescente desde setembro de 2009, atingiu 3,7% em abril, maior valor nos últimos dezessete meses. O núcleo do indicador registrou variação anual de 3,1%, patamar observado desde o início do ano e significativamente superior ao assinalado ao longo de toda a década. O Banco da Inglaterra (BoE), avaliando que os principais determinantes do processo inflacionário em curso na economia do país – evolução dos preços de *commodities*, depreciação da libra e elevação do imposto sobre valor agregado – constituem elementos transitórios e que as expectativas inflacionárias continuam ancoradas, manteve a taxa de juros básica em 0,5% a.a. na reunião de maio.

Na Área do Euro, a variação do IPC acumulada em doze meses atingiu 1,5% em abril, maior patamar desde dezembro de 2008, enquanto a relativa a seu núcleo atingiu 0,8%, menor nível desde o início da série. Nesse cenário, o Banco Central Europeu (BCE) optou pela manutenção, na reunião de maio, da taxa básica de juros em 1% a.a. Adicionalmente, em maio, o BCE suspendeu o limite mínimo de *rating* para a aceitação de bônus da dívida soberana grega, como colateral em operações de refinanciamento, e anunciou

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Varição anual



Fonte: Thomson

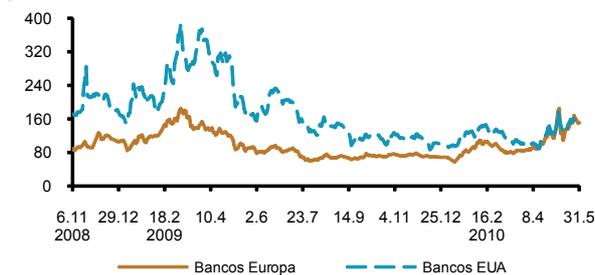
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

o início das compras – que serão esterilizadas por meio de leilões de depósitos a termo – de títulos públicos e privados emitidos em países que usam a moeda comum (*Securities Markets Program*).

No Japão, a variação anual do IPC foi negativa pelo décimo quinto mês consecutivo, atingiu -1,2% em abril, com os preços dos alimentos recuando 0,7%. O Banco do Japão (BoJ), após anunciar, em meados de março, a duplicação, para ¥20 trilhões, dos recursos oferecidos ao sistema financeiro por meio de operações de três meses, à taxa fixa de 0,1%, manteve, na reunião de maio, a taxa básica em 0,1% a.a.

Gráfico 4.8 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos^{1/}

p.b.



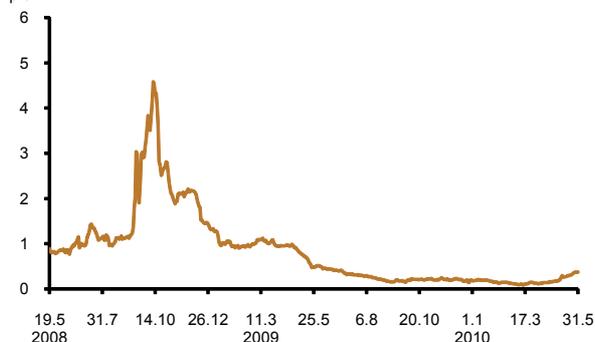
Fonte: Thomson

1/ Calculado pela média aritmética dos prêmios de CDS dos cinco maiores bancos dos EUA e da Europa pelo critério de capitalização de mercado. Por tratar-se de amostra não aleatória, pode não refletir o comportamento do sistema financeiro como um todo.

Na China, os índices de inflação anual ao consumidor e ao produtor atingiram, respectivamente, 2,8% e 6,8% em abril, os níveis mais elevados desde, respectivamente, outubro e setembro de 2008. Nesse cenário, embora as expectativas inflacionárias seguissem crescentes e o crédito bancário permanecesse elevado, o Banco do Povo da China (BPC) manteve, em maio, os juros básicos em 5,31% a.a. pelo décimo sétimo mês consecutivo. A autoridade monetária voltou, entretanto, a efetuar restrições quantitativas visando reduzir a liquidez e conter os aumentos dos preços dos ativos imobiliários. Nesse sentido, em abril, o BPC vendeu títulos com vencimento de três anos e, em maio, elevou, pela terceira vez em 2010, a taxa do depósito compulsório sobre depósitos à vista, fixado-a em 17% para os grandes bancos e em 15% para as instituições de menor porte.

Gráfico 4.9 – TED spread

p.b.



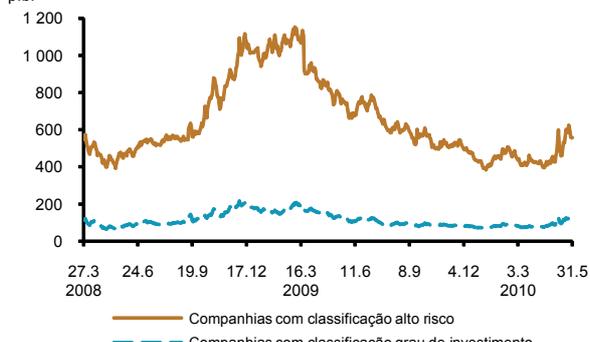
Fonte: Thomson

4.3 Mercados financeiros internacionais

As incertezas decorrentes da deterioração fiscal observada, em especial na Grécia, na Espanha e em Portugal, traduziram-se em elevação da aversão ao risco nos mercados financeiros, no decorrer do trimestre encerrado em maio. Nesse cenário, registraram-se aumentos da volatilidade nos mercados acionários, do risco soberano de países europeus e na demanda por títulos governamentais de menor risco, bem como depreciação do euro.

Gráfico 4.10 – iTraxx Europa – Séries 9 a 13

p.b.



Fonte: Thomson

O agravamento do risco soberano e incertezas regulatórias refletiram-se na evolução dos prêmios de risco implícitos nos contratos de *Credit Default Swaps* (CDS) do setor bancário, em especial no continente europeu. O prêmio médio para os cinco maiores bancos americanos, selecionados pelo critério de capitalização de mercado, aumentou 6 p.b. no trimestre terminado em maio e atingiu

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão

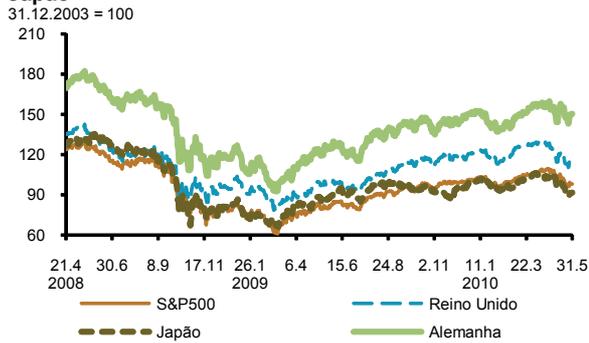


Gráfico 4.12 – VIX

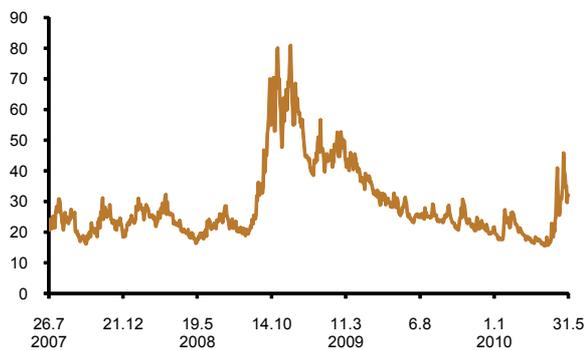


Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

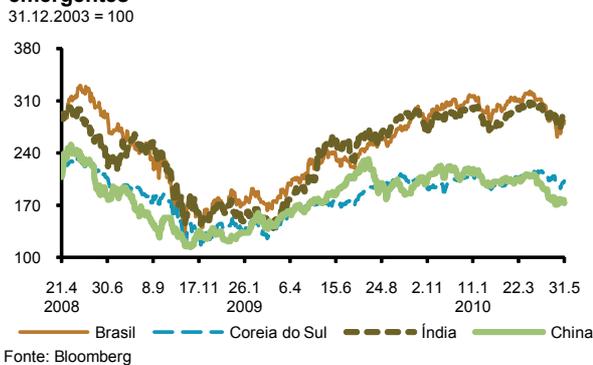
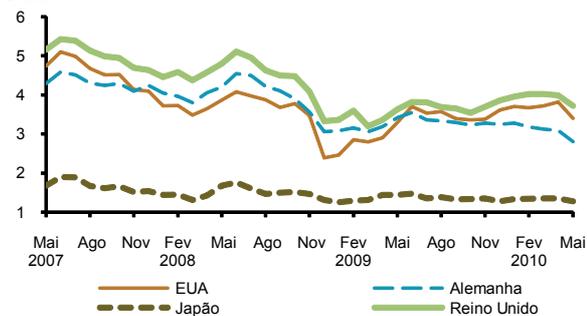


Gráfico 4.14 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



^{1/} Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 31 de maio de 2010.

140 p.b. ao final do período, enquanto para os cinco maiores europeus, selecionados pelo mesmo critério, cresceu 53 p.b. e alcançou 151 p.b. Ressalte-se que a trajetória dos prêmios de risco associados aos bancos europeus evidenciou a maior exposição do setor bancário da região, em especial de bancos franceses e alemães, aos mercados com maior risco de *default* soberano. Adicionalmente, a proibição, na Alemanha, de vendas a descoberto tanto das ações de empresas financeiras alemãs quanto dos CDS soberanos de países da Área do Euro, em meados de maio, alimentou temores relacionados ao sistema bancário do continente.

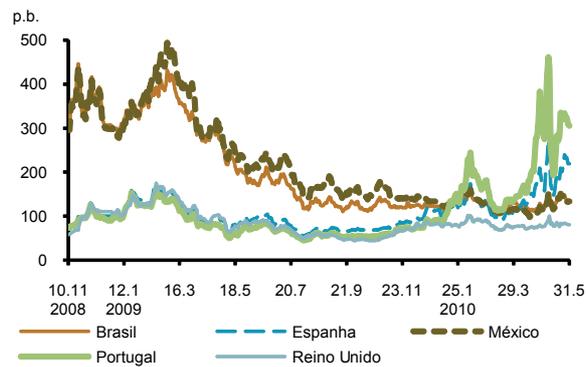
O ambiente de maior aversão ao risco traduziu-se na redução da liquidez no mercado interbancário norte-americano. A *TED Spread* – diferença entre a *Treasury Bill* de três meses, considerada uma taxa de curto prazo livre de risco, e a *libor* em dólar de mesmo prazo – inverteu trajetória de estreitamento observada nos três últimos Relatórios de Inflação e atingiu 37 p.b. ao final de maio, ante 12 p.b. ao final de fevereiro. Vale mencionar que o novo patamar situa-se abaixo do observado antes de setembro de 2008.

No mesmo sentido, as condições de financiamento para as empresas, em especial as consideradas de maior risco, tornaram-se mais restritivas. O *iTraxx Crossover*, que representa o prêmio de risco exigido para garantir empréstimos para companhias europeias consideradas de alto risco, atingiu 459 p.b. no final de maio, elevando-se 58 p.b. em relação ao final de fevereiro. O *iTraxx IG*, que representa o prêmio exigido para companhias europeias consideradas grau de investimento, atingiu 113 p.b. ao final de maio, avançando 29 p.b. no período.

O crescimento das incertezas imputou, adicionalmente, perdas às principais bolsas de valores. Os índices *Nikkei*, do Japão; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; e *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA, acumularam retrações respectivas de 3,5%, 3,1% e 1,4%, no trimestre encerrado em maio, contrastando com a valorização de 6,5% registrada no *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha. Considerando-se apenas maio, quando se aprofundaram as incertezas sobre a evolução da crise fiscal na Europa, os indicadores mencionados recuaram, em sequência, 11,7%, 6,6%, 8,2% e 2,8%.

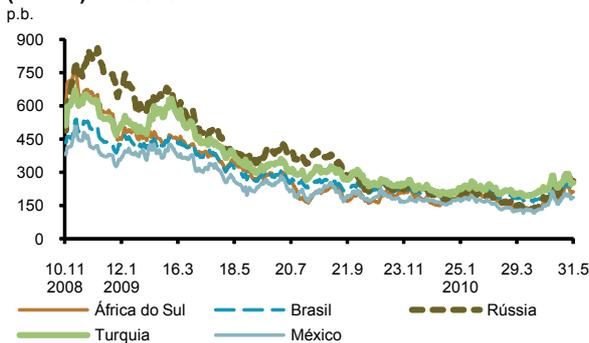
O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) – que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500 e constitui importante indicativo da aversão ao risco – atingiu 45,8 pontos em 20 de maio, ante 19,5 pontos ao final de fevereiro, maior valor em catorze meses, mas recuou para 32 pontos ao final do mês.

Gráfico 4.15 – CDS Soberanos 5 anos



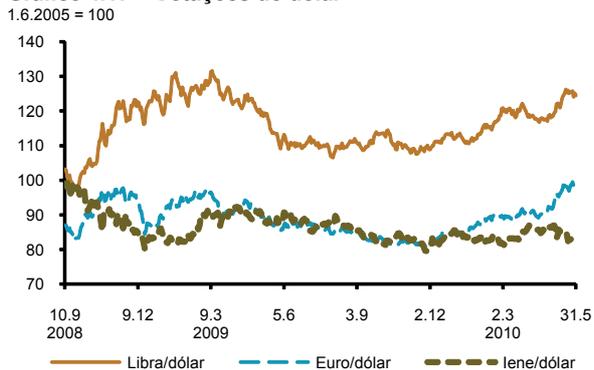
Fonte: Thomson

Gráfico 4.16 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países



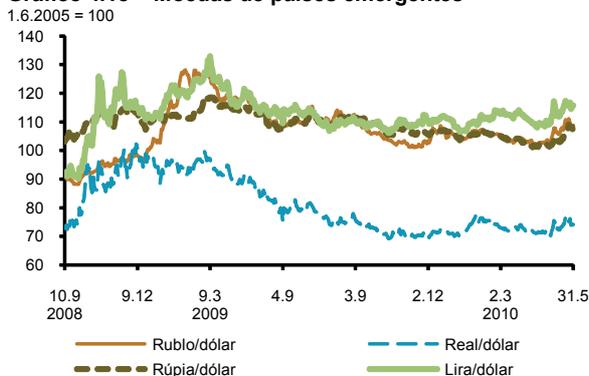
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.17 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes



Fonte: Bloomberg

Os mercados acionários de economias emergentes, a despeito da retomada econômica mais sólida observada nesses países, registraram perdas em maio. Os índices *Shanghai Composite*, da China; *Sensex*, da Índia; *Kospi*, da Coreia do Sul; e *Ibovespa*, do Brasil, recuaram, na ordem, 9,7%, 3,5%, 5,7% e 6,6% no mês, e acumularam variações respectivas de -15,1%, 3,1%, 2,9% e -5,1% no trimestre encerrado em maio.

O aumento na demanda por títulos soberanos de melhor *rating* traduziu-se na trajetória dos rendimentos médios anuais dos títulos de dez anos do Reino Unido, EUA, Alemanha e Japão, que recuaram, na ordem, de 4%, 3,72%, 3,13% e 1,35% em março para 3,20%, 2,93%, 2,42% e 1,1% em maio.

Os prêmios de risco soberano da Grécia, Portugal e Espanha, medidos pelos respectivos CDS de 5 anos, elevaram-se, na ordem, de 364 p.b., 164 p.b. e 130 p.b. ao final de fevereiro para 941 p.b., 461 p.b. e 275 p.b. em 6 de maio – maiores valores das respectivas séries. Ao final do mês, refletindo as expectativas favoráveis em relação aos efeitos das medidas de ajuda da União Europeia (UE) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) à Grécia⁹, dentre outras iniciativas, os indicadores mencionados recuaram para 663 p.b., 305 p.b. e 219 p.b., respectivamente.

O aumento da aversão ao risco impactou, adicionalmente, a demanda por ativos de menor qualidade. O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+) atingiu 317 p.b. ao final de maio, ante 292 p.b. ao final de fevereiro, ressaltando-se que os índices relativos a Rússia, México, Brasil e Turquia registraram aumentos respectivos de 61 p.b., 21 p.b., 20 p.b. e 11 p.b. no período.

A deterioração das expectativas em relação à situação fiscal e à sustentabilidade do crescimento econômico da Área do Euro intensificou o processo de depreciação da moeda única europeia em relação ao dólar norte-americano, que experimentou variações respectivas de 10,8% e 4,8% em relação ao euro e à libra esterlina, no trimestre encerrado em maio. Em ambiente de menor propensão ao risco e redução no fluxo de capitais para os mercados emergentes, no mesmo período o dólar também se apreciou em relação ao rublo russo, 3,2%; à lira turca, 1,8%; ao real, 0,7%; e à rúpia indiana, 0,6%.

9/ A União Europeia e o FMI acordaram uma ajuda total à Grécia de €110 bilhões ao longo dos próximos três anos, com o primeiro desembolso, em 19 de maio, atingindo €14,5 bilhões. Adicionalmente, com a aprovação, em 10 de maio, do Mecanismo de Estabilização Europeu, a UE contará com recursos da ordem de €500 bilhões, podendo alcançar €750 bilhões, com aporte de recursos adicionais do FMI. Destaque-se ainda o início das compras, pelo BCE e por outros bancos centrais da região, de títulos soberanos emitidos por países da UE com o objetivo de ampliar a liquidez nos mercados financeiros da região.

4.4 Commodities

Gráfico 4.19 – Índice CRB

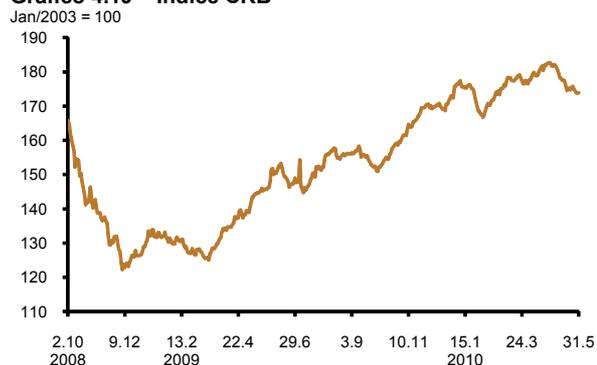


Gráfico 4.20 – Índice de preço de commodities

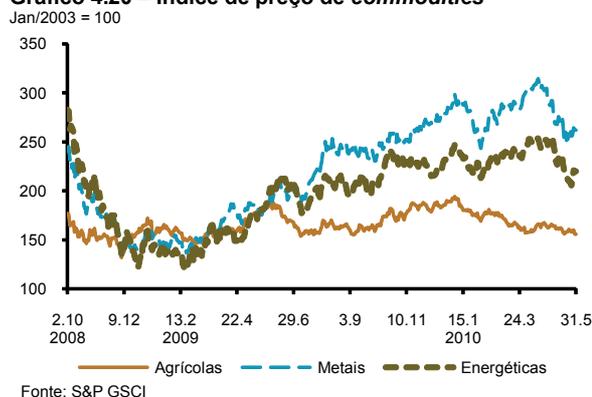
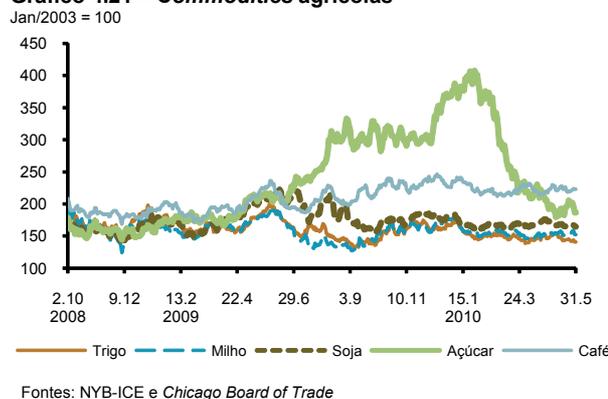


Gráfico 4.21 – Commodities agrícolas



O índice *Commodity Research Bureau* (CRB), após assinalar valorização de 4,1% no bimestre março-abril, em ambiente de recuperação da economia mundial mais acentuada do que prevista inicialmente, em especial na China, importante demandante de *commodities*, e nos EUA, recuou 0,6% no trimestre encerrado em maio. A reversão no comportamento do índice traduziu as expectativas desfavoráveis em relação à sustentabilidade fiscal de alguns países europeus, aos efeitos de possíveis mudanças regulatórias nos sistemas financeiros de países desenvolvidos e às medidas adotadas na China visando reduzir a liquidez naquele país. Consideradas médias trimestrais, o CRB registrou, no trimestre encerrado em maio, aumentos respectivos de 3,5% e 31,3% em relação aos trimestres finalizados em fevereiro de 2010 e maio de 2009.

De acordo com o índice *Goldman Sachs Commodity Index* (S&P GSCI), da *Standard & Poor's*, em conjunto com o *Goldman Sachs*, os preços das *commodities* recuaram, em média, 5,7% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, resultado das retrações assinaladas nos segmentos de *commodities* agrícolas, 12,3%; energéticas, 5,7%; e metálicas, 4,7%.

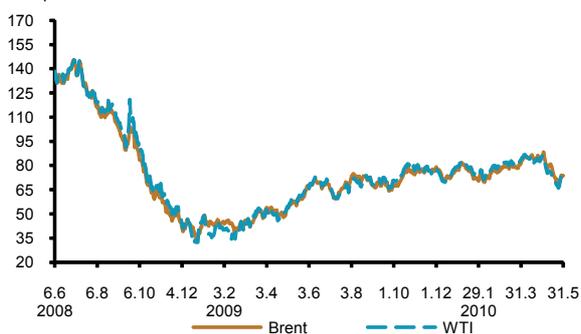
A redução nas cotações das *commodities* agrícolas refletiu tanto o patamar, acima do previsto inicialmente, de colheitas na América do Sul, quanto as perspectivas favoráveis em relação à recuperação da produção mundial de açúcar, após duas safras prejudicadas por problemas meteorológicos na Índia. Considerando os contratos futuros para primeira entrega, registraram-se, em maio, reduções trimestrais nas cotações de trigo, 9,6%; milho, 5%; e soja, 1,4%, negociadas na *Chicago Board of Trade* (CBT); e do açúcar, 41,2%, transacionada na *Intercontinental Exchange of New York* (ICE). O contrato para café, também negociado na ICE, registrou valorização de 4% no período, evidenciando nível reduzido dos estoques mundiais e perspectivas de quebra de safras em importantes países exportadores.

A retração recente das cotações das *commodities* metálicas, mesmo em cenário de relativa recuperação da demanda mundial e de reduções nos estoques, traduziu as perspectivas de que a redução da liquidez na China e as questões fiscais na Europa constituam restrições à consolidação da recuperação da economia mundial, com desdobramentos desfavoráveis sobre a demanda nesse segmento de produtos. De acordo com a *London*

Metal Exchange (LME), registraram-se, em maio, recuos trimestrais nas cotações do chumbo, 14,8%; zinco, 12,3%; alumínio, 4,2%; e cobre, 3,6%, contrastando com as elevações observadas nas relativas a estanho, 4,7%; e níquel, 0,9%.

A partir do início de abril, quando o reajuste do preço do minério de ferro – refletindo, em grande medida, a forte demanda chinesa, impulsionada por investimentos em infraestrutura, construção civil e pela produção de bens duráveis – atingiu cerca de 100%, em relação ao vigente em 2009, as maiores mineradoras mundiais adotaram novo sistema de precificação para a *commodity*, substituindo as negociações anuais por revisões trimestrais¹⁰. De acordo com o *Metal Bulletin*, a cotação do minério de ferro, após acumular aumento de 21,3% em abril, até o dia 22, passou a apresentar desvalorização, encerrando maio em patamar 5,4% inferior ao assinalado ao final de março. Essa reversão refletiu, em parte, o impacto das medidas adotadas pelo governo chinês para conter a expansão imobiliária¹¹, que tendem a afetar a construção civil e, conseqüentemente, a demanda pela *commodity*.

Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado à vista
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

4.4.1 Petróleo

As cotações médias dos barris de petróleo WTI e *Brent* passaram de US\$76,30 e US\$74,31, respectivamente, em fevereiro para US\$73,72 e US\$76,53 em maio. O relatório de maio do Departamento de Energia dos EUA (DOE), incorporando as perspectivas de retomada mais consistente da economia mundial, considera que o preço médio para o barril do WTI deverá atingir US\$84,00 ao final do segundo semestre deste ano e US\$87,00 no encerramento de 2011.

4.5 Conclusão

A evolução recente da economia mundial caracterizou-se pela distinção entre o ritmo de recuperação nos principais países desenvolvidos. O processo de retomada nessas economias ganha contornos mais sólidos no cenário de fortalecimento das respectivas demandas internas, evidenciado no crescimento dos gastos com consumo e investimentos e na recuperação do mercado de trabalho.

10/ Pela nova metodologia, a cada trimestre, os preços do minério de ferro serão determinados pela média dos preços *spot* nos três meses anteriores ao último mês do trimestre considerado.

11/ Medidas de redução da liquidez e imposição de restrições à aquisição de imóveis em grandes cidades.

O agravamento das condições fiscais em países da Europa e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais constituem, no entanto, elementos restritivos à intensificação do processo mencionado.

O recente recuo nos preços do petróleo, a ociosidade dos fatores de produção, o ressurgimento de estresse nos mercados financeiros e a manutenção dos índices de núcleo inflacionário em patamares historicamente reduzidos sugerem que os bancos centrais do G-3 manterão postura acomodatória e continuarão a promover, quando e se for necessário, ajustes de liquidez em seus mercados.

As principais economias emergentes seguem em ritmo de atividade mais intenso do que os observados nas economias maduras. Ressalte-se que, embora a maior aversão ao risco verificada recentemente possa, de alguma forma, conter o ingresso líquido de fluxos externos para essas economias, com possíveis desdobramentos sobre as respectivas taxas de câmbio, bolsas de valores e indicadores de risco soberano, a percepção quanto à continuidade de seu crescimento deverá favorecer o recebimento de novos fluxos.

A trajetória do déficit em transações correntes mostra-se compatível com os desdobramentos da consolidação do atual ciclo de crescimento da economia brasileira sobre a demanda por bens e serviços importados. Nesse cenário, embora as exportações registrassem crescimento importante, favorecido pela elevação dos preços dos produtos exportados, o superávit da balança comercial recuou 39,6% nos cinco primeiros meses de 2010, em relação a igual intervalo do ano anterior, trajetória que, traduzindo a distinção entre os ritmos de crescimento das economias brasileira e mundial, deverá persistir no decorrer do ano. Adicionalmente, assinalem-se as perspectivas de aumentos no déficit da conta de serviços, estimulado pelo crescimento das importações de serviços e das remessas líquidas de lucros e dividendos, estas sensibilizadas pela expansão do estoque de investimentos estrangeiros no país e pelo aumento da rentabilidade das empresas residentes.

No âmbito da conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e em títulos de renda fixa e em ações permanecem suficientes para o financiamento das transações correntes, e reforçam a dinâmica de melhora na estrutura dos passivos externos, com crescimento da participação de investimentos em detrimento da participação de dívidas.

As projeções para o balanço de pagamentos, apresentadas no box "Revisão da Projeção para o Balanço de Pagamentos", na página 73 deste Relatório, consideram a manutenção das condições adequadas de financiamento das contas externas no ano. As alterações registradas nessas projeções decorreram da incorporação de resultados ocorridos até maio, incluindo intervenções líquidas efetuadas pelo Banco Central em mercado, e da nova posição de endividamento externo, referente a março.

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2009			2010	
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai
Comercial	1,6	13,0	9,9	2,7	2,0
Exportação	12,4	59,1	144,7	16,3	66,1
Importação	10,8	46,2	134,7	13,6	64,1
Financeiro ^{1/}	1,6	-11,4	18,8	-0,1	5,6
Compras	27,5	105,6	336,3	30,5	133,1
Vendas	26,0	117,0	317,4	30,6	127,4
Saldo	3,1	1,6	28,7	2,6	7,6

1/ Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

O mercado de câmbio contratado apresentou superávit de US\$7,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, ante US\$1,6 bilhão em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial do período alcançou US\$2 bilhões, ante US\$13 bilhões no período equivalente de 2009, refletindo ampliações respectivas de 38,8% e de 11,7% nas contratações de importações e de exportações.

O segmento financeiro, evidenciando condições de financiamento externo mais favoráveis, registrou crescimentos de 26% nas compras e de 8,9% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US\$5,6 bilhões, ante saídas líquidas de US\$11,4 bilhões nos cinco primeiros meses de 2009.

As aquisições líquidas de divisas realizadas pelo Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$12,1 bilhões no período. A posição dos bancos, que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as intervenções do Banco Central, passou de comprada em US\$3,4 bilhões, ao final de dezembro de 2009, para vendida em US\$3,3 bilhões, ao final de maio.

5.2 Comércio de bens

As exportações somaram US\$72,1 bilhões e as importações, US\$66,5 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, resultados 29,9% e 43,9% superiores aos ocorridos em igual intervalo do ano anterior, resultando em recuo de 39,6% no superávit comercial do período, que atingiu US\$5,6 bilhões. O crescimento da economia brasileira e a recuperação da atividade dos parceiros comerciais refletiram-se na elevação de 36,3% na corrente de comércio, no período.

As exportações de produtos básicos registraram média diária de US\$304,5 milhões nos cinco primeiros meses de 2010, elevando-se 36% em relação a igual período de 2009, com ênfase nas expansões das vendas externas de petróleo em bruto, 208%; minério de cobre, 145%; carnes de bovinos, 44,2%; e minério de ferro, 28,3%. Em sentido oposto, os embarques de milho em grãos e de fumo em folhas reduziram-se 25,3% e 9,5%, respectivamente.

Os embarques de bens semimanufaturados totalizaram média diária de US\$96,4 milhões, ressaltando-se que o acréscimo de 35,8% no período refletiu, em parte, aumentos observados nas vendas externas de couros e

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-mai 2010	72 094	66 474	5 619	138 568	
Jan-mai 2009	55 484	46 180	9 304	101 663	
Var. %	29,9	43,9	-39,6	36,3	

Fonte: MDIC/Secex

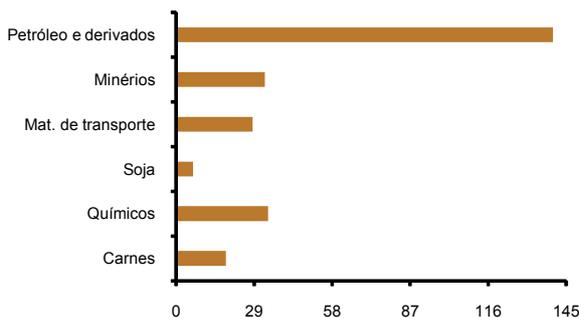
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	2009	2010	US\$ milhões
			Var. %
Total	549,3	706,8	28,7
Básicos	223,9	304,5	36,0
Industrializados	314,2	386,7	23,1
Semimanufaturados	71,0	96,4	35,8
Manufaturados	243,2	290,3	19,4
Operações especiais	11,3	15,6	38,5

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores
Janeiro-maio – 2010/2009^{1/} – %



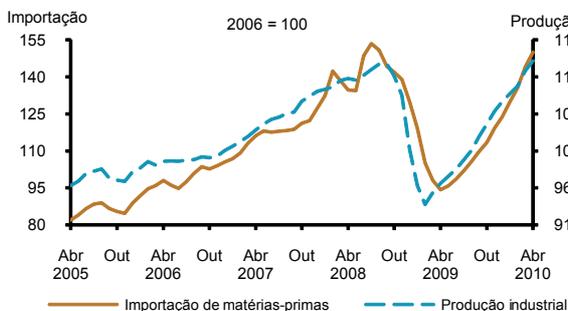
Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	2009	2010	Var. %
Total	457,2	651,7	42,5
Bens de capital	115,9	140,8	21,5
Matérias-primas	209,8	307,2	46,4
Naftas	5,5	17,5	218,2
Bens de consumo	74,9	110,5	47,5
Duráveis	37,0	62,6	69,1
Automóveis de passageiros	16,0	28,0	75,1
Não duráveis	37,9	47,9	26,3
Combustíveis e lubrificantes	56,6	93,2	64,7
Petróleo	28,0	41,8	49,5

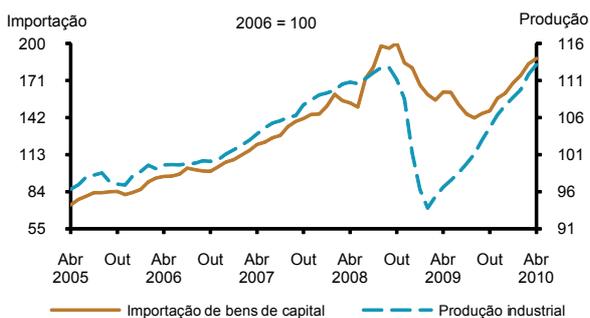
Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.2 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de três meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de três meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

peles, 77%; ferro-ligas, 58,4%; açúcar em bruto, 57,9%; e celulose, 55,6%. As exportações de itens manufaturados, que somaram média diária de US\$290,3 milhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 19,4% em relação a igual período de 2009, foram impulsionadas, em especial, pelos crescimentos nos embarques de óleos combustíveis, 122,7%; veículos de carga, 74,4%; óxidos e hidróxidos de alumínio, 71,9%; automóveis de passageiros, 46,9%; e autopeças, 44,6%.

Segmentando setorialmente as exportações do país, observou-se que os seis maiores setores responderam por 59,5% dos embarques médios diários nos primeiros cinco meses de 2010, ante 55,4% em igual período do ano anterior, totalizando US\$420,2 milhões. As vendas externas de petróleo e derivados – as relativas a petróleo em bruto responderam por 71,1% desse total – elevaram-se 140,1%, seguindo-se os aumentos nas exportações de produtos químicos, 34,2%; minérios, 33% – das quais 91,5% referentes a minério de ferro; materiais de transporte, 28,5%; carnes, 18,6%; e soja, 6,4%.

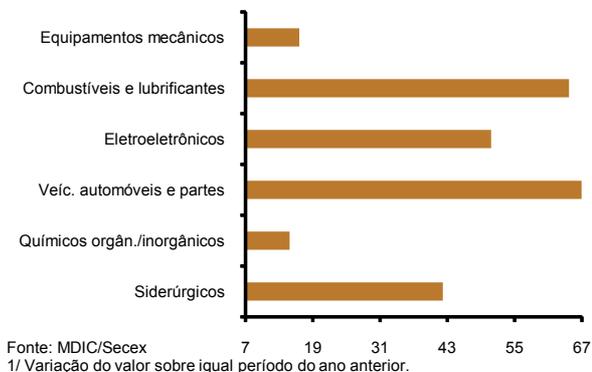
A entrada da economia brasileira em novo ciclo de expansão, expressa no crescimento de 9% experimentado pelo PIB no primeiro trimestre do ano, em relação ao período correspondente de 2009, segue se traduzindo na trajetória das importações. Nesse sentido, a média diária das aquisições externas aumentou 42,5% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, com aumentos nas compras de todas as categorias de uso.

As importações médias diárias de matérias-primas e produtos intermediários, representando 47,1% das compras externas no período analisado, elevaram-se 46,4%, impulsionadas pelas elevações nas compras de produtos minerais, 78,5%; produtos agropecuários não alimentícios, 59,6%; e partes e peças de produtos intermediários, 47,1%.

As aquisições médias diárias de bens de capital corresponderam a 21,6% do total importado nos cinco primeiros meses do ano, ressaltando-se que o aumento de 21,5% em relação a igual intervalo de 2009 refletiu, em parte, elevações nas importações de máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 51,5%; acessórios de maquinaria industrial, 37,8%; e partes e peças para bens de capital para a indústria, 28,7%. As importações de maquinaria industrial, item mais representativo da categoria, cresceram 1,8% no período e passaram a representar 30,5% das compras de bens de capital.

As compras médias diárias de combustíveis e lubrificantes aumentaram 64,7% nos cinco primeiros meses do ano, correspondendo a 14,3% das importações no período, das quais 44,9% referentes a petróleo.

Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-maio – 2010/2009^{1/} – %



As participações das aquisições médias diárias de bens de consumo duráveis e de bens de consumo não duráveis no total das importações brasileiras atingiram, na ordem, 9,6% e 7,3% nos cinco primeiros meses do ano. As importações de duráveis, que se elevaram 69,1% em relação ao período correspondente de 2009, foram sustentadas pelos crescimentos das aquisições de máquinas e aparelhos de uso doméstico, 135,9%; móveis e outros equipamentos para casa, 84,4%; e automóveis, 75,1%, enquanto o aumento médio diário de 26,3% registrado na categoria de consumo de não duráveis traduziu, em especial, os crescimentos nas compras de produtos alimentícios, 42,1%; produtos de tocador, 39,3%; e produtos farmacêuticos, 21,6%.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões								
	Exportação			Importação			Saldo		
	2009	2010 V	ar.	2009	2010 V	ar.	2009	2010	
	%								
Total	549	707	28,7	457	652	42,5	92	55	
A.Latina e Caribe	117	171	47,2	81	112	37,9	35	60	
Mercosul	49	77	58,6	45	61	34,4	4	16	
Argentina	39	62	60,5	39	53	35,8	-0	9	
Demais	10	15	51,1	6	8	25,8	4	7	
Demais	68	94	39,0	36	51	42,4	32	43	
EUA ^{1/}	59	72	20,6	82	98	19,4	-22	-26	
UE	127	154	21,8	106	140	32,6	21	14	
Europa Oriental	12	21	73,4	4	10	145,9	8	11	
Ásia	142	188	32,2	128	198	54,7	14	-10	
China	77	104	35,0	56	86	52,7	21	18	
Outros	65	84	28,7	72	112	56,2	-7	-29	
Demais	92	101	8,8	57	94	66,1	36	6	

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

O comércio bilateral com os principais blocos e países registrou expansão generalizada nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2009, com ênfase nos aumentos respectivos de 43,4% e 42,8% assinalados no intercâmbio com a América Latina e o Caribe, e com a Ásia. Adicionalmente, as transações comerciais com os demais países, a UE e os EUA registraram elevações respectivas de 30,6%, 26,7% e 19,9% no período.

O comércio com o bloco asiático, maior parceiro comercial do país, resultou em déficit médio diário de US\$10 milhões nos cinco primeiros meses do ano, ante superávit de US\$14 milhões no período correspondente em 2009. As exportações para a região responderam por 26,6% das vendas externas brasileiras, das quais 55,5% direcionadas à China, enquanto os produtos asiáticos representaram 30,4% das compras externas do país, sendo 43,4% originários da China.

O intercâmbio comercial com a UE proporcionou superávit médio diário de US\$14 milhões. O recuo de 32,2% observado em relação a igual período de 2009 refletiu aumentos nas exportações, 21,8%, e nas importações, 32,6%, que representaram 21,8% e 21,5%, respectivamente, do total das vendas e das compras externas do país.

As operações comerciais com a América Latina e o Caribe proporcionaram superávit médio diário de US\$60 milhões nos cinco primeiros meses do ano, dos quais 27,6% referentes ao Mercado Comum do Sul (Mercosul). A expansão de 68,2% em relação a igual intervalo de 2009

resultou dos crescimentos nas exportações, 47,2%, e nas importações, 37,9%, que responderam, na ordem, por 24,3% e 17,2% do total exportado e importado pelo Brasil no período.

O déficit médio diário observado no comércio bilateral com os EUA cresceu de US\$22 milhões, de janeiro a maio de 2009, para US\$26 milhões, evolução decorrente de crescimentos de 20,6% nas exportações e de 19,4% nas importações, que registraram médias diárias respectivas de US\$72 milhões e US\$98 milhões e corresponderam, na ordem, a 10,1% e 15% do total dos embarques e das aquisições do país no período.

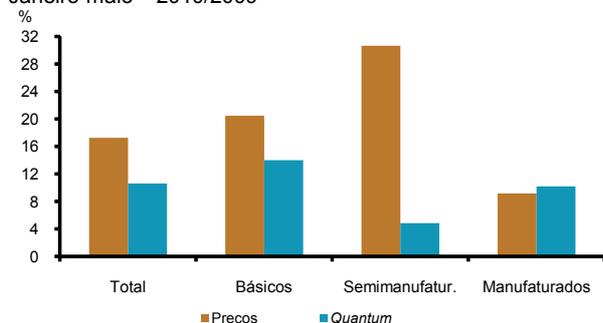
O superávit médio diário registrado no comércio com os demais países apresentou redução de 82,1% nos cinco primeiros meses do ano, resultado de expansões de 8,8% nas vendas externas e de 66,1% nas compras, que totalizaram médias diárias respectivas de US\$101 milhões e US\$94 milhões. Esse resultado refletiu, em especial, os aumentos observados nas importações de petróleo originárias da Nigéria, Argélia, Angola e Iraque, países responsáveis, em conjunto, por 26,3% do fluxo comercial e por 41,2% nas importações no âmbito do grupo dos demais países, nos cinco primeiros meses do ano.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o crescimento de 29,9% registrado pelas exportações de janeiro a maio de 2010, em relação ao mesmo período do ano anterior, decorreu de aumentos de 17,2% nos preços e de 10,6% no *quantum* exportado. A trajetória do índice de preços revelou expansões de 30,6% nos preços de produtos semimanufaturados, de 20,5% nos básicos e de 9,2% nos manufaturados; enquanto as quantidades exportadas cresceram, na mesma ordem, 4,9%, 14% e 10,2% no período.

A expansão de 43,9% nas importações, em relação aos primeiros cinco meses de 2009, evidenciou, em especial, o aumento de 41,5% observado no volume importado, enquanto os preços elevaram-se 1,8%. A análise segmentada revela que o *quantum* importado de bens de consumo duráveis cresceu 74,5%, seguindo-se as elevações nas categorias de matérias-primas e produtos intermediários, 43,9%; combustíveis e lubrificantes, 31%; bens de capital, 24%; e de bens de consumo não duráveis, 3,9%. Em relação ao índice de preços de importações, destacam-se os aumentos observados nas categorias de bens de consumo não duráveis, 23,1%, e de combustíveis e lubrificantes, 20,5%, seguindo-se as variações relativas a matérias-primas e produtos intermediários, 2,8%; bens de capital, -1,1%; e bens de consumo duráveis, -2,3%.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de *quantum*

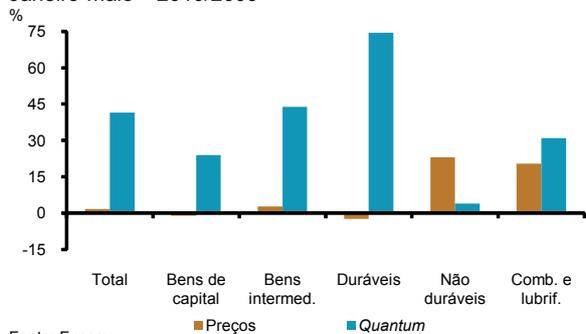
Janeiro-maio – 2010/2009



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e *quantum*

Janeiro-maio – 2010/2009



Fonte: Funcex

5.3 Serviços e renda

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009			2010		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-1,8	-6,6	-24,3	-2,0	-18,7	-49,0
Balança comercial	2,6	9,3	25,3	3,4	5,6	13,0
Exportações	12,0	55,5	153,0	17,7	72,1	185,0
Importações	9,4	46,2	127,7	14,3	66,5	172,0
Serviços	-1,7	-6,2	-19,2	-2,6	-11,3	-24,7
Transportes	-0,4	-1,3	-3,9	-0,5	-2,3	-5,0
Viagens internacionais	-0,4	-1,3	-5,6	-0,7	-3,2	-8,0
Computação e inform.	-0,2	-1,0	-2,6	-0,2	-1,2	-3,0
Aluguel equipamentos	-0,7	-3,6	-9,4	-1,1	-5,0	-11,0
Demais	0,0	1,0	2,3	0,0	0,5	2,3
Rendas	-2,9	-11,1	-33,7	-3,2	-14,6	-40,8
Juros	-0,4	-3,6	-9,1	-0,4	-4,0	-9,4
Lucros e dividendos	-2,6	-7,8	-25,2	-2,9	-10,8	-32,0
Salários e ordenados	0,1	0,3	0,6	0,0	0,2	0,6
Transferências correntes	0,2	1,4	3,3	0,4	1,5	3,5

1/ Projeção.

O déficit em transações correntes atingiu US\$18,7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, ante US\$6,6 bilhões em igual período do ano anterior, evolução decorrente da redução no resultado da balança comercial e dos aumentos nas despesas líquidas com serviços e no déficit da conta de rendas. Considerados períodos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$36,4 bilhões em maio, equivalendo a 1,94% do PIB.

As remessas líquidas na conta de serviços atingiram US\$11,3 bilhões, elevando-se 82,7% em relação ao resultado dos cinco primeiros meses de 2009, destacando-se a variação de 145,7%, para US\$3,2 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros no exterior retomaram trajetória crescente e atingiram US\$5,7 bilhões, enquanto as receitas decorrentes de gastos de turistas estrangeiros no Brasil somaram US\$2,5 bilhões, representando aumentos respectivos de 65,1% e de 16,7%, na mesma base de comparação.

O desempenho das importações e das despesas com viagens internacionais contribuiu para que as despesas líquidas com transportes atingissem US\$2,3 bilhões de janeiro a maio, aumento de 81,8% em relação a igual período de 2009. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US\$5 bilhões, elevando-se 41,3%, enquanto os pagamentos líquidos de *royalties* e licenças – que incluem serviços de fornecimento de tecnologia, direitos autorais, licenças e registros para uso de marcas e de exploração de patentes, franquias, entre outros – cresceram 31,6%, totalizando US\$1 bilhão. Os serviços governamentais e de computação e informações registraram despesas líquidas respectivas de US\$1,3 bilhão e de US\$1,2 bilhão, ampliando-se, na ordem, 139,1% e 23%.

As despesas líquidas da conta de rendas somaram US\$14,6 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 31% em relação a igual intervalo do ano anterior. As despesas líquidas de juros aumentaram 11,4% no período e atingiram US\$4 bilhões, com ênfase no recuo de 33,1% nas receitas, que, em ambiente de redução das taxas de juros internacionais, somaram US\$2,1 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$10,8 bilhões, aumentando 38,1% no período. Os setores industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, por 52,1% e 45,5% das remessas brutas de lucros e dividendos de investimentos estrangeiros diretos (IED)

no período, com ênfase em serviços financeiros, veículos automotores e metalurgia.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,5 bilhão nos cinco primeiros meses de 2010, elevando-se 6,1% em relação a igual período do ano anterior. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais países de destino de migrantes brasileiros, somaram US\$606 milhões, recuando 18% no período.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009			2010		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	3,7	9,8	70,2	6,6	34,0	64,7
Investimentos diretos	3,9	10,3	36,0	1,2	3,5	26,0
Brasileiros no exterior	1,5	-0,9	10,1	-2,4	-7,9	-12,0
Estrangeiros no país	2,5	11,2	25,9	3,5	11,4	38,0
Participação	1,8	6,3	19,9	3,2	10,7	31,0
Intercompanhias	0,7	5,0	6,0	0,3	0,7	7,0
Investimentos em carteira	2,3	-0,7	50,3	3,7	19,8	33,6
Ativos	-1,4	-1,1	4,1	0,1	-0,4	0,0
Passivos	3,7	0,5	46,2	3,5	20,2	33,6
Derivativos	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Outros investimentos	-2,5	-0,1	-16,3	1,7	10,8	5,1
Ativos	-6,0	-8,4	-30,4	-2,3	-6,9	-4,4
Passivos	3,4	8,4	14,1	4,0	17,7	9,5

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009			2010		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,3	4,8	15,7	3,1	15,2	16,8
Bônus púb.	0,8	1,8	4,1	-	0,8	0,8
Tít. privados	0,4	2,2	8,5	2,1	10,5	11,7
Emp. diretos	0,2	0,8	3,1	1,1	3,9	4,3
Empréstimos de c. prazo (líq.) ^{2/}	1,2	-2,2	-2,2	0,5	5,1	-
Tít. de curto prazo (líq.)	-0,1	-1,5	-0,6	0,1	0,0	-
Portfolio no país (líq.)	3,5	2,5	42,2	-1,2	13,1	32,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	35%	55%	88%	664%	261%	125%
Títulos	49%	58%	95%	1354%	240%	125%
Emp. Diretos	22%	48%	72%	332%	337%	125%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas de comércio repassadas por bancos.

3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos, excluindo as amortizações decorrentes de conversão de dívida em investimento direto.

5.4 Conta financeira

A conta capital e financeira registrou superávit de US\$34,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, destacando-se que o aumento recente da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais exerceu impacto limitado sobre o financiamento das contas externas do país.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior acumularam aplicações líquidas de US\$7,9 bilhões, nos primeiros cinco meses de 2010. As empresas brasileiras retomaram investimentos em mercados externos, constituindo, liquidamente, US\$11,2 bilhões sob a forma de participação no capital. As amortizações líquidas de empréstimos a subsidiárias no exterior totalizaram US\$3,2 bilhões.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$11,4 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, ante US\$11,2 bilhões em igual intervalo de 2009. Os fluxos líquidos de participação no capital totalizaram US\$10,7 bilhões e os relativos a empréstimos intercompanhias, US\$734 milhões, assinalando variações respectivas de 70,8% e -85,3% no período. Considerados períodos de doze meses, o IED atingiu US\$26,1 bilhões em maio, 1,39% do PIB.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$20,2 bilhões de janeiro a maio, ante US\$462 milhões em igual período de 2009. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras totalizaram US\$8,1 bilhões, ante US\$3,1 milhões no período equivalente de 2009, enquanto os referentes a títulos de renda fixa negociados no país atingiram, na ordem, ingressos líquidos de US\$7,9 bilhões e saídas líquidas de US\$621 milhões.

Os bônus negociados no exterior apresentaram saídas líquidas de US\$1,9 bilhão nos cinco primeiros meses do ano, incluindo o desembolso de US\$788 milhões relativo à emissão do Global 21. O Tesouro Nacional, dando sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do Setor Público, resgatou antecipadamente US\$1,5 bilhão de bônus no período, dos quais US\$1,2 bilhão referentes a valor de face dos títulos e US\$283 milhões, ao ágio dessas operações.

A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 240% no período de cinco meses encerrado em maio, ante 58% no período equivalente de 2009. Os ingressos líquidos de *notes* e *commercial papers* somaram US\$6,1 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$10,5 bilhões e amortizações de US\$4,4 bilhões. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$15 milhões no período.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aumento líquido nos haveres no exterior de US\$6,9 bilhões no ano, até maio, enquanto os depósitos no exterior de bancos brasileiros recuaram US\$8 bilhões e aqueles detidos pelo setor não financeiro elevaram-se em US\$2,5 bilhões. A concessão líquida de empréstimos ao exterior, incluídos os créditos comerciais, totalizou US\$12,5 bilhões no período.

Os outros investimentos estrangeiros, que incluem empréstimos diretos junto a bancos, a organismos internacionais e agências, créditos comerciais e depósitos, registraram desembolsos líquidos de US\$17,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$8,4 bilhões em igual período de 2009. Os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo somaram US\$8 bilhões, destacando-se os empréstimos liquidamente concedidos por agências, US\$3,9 bilhões. Os empréstimos diretos de médio e longo prazos apresentaram desembolsos líquidos de US\$2,8 bilhões, resultando em taxa de rolagem de 337%. Os empréstimos de curto prazo totalizaram desembolsos líquidos de US\$5,1 bilhões.

A posição de maio das reservas internacionais registrou a convergência entre os dois conceitos, caixa e liquidez, devido à liquidação total do saldo remanescente das operações de empréstimo em moedas estrangeiras concedidos durante a crise de 2008/2009. Dessa maneira, as reservas internacionais totalizaram US\$249,8 bilhões em maio, elevando-se US\$10,8 bilhões em relação a dezembro de 2009, no conceito liquidez, e US\$11,3 bilhões, no conceito caixa.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008	2009		2010		
	Ano	Jan-mai	Ano	Jan-mai	Ano ^{1/}	
Posição de reservas no período anterior	180,3	193,8	193,8	238,5	238,5	
Compras líquidas do BCB	-5,4	2,0	36,5	12,7	12,7	
<i>Spot</i>	7,6	-0,7	24,0	12,1	12,1	
Linhas com recompra	-8,3	4,8	8,3	-	-	
Empréstimos em m.e.	-4,7	-2,0	4,2	0,5	0,5	
Serviço da dívida (líquido)	-0,4	-0,3	-2,2	-2,9	-3,3	
Juros	2,8	0,4	0,7	-0,5	0,2	
Receita	7,2	2,4	4,8	1,5	4,0	
Despesa	-4,4	-2,0	-4,0	-2,0	-3,8	
Amortização	-3,2	-0,6	-2,9	-2,4	-3,5	
Desembolsos	1,3	-	1,8	-	-	
Organismos multilaterais	0,8	-	-	-	-	
Bônus da República	0,5	-	1,8	-	-	
Demais ^{2/}	10,4	-2,9	1,7	-2,8	-2,8	
Compras do Tesouro Nacional	7,6	2,6	7,0	4,4	7,3	
Variação de haveres	13,4	1,5	44,7	11,3	13,8	
Posição de reservas – caixa	193,8	195,3	238,5	249,8	252,4	
Saldo de linhas com recompra	8,3	3,6	-	-	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	4,7	6,7	0,5	-	-	
Posição das reservas – liquidez	206,8	205,6	239,1	249,8	252,4	

1/ Projeção.

2/ Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais e alocações de Direitos Especiais de Saque (DES).

As compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$12,7 bilhões no mesmo período, dos quais US\$12,1 bilhões no mercado à vista e os demais US\$535 milhões em retornos de operações de empréstimo em moedas estrangeiras. Ainda no período analisado, a remuneração das reservas gerou receita de US\$1,5 bilhão e as demais operações reduziram o estoque das reservas em US\$2,8 bilhões.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa^{1/}

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008		2009			2010
	Jun	Dez	Jun	Set	Dez	Mai ^{2/}
Exportações de bens	178,1	197,9	177,2	158,9	153,0	169,6
Exportações de bens e serviços	205,1	228,4	206,3	186,6	180,7	199,2
Serviço da dívida	40,5	37,6	38,7	41,3	43,6	45,9
Dívida externa total	205,5	198,3	199,0	204,9	198,2	218,3
Dívida externa total líquida	-19,2	-27,7	-28,0	-37,8	-61,8	-48,6
Reservas internacionais						
Conceito caixa	200,8	193,8	201,5	221,6	238,5	249,8
Conceito liquidez	200,8	206,8	208,4	224,2	239,1	249,8
PIB	1 513	1 636	1 449	1 475	1 577	1 876
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	13,6	12,1	13,7	13,9	12,6	11,6
Dívida total líquida/PIB (%)	-1,3	-1,7	-1,9	-2,6	-3,9	-2,6
Dívida total/exportações	1,2	1,0	1,1	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	22,8	19,0	21,9	26,0	28,5	27,1
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,8	16,5	18,8	22,1	24,1	23,0
Reservas – conceito caixa/ dívida externa total (%)	97,7	97,7	101,2	108,1	120,3	114,4
Reservas – conceito liquidez/ dívida externa total (%)	97,7	104,3	104,7	109,4	120,6	114,4

^{1/} Exclui estoque de principal, amortizações e juros relativos a intercompanhias.

^{2/} Dados estimados.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de endividamento mantiveram trajetória positiva nos primeiros cinco meses de 2010, excetuando-se o crescimento de 10,2% da posição estimada da dívida externa total e o aumento de 5,4% em seu serviço. Ressalte-se que, incorporado o crescimento de 18,9% do PIB em dólares, a relação dívida externa total/PIB recuou 0,9 p.p. em relação a dezembro de 2009, para 11,6%. O crescimento da dívida externa total reduziu a posição credora da dívida externa total líquida, de -US\$61,8 bilhões para -US\$48,6 bilhões, no período, contribuindo para que a relação dívida externa total líquida/PIB passasse de -3,9% para -2,6%.

A elevação do serviço da dívida externa, associada ao aumento de 10,9% das exportações, contribuiu para que a relação entre o serviço da dívida e o total exportado se reduzisse 1,4 p.p., para 27,1%, no ano até maio. O coeficiente dívida total/exportações manteve-se em 1,3 e a relação dívida total líquida/exportações recuou de -0,4 para -0,3.

As reservas internacionais, no conceito liquidez, elevaram-se 4,5%, contribuindo para que sua representatividade na dívida externa total recuasse de 120,6% em dezembro para 114,4% em abril.

5.6 Conclusão

A evolução do setor externo permanece condicionada à necessidade de suprir o hiato produzido pelo crescimento da demanda interna a uma taxa superior à capacidade de expansão da oferta. A projeção do déficit em transações correntes, detalhada neste capítulo e no box "Projeções para o Balanço de Pagamentos", foi mantida em relação ao Relatório anterior, com a melhora no saldo comercial sendo compensada pelo aumento nas despesas líquidas de serviços

e rendas. Nesse cenário, as projeções mencionadas indicam que o déficit em conta-corrente deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de investimentos, tanto diretos quanto em carteira, e com as taxas de rolagem da dívida externa, previstas em 125%.

Revisão da Projeção para o Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009			2010		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Usos	-4,3	-16,5	-54,4	-3,6	-32,0	-77,6
Transações correntes	-1,8	-6,6	-24,3	-2,0	-18,7	-49,0
Amortizações de MLP ^{2/}	-2,5	-9,9	-30,1	-1,6	-13,2	-28,6
Papéis	-0,8	-4,5	-13,0	-0,3	-7,1	-13,1
Créd. de fornecedores	-0,3	-1,2	-3,8	-0,3	-1,4	-2,4
Empréstimos diretos ^{3/}	-1,4	-4,2	-13,3	-1,0	-4,7	-13,1
Fontes	4,3	16,5	54,4	3,6	32,0	77,6
Conta capital	0,1	0,5	1,1	0,1	0,4	1,0
Inv. estrangeiros diretos	2,5	11,2	25,9	3,5	11,4	38,0
Títulos domésticos e ações ^{4/}	3,5	2,5	47,1	1,7	16,0	35,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	2,9	10,7	35,8	4,6	24,9	36,6
Papéis	1,2	4,0	12,6	2,1	11,3	11,7
Créd. de fornecedores	0,2	1,1	2,7	0,2	0,9	4,1
Empréstimos ^{6/}	1,5	5,6	20,5	2,4	12,7	20,9
Ativ. brasil. no exterior	-5,9	-10,2	-15,8	-4,5	-15,1	-16,4
Demais ^{7/}	5,0	6,2	6,9	2,7	8,6	-
Ativos de reservas	-3,7	-4,4	-46,7	-4,6	-14,2	-16,7

1/ Projeção.

2/ Registra amortizações de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior deduzidos de refinanciamentos e descontos. Exclui amortizações de empréstimos do FMI e intercompanhias.

3/ Registra amortizações de empréstimos concedidos por bancos estrangeiros, compradores, agências e organismos.

4/ Inclui investimentos estrangeiros em títulos de dívida negociados no mercado doméstico, e em ações no país e no exterior.

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

7/ Registra valores líquidos de refinanciamentos de bônus, papéis de curto prazo, crédito comercial de curto prazo, derivativos financeiros, depósitos de não residentes, outros passivos e erros e omissões.

Este boxe traz as projeções revisadas para o balanço de pagamentos em 2010. Para tanto, considera as informações mais recentes sobre a economia mundial, bem como a reavaliação da atividade econômica interna. Consideram-se ainda modificações no serviço da dívida externa compatíveis com seu estoque em março, intervenções recentes do Banco Central no mercado de câmbio e recompras de dívida externa soberana pelo Tesouro Nacional, efetivadas até maio.

A projeção atualizada de balanço de pagamentos mantém inalterado o déficit esperado em transações correntes, em US\$49 bilhões, com o aumento do superávit comercial sendo compensado pela elevação do déficit nas contas de serviços e rendas. Os fluxos de investimentos diretos, tanto os de brasileiros no exterior quanto os de estrangeiros no país, foram reduzidos em virtude dos desdobramentos negativos da conjuntura internacional, em particular a crise fiscal que atinge algumas economias da Europa. Não obstante a deterioração no cenário mundial, foram mantidas as taxas de rolagem e os ingressos direcionados a *portfolio* no país.

A revisão das projeções da balança comercial contempla ampliação da corrente de comércio, com elevação tanto das exportações, de US\$173 bilhões para US\$185 bilhões, como das importações, de US\$163 bilhões para US\$172 bilhões. Desse modo, a projeção de superávit comercial para 2010 foi elevada de US\$10 bilhões para US\$13 bilhões. As estimativas são consistentes com os resultados observados até meados de junho, com as perspectivas para a economia global e para a brasileira, e com a manutenção dos termos de troca em patamares elevados.

A revisão elevou a projeção de déficit na conta de serviços em US\$1,8 bilhão, na comparação com o Relatório de Inflação de março, que deverá atingir US\$24,7 bilhões no ano, 28,3% maior do que o observado no ano anterior. Essa revisão reflete aumentos de US\$1 bilhão nas despesas líquidas previstas com aluguel de equipamentos, para US\$11 bilhões no ano; de US\$500 milhões para o déficit projetado em viagens internacionais, que deve atingir US\$8 bilhões; e de US\$500 milhões no déficit na conta de transportes, em linha com a expectativa de elevação na corrente de comércio de bens.

A projeção para as despesas líquidas com juros cresceu US\$1,1 bilhão em relação à do Relatório anterior e atingiu US\$9,4 bilhões. Esse crescimento resultou, principalmente, da redução de US\$1,1 bilhão na projeção das receitas brutas, dada a perspectiva de manutenção de baixas taxas de juros internacionais. Estima-se receita de US\$4 bilhões com a remuneração das reservas internacionais, redução de US\$1,1 bilhão em comparação à projeção anterior, e de US\$1,8 bilhão de receita de juros privados. As despesas brutas, previstas a partir do estoque de dívida externa em março de 2010, mantiveram-se em US\$15,2 bilhões.

A estimativa para remessas líquidas de lucros e dividendos foi mantida em US\$32 bilhões, elevação de 26,9% em relação ao ocorrido em 2009. Vale mencionar que o valor do estoque de investimentos estrangeiros na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) elevou-se para US\$210,5 bilhões, ao final de março, de US\$70,7 bilhões em fevereiro de 2009. As transferências unilaterais projetadas para 2010 foram mantidas em US\$3,5 bilhões, patamar semelhante ao verificado em 2009.

O superávit estimado da conta financeira passou de US\$55,1 bilhões, na projeção anterior, para US\$64,6 bilhões. Destaca-se a reversão na estimativa para posição externa dos bancos brasileiros, de aumento de aplicações de US\$6,7 bilhões para redução de US\$5,6 bilhões. Adicionalmente, projeta-se elevação de US\$3,6 bilhões nos desembolsos líquidos de empréstimos de médio e longo prazos, que deverão atingir US\$7,8 bilhões.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009			2010		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-2,2	-9,0	-29,1	-2,3	-20,2	-53,0
Capitais (líquido)	8,8	12,8	67,5	3,7	25,0	60,0
Investimento Estrangeiro						
Direto	2,5	11,2	25,9	3,5	11,4	38,0
Em carteira	3,4	3,1	46,7	1,3	15,1	35,0
Empréstimos de médio e longo prazos	-0,4	-0,4	1,0	2,9	10,6	4,7
Crédito com. de curto, médio e longo prazos	3,9	8,0	5,8	2,9	11,8	3,3
Bancos	2,0	-0,8	1,7	0,8	6,7	1,6
Demais	1,9	8,9	4,1	2,1	5,1	1,7
Investimentos brasileiros						
no exterior	-2,6	-8,5	-14,0	-7,3	-23,0	-22,0
Demais	1,9	-0,6	1,9	0,4	-0,8	1,0
Hiato financeiro	6,5	3,8	38,4	1,4	4,8	7,0
Compras líquidas do Banco Central	-3,2	-2,0	-36,5	-4,2	-12,7	-12,7
Ativos de bancos	-3,3	-1,8	-1,9	2,8	7,9	5,6

1/ Projeção.

A projeção para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) foi reduzida de US\$45 bilhões para US\$38 bilhões, já considerando o resultado apresentado nos primeiros cinco meses do ano e as estimativas da Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD) acerca dos fluxos globais do IED em 2010. As aplicações líquidas de investimentos brasileiros diretos no exterior foi reduzida em US\$3 bilhões, para US\$12 bilhões.

As projeções para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em papéis domésticos de longo prazo no país e em ações foram mantidas em US\$35 bilhões.

As amortizações de dívida externa de médio e longo prazos para o ano, considerado o novo esquema da dívida externa com posição em março de 2010, aumentaram US\$2 bilhões, para US\$28,6 bilhões. A projeção para a taxa de rolagem foi mantida em 125%.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado permanecerá superavitário, em US\$7 bilhões. O Banco Central, considerando apenas as operações efetuadas até maio, absorverá US\$12,7 bilhões desse montante, enquanto os haveres dos bancos comerciais no exterior deverão reduzir-se em US\$5,6 bilhões.

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 2010. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2012 e para o crescimento do PIB até o final de 2010. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 10,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 8 e 9 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,80/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 Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin) com analistas independentes. 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. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até a data de corte de 18 de junho de 2010.

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

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA, após atingir 4,31% em 2009 (taxa 1,59 p.p. inferior àquela observada em 2008), voltou a subir em 2010, em consonância com o ritmo de crescimento robusto da economia doméstica. Nos cinco primeiros meses do ano, o IPCA registrou inflação de 3,09%, a mais elevada para o período desde 2006 e 0,89 p.p. acima da verificada no mesmo período do ano passado. Em doze meses até maio, a inflação alcança 5,22%, nível bem próximo ao observado no mesmo período de 2009 (5,20%) e superior ao valor central da meta para a inflação (4,50%). Dessa forma, embora em ritmo menor no segundo trimestre, a dinâmica inflacionária apresenta deterioração importante nesses cinco primeiros meses do ano.

Os preços administrados por contratos e monitorados acumularam em doze meses até maio variação de 4,31%, enquanto os preços livres aumentaram 5,60%. No conjunto dos preços livres, destaque-se a variação no preço dos itens não comercializáveis (7,24%), bem superior àquela verificada nos comercializáveis (3,79%). Esse fenômeno advém, em parte, dos efeitos assimétricos da crise econômica mundial sobre a economia doméstica, cujos efeitos mais intensos recaíram sobre o setor industrial – o setor de serviços mostrou-se bastante resiliente –, como também da forte expansão da demanda doméstica. Note-se que a diferença entre a inflação em doze meses dos preços administrados e a dos preços livres, que vinha diminuindo de maneira consistente, voltou a aumentar nos últimos três meses. De fato, essa diferença, que estava em -6,21 p.p. em junho de 2008, reverteu-se completamente em outubro de 2009 (0,16 p.p.), voltou a crescer desde março deste ano e atingiu -1,29 p.p. em maio. Evidenciando também a dinâmica da demanda doméstica, a inflação do setor de serviços vem se mantendo em patamar superior à dos preços livres. De fato, em doze meses até maio, a variação do preço dos serviços atingiu 6,78% (ante 7,23% no mesmo período de 2009).

Após ter crescido 5,1% em 2008 e recuado ligeiramente em 2009 (0,2%), o PIB a preços de mercado cresceu 2,7% no primeiro trimestre de 2010 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, após incrementos de 2,2% e 2,3% nos dois trimestres anteriores. Dessa forma, a economia brasileira encontra-se em novo ciclo de crescimento, ou seja, de certa forma retomou a trajetória de expansão que vigia antes do recrudescimento da crise econômica mundial, em setembro de 2008. Sob a ótica da produção, destaque-se, pela terceira vez consecutiva, a indústria, que cresceu 4,2% no primeiro

trimestre (após crescer 3,3% e 4,0% nos dois trimestres anteriores), na comparação trimestral, segundo dados dessazonalizados, refletindo, em parte, o efeito dos estímulos monetários, creditícios e fiscais implementados para mitigar as consequências da crise de 2008. O setor de serviços, cujas taxas de crescimento são menos voláteis, expandiu-se 1,9% no primeiro trimestre, após aumentos de 1,6% e 0,7% nos dois trimestres anteriores. Por sua vez, a produção agropecuária, que havia registrado retração de 0,5% no terceiro trimestre de 2009 e expansão de apenas 0,2% no trimestre seguinte, refletindo o menor nível de atividade global e a conseqüente queda no preço das *commodities* agrícolas, registrou recuperação, com crescimento de 2,7% no primeiro trimestre de 2010. De modo geral, a robustez da demanda doméstica – alicerçada na expansão do crédito e do emprego – foi importante para a rápida recuperação da economia e continua a contribuir decisivamente para o atual ciclo de expansão.

Sob a ótica da demanda, após sofrer fortes retrações no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009 (-9,7% e -12,0%, respectivamente, em relação ao trimestre anterior), a FBCF cresceu 7,4% no primeiro trimestre do ano, ante o trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, após ter crescido mais de 7,0% nos dois trimestres anteriores (7,5% e 7,1%, respectivamente), corroborando o cenário positivo quanto à solidez da expansão da economia. O consumo das famílias – componente mais importante da demanda agregada – cresceu 1,5% no primeiro trimestre, na mesma base de comparação, taxa inferior às vigentes nos dois trimestres anteriores (2,5% e 2,1%, respectivamente). Com quatro aumentos trimestrais consecutivos, o consumo das famílias tem dado sólida contribuição para a sustentação da demanda doméstica. O consumo do governo apresentou alta de 0,9%, após crescer 0,5% e 0,6% nos dois últimos trimestres de 2009, respectivamente. Por outro lado, o setor externo contribuiu negativamente para o crescimento do PIB no primeiro trimestre (-2,9 p.p.), com as importações aumentando 13,1% (contribuição de -4,5 p.p.) e as exportações, 1,7% (contribuição de 1,6 p.p.). Com base na evolução recente, um cenário plausível contempla, nos próximos trimestres, contribuição negativa do setor externo para o crescimento do PIB.

A demanda doméstica, ressalte-se novamente, tem sido o principal elemento de sustentação da economia brasileira, avaliação essa corroborada pelo desempenho do comércio varejista. Com efeito, após haver crescido 9,1% em 2008 e recuado 5,9% em 2009 em virtude dos efeitos da crise de 2008, as vendas reais do comércio varejista

aumentaram em 2010 – 11,8% até abril – segundo o IBGE. Em doze meses até abril, essas vendas cresceram 8,2%, com destaque para o acentuado aumento das vendas no segmento “hipermercados, produtos alimentícios, bebida e fumo” (9,7%) e “móveis e eletrodomésticos” (9,1%). O comércio varejista ampliado – que inclui “veículos, motos, partes e peças” e “material de construção”, segmentos mais sensíveis às condições de crédito – também apresenta forte desempenho, tendo crescido 10,7% em doze meses até abril, impulsionado pelas vendas de “veículos, motos, partes e peças”, cuja expansão alcançou 17,3%. A propósito, note-se que as vendas de automóveis já ultrapassaram os níveis vigentes antes da crise. O Comitê avalia que o comércio varejista deverá continuar registrando resultados positivos ao longo dos próximos trimestres, impulsionado, dentre outros, pela expansão do emprego e pelo dinamismo do mercado de crédito para pessoas físicas.

A taxa média de desemprego, que vinha recuando consistentemente (10,0% em 2006, 9,3% em 2007 e 7,9% em 2008), mas que havia aumentado para 8,1% em 2009, voltou a recuar em 2010. De fato, a taxa média até abril situou-se em 7,4%, 1,3 p.p. abaixo da observada no mesmo período de 2009. Em abril, a taxa de desemprego, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, atingiu 6,8%, a mais baixa da nova série histórica. De acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada – que aumentou 3,2% em 2007, 3,4% em 2008 e 3,2% em 2009, a despeito dos efeitos da crise econômica – continua se elevando em 2010 e registrou expansão de 1,1% até abril. Por sua vez, o número médio de pessoas ocupadas, que havia crescido 2,6% em 2007, 3,4% em 2008 e arrefecido em 2009 (0,7%), voltou a crescer em 2010, com aumento de 3,4% nos primeiros quatro meses do ano. Dessa forma, a massa salarial real – importante fator impulsionador da demanda agregada nos últimos anos – continua a se expandir em 2010. Após crescer 5,8% em 2007, 6,9% em 2008 e 3,9% em 2009, aumentou 4,5% até abril, repercutindo, principalmente, a geração de empregos. Segundo dados da CNI, no que diz respeito especificamente ao setor industrial, o mais intensamente afetado pela crise de 2008, o nível de emprego na indústria de transformação, que cresceu 3,7% em 2007 e 3,9% em 2008, mas recuou em 2009 (-3,3%), cresce em 2010, com aumento de 3,3% até abril, percentual superior aos observados antes da crise global. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, após quedas intensas no fim de 2008 e início de 2009, a geração de empregos apresenta-se em ritmo bastante forte, segundo dados divulgados pelo MTE, com criação de 962 mil postos de trabalho neste ano até abril. O setor de serviços, as indústrias de transformação

e de construção civil e o comércio criaram até abril 346 mil, 287 mil, 166 mil e 74 mil novas vagas, respectivamente. Em doze meses até abril, a expansão agregada alcança 1,9 milhão de postos.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito para as famílias – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais conquistados nos últimos anos – constituiu-se em elemento-chave para o aumento do consumo privado. Após serem adversamente afetadas pela crise de 2008, as condições e o volume de financiamento retornaram a padrões mais favoráveis. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, em abril o saldo de crédito com recursos livres do sistema financeiro às famílias cresceu 18,2%. No mesmo período, o crédito habitacional, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento de 49,7%. De modo geral, a expansão do crédito às famílias tem se dado em contexto de arrefecimento dos indicadores de inadimplência. Além disso, as expectativas de analistas de mercado e de representantes do setor bancário apontam expansão do volume de crédito – com menos vigor do que o verificado antes da crise global – a despeito de alterações recentes nos recolhimentos compulsórios e da mudança de postura de política monetária.

Após ser severamente afetado pela crise de 2008, o investimento apresenta desempenho marcadamente positivo desde o segundo semestre de 2009. De fato, a rápida recuperação da economia doméstica – em parte viabilizada pela adequada e tempestiva adoção de políticas monetária, fiscal e creditícia com efeitos anticíclicos – e a não materialização de cenários pessimistas para a economia mundial fizeram com que o grau de incerteza e a aversão ao risco diminuíssem e, por conseguinte, as condições creditícias melhorassem e os empresários retomassem planos de investimento que haviam sido interrompidos ou até mesmo abandonados durante a crise. Em consequência, a FBCF expandiu-se 7,5%, 7,1% e 7,4% nos últimos três trimestres, na comparação com o imediatamente anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. Em linhas gerais, é plausível afirmar que a atual fase de expansão da economia brasileira será reforçada por diversos projetos ligados ao setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, em grande parte liderados pelo setor público.

O volume total de crédito às pessoas jurídicas, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, cresceu 15,7% em abril, na comparação com mesmo mês do ano anterior, atingindo saldo de R\$795,7 bilhões em abril. Tal

evolução, vale ressaltar, foi favorecida pelos desembolsos de empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, que somaram R\$35,7 bilhões até abril, incremento de 39,4% em relação ao mesmo período de 2009. Em doze meses até abril, esses desembolsos aumentaram 36,6% e somaram R\$295,6 bilhões. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$27,2 bilhões em doze meses até maio. No mercado secundário, as emissões somam R\$17,2 bilhões no mesmo período, com destaque para operações de empresas do setor financeiro ocorridas em 2009, incluindo uma emissão de R\$14,1 bilhões em certificados de depósito de ações. Em 2010, a concentração de emissões recai sobre empresas do setor imobiliário e de construção, evidenciando o aquecimento do setor. Por sua vez, o lançamento de debêntures (excluindo as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil), após atingir R\$6,3 bilhões em 2008 e R\$11,1 bilhões em 2009, alcançou R\$17,1 bilhões no acumulado de junho de 2009 a maio de 2010.

No que se refere ao setor externo, o saldo da balança comercial apresentou virtual estabilidade em 2009 (US\$25,3 bilhões, ante US\$24,9 bilhões em 2008), mas recuou em 2010. Até maio, o saldo da balança comercial atingiu US\$5,6 bilhões, ante US\$9,3 bilhões registrados no mesmo período do ano passado, uma redução de 39,6%. Esse resultado origina-se de exportações no valor de US\$72,0 bilhões e de importações no valor de US\$66,5 bilhões, montantes, respectivamente, 29,9% e 43,9% superiores aos registrados em igual período de 2009. Nesse contexto, a queda do saldo comercial advém, sobretudo, do aumento mais forte das importações em relação ao das exportações, em linha com o fato de que a economia doméstica se expande a taxas maiores do que as observadas em parte substancial de nossos parceiros comerciais. Note-se, contudo, que as receitas de exportação podem ser impactadas positivamente ao longo do ano, dentre outros, por reajustes esperados no preço do minério de ferro.

Após recuar 2,5% em 2008 – a primeira retração desde 1996 – e 10,7% em 2009, o *quantum* exportado voltou a crescer em 2010 (8,5% até abril), com a gradual recuperação da demanda externa. A retomada da demanda externa também impactou positivamente o preço médio das exportações, que subiu 15,2% neste ano até abril, após declinar 13,4% em 2009. Por sua vez, após contrair 17,4% em 2009, o *quantum* importado aumentou 41,2% até abril, repercutindo a aceleração da atividade doméstica, em especial no setor industrial, que tem maior propensão

a importar. Por sua vez, o preço médio das importações, depois de cair 10,5% em 2009, mostra virtual estabilidade até abril (0,5%).

A remessa de lucros e dividendos contribuiu para elevar o déficit em contas-correntes acumulado em doze meses, que se deslocou de US\$25,4 bilhões em janeiro para US\$36,2 bilhões em abril, equivalente a 2,0% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$25,1 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 1,4% do PIB.

Os sinais de retomada lenta e desigual da economia global continuaram se acumulando desde o último Relatório. Diferentemente das economias maduras, cuja recuperação tem se dado de forma acentuadamente heterogênea, em diversas economias emergentes a atividade econômica continua em rota de expansão, em alguns casos em magnitude e rapidez superiores às esperadas. Inicialmente, esses fatos refletiram-se no preço das *commodities* e, em especial, no preço do petróleo, que recentemente, em maio, chegou a superar a barreira dos US\$85. Desde o último Relatório, entretanto, intensificaram-se as preocupações com os efeitos da crise da dívida soberana em países da Europa, o que aumentou a incerteza quanto à sustentabilidade e ao ritmo de recuperação nas economias maduras. Em consequência, os preços de várias *commodities* sofreram redução desde o último Relatório. Sob essas condições, de gradativa e heterogênea melhora do cenário econômico global, e de alguma recuperação na demanda por ativos de risco, houve valorização das moedas de importantes economias emergentes e do dólar. Cabe notar, entretanto, que, aparentemente, ressurgiu a percepção de risco sistêmico nos mercados financeiros internacionais. Apesar dos desenvolvimentos recentes na Área do Euro, as perspectivas para a economia global não se deterioraram desde a publicação do último Relatório. É plausível supor que o quadro atual se estabilize, ou até mesmo evolua positivamente ao longo dos próximos trimestres, embora se reconheça que o cenário atual se encontra envolto em maior incerteza do que a prevalente quando da divulgação do último Relatório.

Com relação à oferta agregada, após registrar forte retração no quarto trimestre de 2008 e no primeiro de 2009 (7,6% e 4,5%), o setor industrial cresceu de maneira sólida desde então. Nos últimos três trimestres até o primeiro de 2010, houve expansão de 3,3%, 4,0% e 4,2%, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE. Essa recuperação teve reflexos no setor agropecuário, que cresceu 2,7% no primeiro trimestre de 2010, após estagnação nos dois trimestres

anteriores (-0,5% e 0,2%). Por sua vez, após contração de 1,9% no quarto trimestre de 2008, o setor de serviços registrou o quinto trimestre consecutivo de expansão no primeiro trimestre de 2010 (1,9%), o que sinaliza uma retomada consistente.

A produção industrial recuou 0,7% em abril em relação a março, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, o que, em parte, se explica por antecipação de produção para atender antecipação de consumo, explicada pela retirada de estímulos tributários para a aquisição de bens duráveis. De modo geral, entretanto, a produção industrial mostra expansão robusta em 2010, mesmo após crescer nos dez primeiros meses do ano passado. Neste ano até abril, a produção industrial expandiu-se 18,0% e, em doze meses, o crescimento alcançou 2,3%, a primeira taxa positiva nessa métrica desde janeiro de 2009. As indústrias de transformação e a extrativa mineral registraram crescimento de 18,0% e 18,5% até abril, respectivamente, e de 2,4% e 1,1% nos últimos doze meses. Os setores mais dependentes do crédito – como o automotivo e o de construção civil – e, por conseguinte, os mais intensamente atingidos pela crise econômica mundial mostram expansão e, em alguns casos, já ultrapassam os níveis de produção vigentes antes da crise.

Pela ótica da demanda, o PIB – descontada a variação de estoque de -1,2 p.p. – cresceu 7,7% no primeiro trimestre de 2010 em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, com o setor externo contribuindo negativamente com 2,9 p.p. O indicador de estoques da Sondagem Conjuntural da FGV, que havia recuado para 78,9 em janeiro de 2009, o menor nível desde agosto de 2003, vem subindo de maneira consistente desde então. Em abril e maio, o indicador atingiu, respectivamente, 101,3 e 100,5, segundo dados dessazonalizados, mostrando que o processo de ajuste do nível de estoques na indústria de transformação terminou. De fato, a recomposição de estoques tem contribuído para a retomada consistente do nível de atividade. Para os próximos trimestres, o Copom avalia que a produção industrial deve continuar crescendo de maneira robusta, com reflexos positivos sobre o emprego e o nível de renda.

Após atingir 86,7% em junho de 2008, o Nuci na indústria de transformação, mensal com ajuste sazonal, calculado pela FGV, recuou para 77,9% em fevereiro e março de 2009, em decorrência da crise de 2008. Desde então, os níveis de utilização vêm se elevando consistentemente e, em abril e maio, o indicador alcançou 85,1% e 84,9%, respectivamente, níveis próximos aos vigentes antes da

crise de 2008. No que se refere à expansão da capacidade, após crescimento robusto de 23,8% em 2007 e de 20,1% em 2008, a absorção de bens de capital contraiu 13,4% em 2009. Em 2010, contudo, a absorção vem crescendo e, até abril, houve expansão de 28,2%. Esse crescimento é resultado do aumento de 13,8% nas importações e de apenas 3,2% nas exportações de bens de capital; e de 28,7% na produção doméstica desses bens. Note-se, ainda, que, na mesma base de comparação, a produção de insumos para a construção civil aumentou 16,1%. Indicadores da produção industrial, em conjunção com número de vendas no varejo, mostram expansão robusta da atividade. De fato, segundo dados dessazonalizados, após cair de 125,9 em junho de 2008 para 71,1 em dezembro, o indicador do nível de demanda global da Sondagem Conjuntural da FGV junto à indústria ultrapassou os 100 pontos em setembro de 2009 e atingiu 120,8 em maio de 2010. Com isso, um número cada vez maior de empresas qualifica a demanda por seus produtos como forte e, em contrapartida, diminui a quantidade daquelas que julgam a demanda como fraca. Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização seguiram se elevando nos últimos meses, evidenciando virtual esgotamento da margem de ociosidade da indústria, a despeito da retomada dos investimentos.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional do Custo da Construção – Disponibilidade Interna (INCC-DI) mostrou sinais de arrefecimento a partir do recrudescimento da crise mundial, no último trimestre de 2008, mas houve inversão de tendência desde o início de 2010. De fato, após atingir o pico em novembro de 2008 (12,33%), a variação do INCC em doze meses reduziu-se para 3,25% em dezembro de 2009 e vem aumentando consistentemente desde então, tendo atingido 6,07% em maio. No médio prazo, o cenário para os preços do setor de construção, no qual a utilização de insumos importados é limitada, continua a sugerir a continuidade desse processo. A propósito, tal cenário resulta da intensidade da atividade nesse setor, que deve ser sustentado por políticas públicas, pela expansão do mercado de trabalho e pela ampliação do mercado de crédito imobiliário. Note-se ainda que há expectativas, por parte de analistas de mercado, de elevações para o preço do aço.

Apesar de ter se elevado em 2009 (8,1%), após dois anos consecutivos de redução (de 10,0% em 2006 para 9,3% em 2007 e, então, para 7,9% em 2008), a taxa de desemprego tem recuado de maneira persistente desde o final de 2009. A rigor, a taxa de desemprego não apenas tem caído desde novembro de 2009, quando comparada com igual período

do ano anterior (7,2%, 7,4%, 7,6% e 7,3%, nos últimos quatro meses até abril, ante 8,2%, 8,5%, 9,0% e 8,9% no ano passado), como vem se situando em níveis historicamente baixos nos últimos meses (7,5%, 7,1%, 7,0% e 6,8%, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE). A constatação de vigor do mercado de trabalho é corroborada ao se analisar os números do emprego formal e do emprego industrial, os mais afetados pela crise, bem como pelas taxas de crescimento dos salários. As perspectivas para os próximos trimestres continuam a indicar continuidade dessa dinâmica.

Após superar a barreira dos US\$85 em maio deste ano, o preço do petróleo – fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional – recuou para patamar próximo a US\$75 nas últimas semanas, refletindo aumento das preocupações com as repercussões sobre o crescimento mundial da crise fiscal em países da Europa. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados para 2010. Cabe notar, ainda, que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio dos preços dos combustíveis na bomba, mas também por canais como a cadeia produtiva do setor petroquímico e as expectativas de consumidores e empresários. Faz-se oportuno registrar, também, o forte aumento do preço do minério de ferro e de outros metais, que reflete a recuperação da economia mundial, especialmente nos países emergentes. Por sua vez, o preço das *commodities* agrícolas tem apresentado bastante volatilidade, e sinais consistentes de recuperação ainda não podem ser claramente identificados.

Após forte redução em 2009 (-1,43%, ante 9,10% em 2008), a inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, tem apresentado elevação em 2010. De fato, a variação em doze meses do IGP-DI, que atingira 14,82% em julho de 2008 e recuara para -1,76% em outubro e em novembro de 2009, voltou ao terreno positivo em 2010. No ano até maio, o IGP-DI avançou 5,12%, valor 5,86 p.p. acima daquele verificado no mesmo período de 2009 e, em doze meses, a taxa alcançou 4,38%. A forte aceleração do índice em 2010 advém, principalmente, do IPA-DI e do INCC, cujas variações, até maio, alcançaram 5,72% e 4,48%, respectivamente, ante -2,29% e 1,70% observados no mesmo período do ano passado. Por sua vez, o IPC-Br variou 3,86%. O expressivo aumento do IPA-DI decorre tanto do comportamento dos preços agrícolas, cuja variação em doze meses alcançou 5,26% em maio, quanto dos preços

industriais, com incremento de 5,86%. 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.

Assim como a inflação plena, as três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostram aumento da inflação em 2010. A variação em doze meses do núcleo por exclusão (IPCA-EX), que havia se deslocado de 5,71% em dezembro de 2008 para 4,73% em dezembro de 2009, elevou-se para 4,93% em maio deste ano. Fenômeno similar foi observado com as outras duas medidas de núcleo. A variação do núcleo de médias aparadas com suavização (IPCA-MS), que atingira 4,82% em dezembro de 2008 e havia diminuído para 4,24% em outubro de 2009, voltou a aumentar, situando-se em 4,99% em maio. Por sua vez, a inflação medida pelo núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP), que atingira 6,08% em dezembro de 2008 e havia recuado para 4,74% doze meses depois, voltou a se elevar e atingiu 5,06% em maio deste ano. Note-se que todas as medidas de núcleo encontram-se acima da meta para a inflação. Cabe notar, adicionalmente, que após atingir 68,75% em janeiro de 2010 (66,15% no mesmo mês de 2009), o índice de difusão do IPCA recuou para 60,94% em maio deste ano (58,9% no mesmo mês de 2009), mas seu patamar continua a sugerir disseminação do processo de aceleração inflacionária.

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

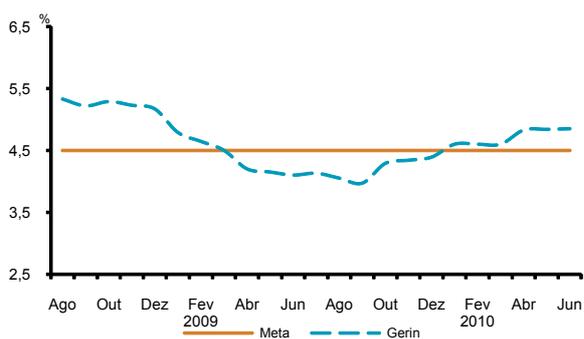
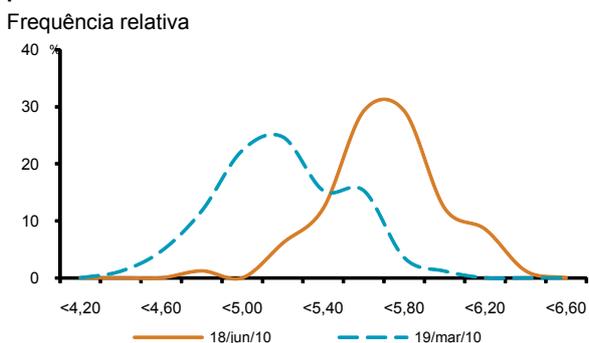


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2010



As expectativas para a taxa de crescimento do PIB em 2010 alteraram-se bastante desde a divulgação do último Relatório, ao passarem de 5,50% para 7,06%, em parte devido aos números que emergiram quando da publicação das contas nacionais relativas ao primeiro trimestre. As expectativas para a inflação também se elevaram nesse período e, na data de corte de 18 de junho, encontravam-se em 5,61% e 4,80%, respectivamente, para 2010 e 2011; ante 5,10% e 4,70% para 2010 e 2011 em 19 de março de 2010. De modo geral, entretanto, desde a divulgação do último Relatório, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2010. A propósito, o gráfico 6.2 indica que o cenário prospectivo para a inflação de 2010 ficou menos incerto desde a divulgação do último Relatório.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, esse cenário prospectivo, consubstanciado nas projeções que serão apresentadas na próxima seção, contempla do lado externo recuperação da atividade econômica global, embora assimétrica entre os países e cercada de incerteza; e, do lado doméstico, expansão econômica robusta, com elevação nas projeções de inflação em relação às do último Relatório.

O balanço de riscos relacionados às perspectivas de inflação evoluiu desfavoravelmente desde a divulgação do último Relatório, e o Comitê avalia que os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno estão concentrados no âmbito interno. Atualmente, pressões inflacionárias decorrentes da crescente utilização de fatores, bem como do descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta, manifestam-se em uma inflação acumulada em doze meses acima da meta e em projeções de inflação que apontam para valores bem acima da meta em 2010, desvios esses que recuam em 2011. Um risco importante advém da possibilidade de que os valores efetivos e prospectivos da inflação permaneçam, de forma persistente, em níveis acima ou até mesmo se distanciem da meta, em virtude da crescente utilização dos fatores de produção e/ou da expansão da demanda. Um risco adicional origina-se na dinâmica das expectativas de inflação. A despeito de, em alguma medida, haverem se acomodado nas últimas semanas, o Copom monitora atentamente a evolução desse e de outros indicadores, a fim de evitar a materialização de um cenário desfavorável. Com efeito, na observância de um cenário menos benigno, os custos para se trazer a inflação de volta à trajetória das metas podem ser significativos. A esse respeito, cabe lembrar que, em que pese os fortes efeitos desinflacionários da queda da atividade econômica decorrente da crise de 2008, a inflação brasileira mostrou-se persistente – o piso da inflação acumulada em doze meses foi de 4,17% em outubro de 2009. Portanto, para evitar que a sociedade incorra em tais custos, é recomendável a adoção de respostas adequadas e tempestivas de política monetária.

Do lado externo, são dois os principais riscos a serem monitorados, embora o Copom reconheça que, em seu cenário central, esses riscos não sejam uma ameaça importante à consecução de um cenário inflacionário benigno. O primeiro é a possibilidade de elevações significativas nos preços das *commodities*, principalmente se não for acompanhada por movimentos, em sentido contrário, da taxa nominal de câmbio. Esse risco, ao menos para o horizonte de curto prazo, arrefeceu desde a divulgação do último Relatório. O segundo é a possibilidade de que a crise que atinge alguns países europeus e a consequente piora das condições financeiras internacionais ganhem contornos mais extremos. Essa possibilidade está associada ao ressurgimento da percepção de risco sistêmico, baseada na visão de que haveria interdependência entre uma eventual consolidação fiscal nas economias que se defrontam com dificuldades nessa área e os balanços de instituições financeiras. Esse cenário provavelmente ensejaria movimentos relevantes nos preços de alguns ativos domésticos.

O cenário central no âmbito externo contempla a continuidade da recuperação mundial em 2010, embora as incertezas que o cercam hajam se avolumado desde o último Relatório. Admite-se que a economia do G-3 (Estados Unidos, Europa e Japão) retoma certo dinamismo, com crescimento desigual entre as regiões, mas que esse processo de recuperação global continuaria sendo liderado pelas economias emergentes. A economia americana acumula sinais de recuperação, com evidências de retomada moderada da atividade, como pode ser visto, por exemplo, no término do processo de recomposição de estoques, com reflexos positivos na atividade industrial e nas vendas no varejo, embora os indicadores dessa economia de um modo geral mostrem-se voláteis e, com certa frequência, com sinais divergentes. Os níveis de confiança dos consumidores, apesar de se encontrarem em patamares bem inferiores aos vigentes antes da crise de 2008, também avançaram e o mercado de trabalho começa a mostrar algum *momentum*. A economia japonesa segue em lenta recuperação, liderada pelas exportações direcionadas principalmente ao leste asiático, e ainda não apresentou sinais de dinamismo na demanda doméstica. Na Área do Euro, os desenvolvimentos na área fiscal tornam a recuperação marcadamente incerta e o consumo das famílias não mostra sinais consistentes de reação, mas é plausível afirmar que a retomada econômica nessa região tende a ser mais lenta e desigual entre os países, como de resto evidenciam alguns indicadores da indústria e de serviços. Em suma, desde o último Relatório, aumentou a incerteza quanto à sustentabilidade e ao ritmo da expansão nas economias avançadas, principalmente na Europa, em

cenário em que medidas de estímulos são interrompidas, ou até mesmo substituídas por medidas contracionistas, e em que são bastante modestas as perspectivas para a expansão do crédito. Por outro lado, em diversas economias emergentes, a atividade econômica encontra-se em rota de expansão, em certos casos, com evidências de aquecimento em mercados de bens, serviços, fatores de produção e de ativos e, por conseguinte, já há preocupação com a dinâmica da inflação. Nesse contexto, após período de flexibilização agressiva, a política monetária segue inalterada em diversas economias, mas, nas que foram menos afetadas pela crise internacional e se recuperaram mais rápida e intensamente, a adoção de políticas monetárias restritivas já teve início.

Um desafio importante para as economias maduras refere-se ao significativo desequilíbrio fiscal, em alguns casos agravado pela crise global e, em outros, dela decorrente. As políticas de estímulo fiscal e a redução na arrecadação associada à queda da atividade econômica levaram a um crescimento sem precedente na dívida pública, ao menos quando comparado com o ocorrido em períodos de estabilidade. Projeções de diferentes analistas apontam substancial crescimento da dívida pública nessas economias caso não sejam tomadas medidas de ajustamento fiscal, em certas situações bastante rigorosas. Esse desafio torna-se ainda maior se considerarmos que novas medidas de estímulo fiscal ainda contribuiriam fortemente para a recuperação dessas economias. Apesar do ambiente desafiador, diversos países já adotaram medidas com vistas à melhoria da situação financeira do setor público e estão conduzindo testes de estresse de seus sistemas bancários.

Haja vista a considerável incerteza acerca da rapidez e da magnitude da recuperação da economia mundial, neste ponto cabe considerar dois cenários alternativos. No primeiro, a atividade econômica mostra recuperação tímida, num cenário envolvendo aumento da desconfiança dos participantes de mercado em relação à solvência de algumas economias europeias, de forma que as repercussões e os efeitos contracionistas sobre a economia doméstica perdurariam praticamente por todo o horizonte de projeção de inflação. O Copom avalia que, para a inflação brasileira, esse cenário alternativo representa um fator de risco com sinal ambíguo. Por um lado, ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como elemento de contenção da demanda agregada e poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. Esse impacto seria fortalecido caso, em virtude da desaceleração global, houvesse arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes. Por outro lado, tal cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as

perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos não excludentes. A desaceleração das economias que compõem o centro do mercado financeiro global poderia aumentar a aversão ao risco e, assim, no curto prazo, reduzir a demanda por ativos brasileiros e determinar depreciação dos respectivos preços. Além disso, no médio prazo, uma redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros. Já no segundo cenário alternativo, a retomada ocorre de forma mais rápida do que se antecipa, com restauração plena das condições financeiras e da confiança, alinhada à elevação dos preços das *commodities*. Assim como no primeiro cenário, os impactos sobre a inflação não teriam, de antemão, direção bem definida.

Os preços das *commodities* não têm apresentado tendência generalizada de elevação ao longo do ano, ou seja, notam-se comportamentos bastante diferenciados entre os produtos. No caso do minério de ferro, por exemplo, importante insumo na cadeia produtiva do setor industrial, têm sido observados aumentos significativos de preço. Já no caso do açúcar, em parte reflexo da melhora das condições climáticas na Índia, prevalece tendência de queda nos preços. Entretanto, a perspectiva de evolução dos preços das *commodities*, incluindo o do petróleo, segue, em geral, com incerteza bastante elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, em contexto de retomada assimétrica da economia mundial, das maiores incertezas quanto à evolução da crise fiscal europeia e da perspectiva de evolução da oferta global. Note-se, porém, que é plausível supor probabilidade maior de elevação do que de estabilidade desses preços, no médio e longo prazo, em cenário mais bem definido de recuperação global. De qualquer maneira, a análise dos possíveis efeitos sobre a inflação doméstica das alterações de preços de matérias-primas não deve ser desvinculada da análise dos efeitos que esses movimentos exercem sobre os preços de ativos brasileiros. Por exemplo, nos últimos anos, tem-se registrado correlação negativa entre os preços internacionais de *commodities* e a taxa de câmbio no Brasil. Evidente que, na presença de mudanças importantes no Balanço de Pagamentos, tal correlação negativa pode se tornar menos forte no médio prazo.

O principal fator de risco doméstico, como destacado no início desta seção, está relacionado ao virtual esgotamento da capacidade ociosa da economia em combinação com o descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta. Como ressaltado em Relatórios anteriores, a crescente utilização dos fatores

de produção – seja do estoque de capital, seja da força de trabalho – vinha ocorrendo em contexto de inflação corrente para o acumulado em doze meses ao redor da meta. Dessa forma, mesmo pressões de preços pontuais e sazonais poderiam se traduzir em valores mais elevados para a inflação e em um cenário menos benigno. De fato, desde o primeiro trimestre deste ano, a inflação corrente e as projeções de inflação para 2010 apresentam-se bem acima da meta, mas com um quadro menos desafiador para 2011. É fato que a retração da atividade econômica do último trimestre de 2008 e do primeiro de 2009 e a consequente interrupção abrupta do ciclo de aceleração do crescimento da economia conduziram a um arrefecimento da dinâmica inflacionária. Entretanto, em que pese a magnitude da retração – de resto mitigada pelas políticas governamentais, sejam as de reação à crise, sejam as construídas em anos anteriores –, a presença de mecanismos de resistência à queda da inflação no Brasil contribuiu para que o espaço para posturas acomodatórias fosse bastante limitado. Cumpre lembrar que existem efeitos defasados dos impulsos fiscais e creditícios implementados em 2009 e no início de 2010 que ainda não se materializaram completamente. Seria natural esperar, portanto, que, no contexto atual, de virtual esgotamento dos fatores e de demanda crescente, se observassem aumentos de preços mais difundidos.

As contas nacionais relativas ao primeiro trimestre de 2010 confirmaram a percepção de que a economia se encontrava em ritmo acelerado. Em particular, o investimento – o mais volátil componente da demanda agregada, não por coincidência, o mais afetado pela crise – continuou em crescimento robusto. Pela primeira vez, o nível da FBCF posicionou-se acima do nível pré-crise (terceiro trimestre de 2008). Como resultado, a taxa de investimento – razão entre a FBCF e o PIB – mostra recuperação e atingiu 18,0% no primeiro trimestre de 2010. A vigorosa recuperação dos investimentos atua no sentido de que se observe crescimento mais equilibrado no médio prazo, haja vista as defasagens entre a realização do investimento e sua efetiva incorporação à capacidade de produção. No curto prazo, porém, persiste um quadro em que as condições de oferta não atendem, sem pressões adicionais sobre os preços ao consumidor, o robusto crescimento da demanda. O elevado crescimento das importações em dois trimestres seguidos – 13,3% e 13,1% no último trimestre de 2009 e no primeiro trimestre de 2010, respectivamente, na comparação com o trimestre anterior (ajustado sazonalmente), acrescido do forte aumento do *quantum* em abril de 2010 – corrobora a visão de forte ritmo de expansão da demanda agregada. As exportações, por sua vez, têm mostrado pouco dinamismo, principalmente

em termos de *quantum*, refletindo o modesto crescimento da economia global, principalmente no caso dos países desenvolvidos. Entretanto, o quadro é mais favorável no que se refere aos preços das exportações, com destaque para os preços de produtos básicos e semimanufaturados. A evolução do setor externo tende a permanecer, em grande parte, condicionada à necessidade de suprir o hiato de recursos produzido pelo acentuado crescimento da demanda interna.

A atual fase de expansão da economia e suas perspectivas de crescimento tem se apoiado essencialmente em quatro elementos. Em primeiro lugar, em contraste com o ocorrido em choques anteriores, mesmo nos de menor intensidade, no episódio da crise global não ocorreu ruptura no balanço de pagamentos, crise financeira do setor público, alta da inflação ou desconfiança de mudança de regime. Em resumo, como ressaltado em diversas ocasiões pelo Copom, a economia brasileira está mais resistente a choques externos. Em segundo lugar, estímulos fiscais e creditícios, que inicialmente contribuíram para limitar os efeitos negativos da crise, no momento, ainda estão contribuindo para a expansão da atividade econômica. Em terceiro lugar, e possivelmente mais importante, o consumo, maior parcela da demanda agregada, tem se mostrado resistente. O dinamismo do consumo está, em grande parte, associado às condições favoráveis do mercado de crédito e ao desempenho melhor do que esperado do mercado de trabalho, refletido, por exemplo, no aumento da massa salarial. A formalização também contribui positivamente, haja vista que dá mais segurança ao empregado para tomar decisões de consumo e facilita o acesso ao mercado de crédito. Por último, o investimento tem se recuperado de forma vigorosa e há ambiente para a continuidade desse processo, respaldada na recuperação do clima de confiança de consumidores e empresários e nos níveis de utilização da capacidade instalada. Esse quadro será reforçado por projetos ligados ao setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, em grande parte, liderados pelo setor público. Por oportuno, registre-se que esses projetos, bem como a realização de eventos como a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016, geram diversas externalidades para a economia como um todo e devem estimular a expansão do investimento privado nos próximos anos.

O Copom avalia também que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase que automáticos de reajuste, *de jure* e/ou *de facto*, que contribuem para prolongar no tempo pressões inflacionárias observadas no passado. A rigor, esse fenômeno verificou-se recentemente, pois, mesmo

depois de acentuada retração da atividade, a inflação de 4,31% se posicionou bem próxima à meta de 4,50% em 2009, com os preços dos serviços subindo 6,37%. Como se sabe, a presença de mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduz a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. Ressalte-se, ainda, que, embora a inflação no Brasil tenha se posicionado em patamares relativamente baixos nos últimos anos, os níveis da variação dos preços ainda ensejam mecanismos realimentadores e, nesse sentido, não correspondem ao conceito usual de estabilidade de preços. De um modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o “ponto de partida” da taxa de inflação em ciclos de recuperação econômica e, assim, para aumentar os riscos para o cenário inflacionário prospectivo em momentos como o atual.

No que se refere à política fiscal, a recuperação da atividade econômica, liderada pela expansão da demanda doméstica, e a reversão de desoneração tributária que havia sido introduzida para enfrentar a crise econômica têm permitido a melhora nas contas públicas. O Copom avalia, com as informações até aqui disponíveis, que, caso os superávits primários continuem sendo incrementados segundo as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção, não deve ocorrer inflexão significativa e consistente na tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. O Comitê reconhece também que a consecução desses pressupostos contribuiria de forma relevante para corrigir o descompasso hoje existente entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

Ao se decompor o IPCA, nota-se que, em 2009, diferentemente do registrado nos dois anos anteriores, houve maior pressão sobre os preços administrados do que sobre os preços livres. Ainda assim, o cenário para os administrados no médio prazo apresenta-se relativamente benigno. De fato, o cenário principal contempla, para 2010, variações dos preços administrados em valores menores do que os estimados para os preços livres. Em particular, com relação aos preços domésticos da gasolina, aparentemente é limitada a possibilidade de aumento no curto prazo.

O comportamento recente dos preços industriais no atacado representou inflexão importante. Com efeito, após acumular queda de 4,43% em 2009, com variações mensais negativas em nove meses do ano, o IPA industrial cresceu 5,86% nos primeiros cinco meses de 2010. Em maio, a variação chegou a 2,66%, a maior verificada desde dezembro

de 2002, ano da crise de confiança e de elevada depreciação cambial. O IPA agrícola também tem apresentado um comportamento diferente: de deflação de 3,16% em 2009 passou a inflação de 5,26% no acumulado dos primeiros cinco meses deste ano. Tanto os preços industriais quanto os agrícolas estão apresentando comportamentos, de certa forma, similares aos observados no mesmo período de 2008. Considerando que as evidências indicam a presença de defasagens entre variações de preços ao produtor e seu eventual repasse para os preços ao consumidor – como detalhado em boxe do Relatório de Inflação de março de 2010 –, presumivelmente, os efeitos da recente escalada dos preços ao produtor ainda estariam por ser transmitidos para os preços ao consumidor.

Em suma, alguns índices desagregados ou setoriais de preços ao consumidor, bem como índices de preços ao produtor, contribuem para o desenho de um cenário menos benigno para a inflação medida pela variação do IPCA. O setor de serviços continua sendo um fator inflacionário importante, ao mesmo tempo em que os preços industriais e agrícolas no atacado, esses últimos em menor proporção, estão se elevando significativamente e ainda poderão repercutir nos índices ao consumidor.

O mercado de trabalho encontra-se em forte expansão, com a taxa de desemprego nos mais baixos níveis desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002). O risco importante, nessas situações, é o de que o aquecimento no mercado de trabalho favoreça a concessão de aumentos nominais dos salários em níveis não compatíveis com o crescimento da produtividade, o que, em ambiente de demanda aquecida, tende a ser repassado aos preços ao consumidor. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, determina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

No mercado de crédito, os volumes continuam a crescer de forma intensa, sendo que o cenário principal contempla a continuidade da expansão do mercado de crédito doméstico e a manutenção de condições favoráveis de acesso ao crédito externo por companhias brasileiras. Note-se que o dinamismo do mercado de crédito no Brasil tem aproximado o perfil do mercado brasileiro ao de economias com similar padrão de desenvolvimento. Um aspecto crucial nesse processo, mas que necessita ser – e assim tem sido – monitorado continuamente, tanto pelos potenciais impactos

inflacionários quanto pelos riscos macroprudenciais, reside na sustentabilidade do ritmo de crescimento do crédito.

A possibilidade de que alterações inesperadas na dinâmica da inflação venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio e longo prazo constitui risco perene para a implementação da política monetária, portanto merece monitoramento contínuo. Em princípio, impactos concentrados no curto prazo podem ensejar a 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 dos agentes no sentido de recompor os respectivos poderes de compra, o que, por sua vez, realimenta o processo inflacionário. Tal risco tende a ser maior em cenários de mercado de fatores e de demanda aquecidos, e há evidências da presença desses elementos na atual conjuntura. A experiência internacional, bem como o próprio histórico da inflação do Brasil, recomenda que a autoridade monetária permaneça atenta, de forma a enfrentar tempestiva e adequadamente potenciais efeitos de segunda ordem.

O Comitê reafirma que a estratégia por ele adotada visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, e isso exige que eventuais desvios em relação à trajetória de metas sejam prontamente corrigidos. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

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

originalmente isoladas determinem deterioração persistente do cenário prospectivo para a inflação.

O Comitê também entende que, a despeito da reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a crise internacional de 2008 – como o aumento do recolhimento dos compulsórios bancários e a reversão das isenções tributárias –, remanescem riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Por outro lado, o Copom ressalta que desenvolvimentos externos introduziram certa dose de cautela nas análises sobre o cenário prospectivo. De qualquer maneira, prevalece o entendimento entre os membros do Comitê de que compete à política monetária agir de forma incisiva para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.

Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias ao cenário prospectivo da economia, para assegurar a convergência da inflação à trajetória de metas, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a taxa Selic, de 8,75% a.a. para 9,50% e 10,25%, sem viés, nas reuniões de abril e junho, respectivamente.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 18 de junho de 2010 (data de corte)¹², o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,80/US\$ e a meta para a taxa Selic em 10,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de junho –, ante R\$1,80/US\$ e 8,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2010. A projeção para a variação, em 2010, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados é de 3,6%, ante 4,0% considerada no último Relatório. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2010, nas hipóteses de estabilidade nos preços da gasolina e do gás de bujão; de variação de 1,5% nos preços da eletricidade; e de 1,6% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente.

12/ A única exceção é para a meta para a inflação de 2012, definida em 4,5% pela Resolução CMN nº 3.880, de 22 de junho de 2010. Os gráficos e tabelas desta seção já incorporam a meta de 2012.

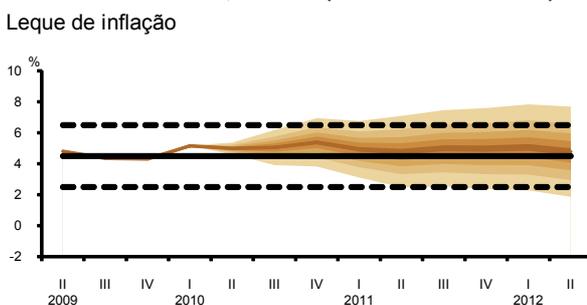
Para os demais, as projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo IGP, entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2011 é de 4,4%, valor superior ao utilizado no Relatório de março de 2010 (4,3%), e de 4,5% para 2012.

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 alteraram-se pouco em comparação com os valores divulgados no Relatório de Inflação de março de 2010. Para o último trimestre de 2010, essas expectativas passaram de R\$1,83/US\$ para R\$1,81/US\$ e, para o último trimestre de 2011, mantiveram-se em R\$1,86/US\$. Para o segundo trimestre de 2012, as expectativas projetam taxa de câmbio média de R\$1,89/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2010, a taxa média deslocou-se de 11,14% a.a. para 11,81% a.a., enquanto, para o último trimestre de 2011, passou de 11,14% a.a. para 11,75% a.a. Para o segundo trimestre de 2012, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,33% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 260 p.b. e 175 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (10,25% a.a.), no quarto trimestre de 2010 e de 2011, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 3,6% e de 4,6% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2010 e em 2011, respectivamente, e de 4,5% para 2012.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento da meta para o superávit primário de 3,3% do PIB em 2010, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 1,12 p.p. em virtude da implementação dos projetos vinculados ao PAC. Adicionalmente, considera-se que os superávits primários em 2011 e em 2012 sejam mantidos, sem ajustes, no patamar de 3,3% do PIB.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (18 de junho de 2010), 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.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 10,25% a.a. (cenário de referência)



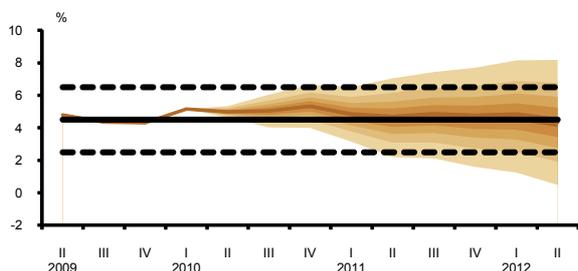
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 10,25% a.a.
(Cenário de referência)

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

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

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



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

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

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

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

1/ De acordo com a Gerin.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,4% em 2010, 0,2 p.p. maior do que o projetado no Relatório de março de 2010, acima, portanto, do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Conforme ilustra o gráfico 6.3, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses posiciona-se acima do valor central da meta ao longo de todo o horizonte relevante. De acordo com os números constantes da tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 5,0% no segundo trimestre de 2010, desloca-se para 5,1% no terceiro e atinge 5,4% no último trimestre de 2010. Para 2011, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 4,9% no primeiro trimestre, oscila em torno desse valor nos trimestres seguintes e encerra o ano em 5,0%. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2012 encontra-se em 5,1% e, para o segundo, em 4,8%. Cabe destacar que o recuo da projeção de inflação para 2011, em comparação com 2010, reflete, em parte, o fato de as expectativas de inflação, tanto para 2011 quanto para 2012, posicionarem-se em níveis abaixo dos associados ao ano corrente. Cabe informar, ainda, que a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2010, segundo o cenário de referência, situa-se em 12%. Para 2011, essa probabilidade encontra-se em torno de 17%.

No cenário de mercado, a previsão de 5,3% para a inflação em 2010 é 0,1 p.p. inferior à associada ao cenário de referência e 0,1 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Conforme se pode inferir do gráfico 6.4 e da tabela 6.2, as projeções para a inflação acumulada em doze meses oscilam em patamares superiores à meta ao longo de 2010, mas recuam ao longo de 2011 e encerram o ano em torno do valor central para a meta, em 4,6%. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2012 encontra-se em 4,7%, mas no segundo se desloca para 4,3%, portanto abaixo do valor central de 4,5% para a meta. Segundo o cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2010 situa-se em 7% e, em 2011, em torno de 16%.

Assim como verificado no último Relatório, as dinâmicas das projeções nos dois cenários considerados afastam-se consideravelmente em 2011, refletindo o efeito das expectativas de elevação da taxa Selic, que leva a inflação a patamares inferiores no cenário de mercado. Em 2010, essa diferença é bem menor devido, principalmente, às defasagens do mecanismo de transmissão da política monetária para os preços. Outro aspecto a destacar é que, em geral, as projeções para a inflação elevaram-se em comparação aos números

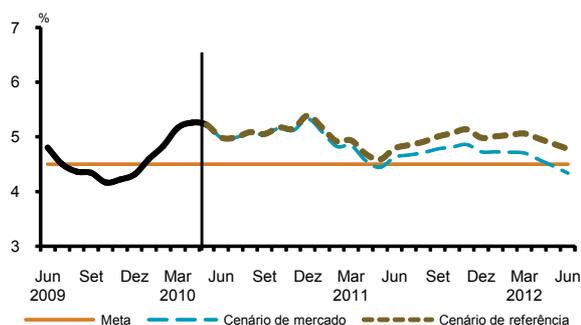
constantes do último Relatório; entretanto, na margem há sinais de reversão desse movimento.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de março de 2010

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2010 I	5,1	5,1
2010 II	4,9	4,9
2010 III	5,0	5,1
2010 IV	5,2	5,2
2011 I	4,7	4,5
2011 II	4,4	4,2
2011 III	4,7	4,3
2011 IV	4,9	4,4
2012 I	5,1	4,6

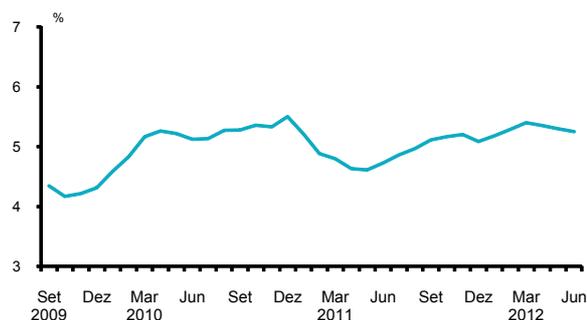
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – essas últimas constantes da tabela 6.3 – mostra, para o cenário de referência, elevação nas projeções ao longo de 2010, refletindo, em parte, o aumento das expectativas de inflação para esse ano e taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do Relatório de março deste ano. No cenário de mercado, as mudanças nas projeções também refletem esses movimentos. Em relação a 2011, há elevação das projeções para a inflação em relação ao Relatório de março de 2010 em ambos os cenários. Para o primeiro trimestre de 2012, observa-se relativa estabilidade ao se compararem as projeções.

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



O gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o segundo trimestre de 2012, e a trajetória de metas. Até maio de 2010, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, as trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. As projeções observam oscilação conjunta dos dois cenários acima do valor central da meta ao longo de 2010. Cabe destacar, todavia, o distanciamento entre as trajetórias ao final do período de projeção, o que se deve, essencialmente, ao fato de o cenário de mercado contemplar trajetória de elevação da taxa Selic.

Gráfico 6.6 – Projeção de Inflação: modelos VAR



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

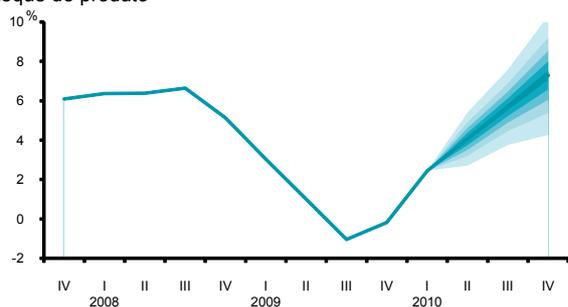
Média das projeções dos modelos.

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no gráfico 6.6. Até maio de 2010, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a projeções. Quando comparadas com os dados do Relatório anterior, assim como nas projeções para os cenários de referência e de mercado, nos modelos VAR observa-se elevação das previsões para a inflação acumulada em doze meses ao longo de todo o período de previsão. Ao longo de 2010, as previsões dos modelos VAR encontram-se em patamar bem superior à meta, com tendência de convergência para o centro da meta no primeiro semestre de 2011, mas depois tendem a retornar para a média incondicional da inflação observada.

O gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis que

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 10,25% a.a.
Cenário de referência

Leque do produto



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 2010 elevou-se para 7,3%, 1,5 p.p. acima do valor projetado no Relatório de Inflação de março de 2010.

Poder da Política Monetária no Brasil

Com o regime de metas para a inflação no Brasil implementado há mais de uma década¹ e com a estabilização econômica alcançada nos últimos anos, aspectos relacionados ao ajuste fino da política monetária assumem maior relevância no contexto de sua execução. Dentre aspectos a serem considerados, a discussão acerca do poder da política monetária, ao quantificar a sensibilidade da taxa de inflação à taxa de juros básica da economia (taxa Selic), surge como questão relevante. Variações positivas no poder da política monetária ao longo do tempo podem ser entendidas, entre outros, como reflexo de uma maior credibilidade atingida pelos bancos centrais² e, num mecanismo de retroalimentação, podem influenciar a própria execução da política monetária.

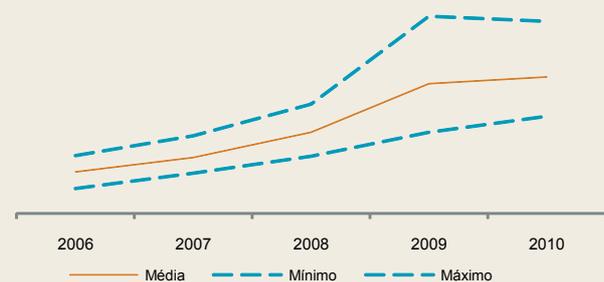
O objetivo deste box é apresentar evidências de que o poder da política monetária vem aumentando nos últimos anos no Brasil, a partir dos modelos estruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central e de indicadores econômicos usualmente relacionados à elevação do poder da política monetária, quais sejam: expansão do crédito em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), bem como de sua maturação; menor concentração da dívida pública em títulos atrelados à taxa Selic; e aumento do prazo médio dos títulos da dívida pública.

Os modelos estruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central apresentam, dentre outras, uma equação da demanda agregada (Curva IS) e uma de oferta agregada (Curva de *Phillips*). Dessa forma, o poder da política monetária (de curto prazo) pode ser definido pelo produto da soma dos

1/ Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

2/ A credibilidade do sistema de metas foi assunto de box no Relatório de Inflação de dezembro de 2007.

Gráfico 1 – Evolução do poder da política monetária (curto prazo)



Fonte: BCB

coeficientes da taxa de juros real na Curva IS pela soma dos coeficientes do hiato do produto na Curva de Phillips³. O gráfico 1 apresenta a trajetória do poder da política monetária de acordo com os diversos modelos utilizados pelo Banco Central, tomando-se como base para normalização a média dos modelos em 2006 (ano-base). Segundo essa métrica, nota-se que houve aumento do poder da política monetária ao longo dos últimos anos, considerando-se não só a média dos modelos, como também os valores máximos e mínimos. De fato, essa avaliação encontra suporte na evolução do crédito e da dívida pública, conforme analisado a seguir.

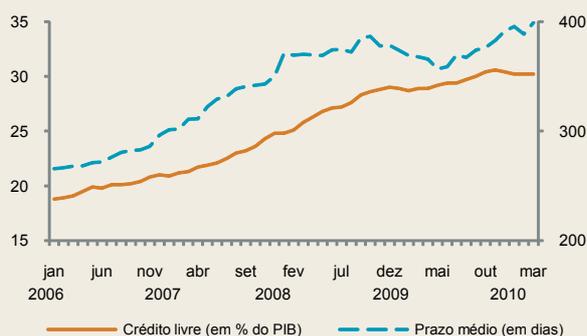
Um dos fatores que a literatura e a experiência internacional reconhecem como indutores do poder da política monetária é a quantidade de crédito na economia.⁴ Em princípio, uma mudança na taxa de juros básica pode ser rapidamente transmitida às taxas de juros prevalecentes no mercado de crédito. Com taxas mais elevadas, as famílias resistem à contratação de dívidas, o que pode impactar negativamente o consumo; e as empresas tornam-se mais relutantes em iniciar novos projetos de investimento em resposta a custos de financiamento mais elevados e a perspectivas de recuo no consumo das famílias. Note-se, também, que uma maior quantidade de crédito em relação ao tamanho da economia (PIB) revela que uma parte maior do consumo e do investimento depende do mercado de crédito.⁵ Nesse contexto, quanto maior a quantidade de crédito em relação ao tamanho da economia, maior deve ser o efeito esperado da política monetária sobre a inflação. Adicionalmente, caso haja, por exemplo, elevação na taxa de juros, um maior prazo de contratação pode gerar efeitos mais significativos sobre o valor marcado a mercado da carteira de crédito dos bancos e, por conseguinte, dificultar ou até mesmo impedir uma expansão da oferta de crédito.

3/ Esses modelos diferenciam-se em relação ao método de estimação do hiato do produto. Suas variantes foram discutidas mais recentemente em boxe do Relatório de Inflação de março de 2010, que inclui referências para diversos boxes anteriores.

4/ A evolução do crédito no Brasil, em diversos segmentos, foi tema de boxes anteriores nos Relatórios de Inflação de junho e setembro de 2008, e de março de 2010.

5/ Uma visão didática sobre os mecanismos de transmissão da política monetária pode ser encontrada em “*The transmission mechanism of monetary policy*”, do *Bank of England* (<<http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/montrans.pdf>>).

Gráfico 2 – Crédito livre e prazo médio



Fonte: BCB

Gráfico 3 – Proporção de títulos públicos atrelados à Selic (em %)



Fonte: BCB

Gráfico 4 – Prazo médio do total de títulos emitidos em oferta pública (em meses)



Fonte: BCB

No gráfico 2, que apresenta a evolução da relação entre crédito e PIB e considera apenas os recursos livres, observa-se tendência consistente e persistente de aumento no período analisado. Além disso, o gráfico mostra uma elevação do prazo médio do crédito livre da economia. Em janeiro de 2006, o crédito livre como proporção do PIB representava 18,8%, com prazo médio de 266 dias. Em março de 2010, aquela proporção passou para 30,2% e o prazo médio, para 399 dias. À luz desses desenvolvimentos, a teoria sugere que se deva esperar que por ser, de certa forma, a referência para todos os contratos de crédito da economia, a taxa Selic atualmente tenha influência maior sobre a atividade econômica e sobre a inflação do que tinha há alguns anos.

Outro aspecto que merece ser analisado é a proporção da dívida pública remunerada pela taxa Selic. De fato, quando há uma elevação da taxa de juros básica da economia, observa-se efeito riqueza negativo sobre os detentores de títulos públicos prefixados, o que deve contribuir para conter as pressões de demanda da economia. No caso de títulos remunerados pela Selic, entretanto, ocorre o contrário, e uma elevação da taxa Selic gera efeito riqueza positivo, que deve contribuir para elevar a demanda agregada e, assim, reduzir o poder da política monetária. No gráfico 3, observa-se que a proporção de títulos públicos remunerados pela taxa Selic apresenta uma tendência de queda ao longo dos últimos anos, passando de 47,9% em janeiro de 2006 para 39,9% em março de 2010, o que sugere aumento do poder da política monetária.

Em outra perspectiva, também contribui para a magnitude do efeito riqueza negativo o tamanho do prazo médio de vencimento dos títulos da dívida pública. Assim, um maior prazo médio da dívida pública tende a elevar o poder da política monetária. Como pode ser visto no gráfico 4, há tendência de elevação do prazo médio da dívida pública brasileira, considerando-se o total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional em oferta pública, que passou de 23,5 meses em janeiro de 2006 para 41,1 meses em março de 2010.

Em resumo, as evidências apresentadas neste box, com base nos modelos estruturais de pequeno porte do Banco Central e em outros indicadores econômicos, sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos. Isso, de um lado, evidencia que pressões inflacionárias conseguem ser contidas com mais eficiência e, de outro, sugere aumento da credibilidade na condução e execução da política monetária no Brasil.

Modelos de Vetores Autorregressivos

Os modelos de vetores autorregressivos (modelos VAR) são sistemas de equações simultâneas que capturam a existência de relações de interdependência entre variáveis, e que permitem avaliar o impacto de choques estocásticos sobre determinada variável do sistema. Como citado na literatura, apesar de limitações como a eventual ausência de relações econômicas e estruturais ou o relativamente elevado número de parâmetros a serem estimados, os modelos VAR constituem-se importante instrumento de análise e de previsões, principalmente para horizontes de curto e médio prazo.

O Banco Central, assim como a grande maioria de seus pares internacionais, utiliza modelos VAR como instrumento de análise e, principalmente, de previsão de inflação desde a implementação do regime de metas para a inflação, em junho de 1999. As informações proporcionadas pelos modelos VAR, juntamente às geradas por outras ferramentas econométricas, constituem insumos importantes para o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom). Dessa forma, e considerando que o sistema econômico é dinâmico, os modelos utilizados nas previsões de inflação do Banco Central estão constantemente sujeitos a aprimoramentos. O box “Modelos de Vetores Autorregressivos”, constante do Relatório de Inflação de março de 2008, apresentou os modelos VAR utilizados à época. Haja vista desenvolvimentos recentes, o objetivo deste box é fornecer informação atualizada sobre o conjunto de modelos VAR atualmente em uso pelo Banco Central.

Segundo o conhecido Teorema de Wold, toda série de tempo estacionária tem representação em média móvel¹, podendo ser aproximada por uma

1/ Para mais detalhes, ver Diebold (1998).

condição inicial e um acúmulo de novos eventos, ou seja, por uma representação autorregressiva. Diferentemente de modelos autorregressivos simples, os vetores autorregressivos possuem mais variáveis explicadas (uma por equação). No sistema de equações que compõe os modelos VAR, as variáveis são tratadas simetricamente e, para cada variável considerada, inclui-se uma equação contendo defasagens de si próprias e das outras variáveis do sistema. Sims (1980) introduziu os vetores autorregressivos como alternativa aos modelos macroeconômicos estruturais, que eram formados, em sua maioria, por uma grande quantidade de equações que apresentavam restrições teóricas difíceis de serem testadas e que resultavam em previsões inacuradas. Tendo funcionamento simples e previsões avaliadas como bem-sucedidas, os modelos VAR tiveram boa aceitação no mundo acadêmico bem como em bancos centrais.

Os modelos VAR examinam as relações entre as variáveis impondo poucas restrições à estrutura da economia, quais sejam, basicamente, a escolha das variáveis e das defasagens. Todas as demais características dos modelos são determinadas, de modo geral, pela amostra considerada. A rigor, em geral, a escolha das defasagens é feita com base em testes estatísticos. Atualmente, os modelos VAR utilizados pelo Banco Central estão divididos em dois grandes grupos: os VAR com fundamentação econômica e os VAR puramente estatísticos. Em ambos os casos, os modelos VAR geram projeções de inflação para os preços livres. As projeções de inflação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio são obtidas pela combinação das projeções da inflação de preços livres dos VAR com as projeções da inflação de preços administrados, que são estimadas de forma independente. Essas projeções, em conjunto com as informações dos modelos estruturais de pequeno e médio porte, têm o objetivo de auxiliar a tomada de decisões do Copom.

VAR com fundamentação econômica

Os VAR com fundamentação econômica, por sua vez, são divididos em dois subgrupos: (1) modelos estimados com dados mensais e (2) modelos estimados com dados trimestrais. Em cada

um dos subgrupos são estimados sete modelos: três VAR tradicionais, três VAR bayesianos com *prior* de Minnesota e um VECM (Vetor de Correção de Erros, uma forma de estimar séries não estacionárias). A previsão agregada de inflação de cada um dos subgrupos é a mediana das previsões dos modelos do próprio subgrupo. Com exceção das variáveis presentes na estimação do VECM, todas as variáveis endógenas são consideradas em primeira diferença.

Os modelos mensais, que possuem um número maior de observações, são estimados a partir do início de 2000, evitando-se uma série de quebras estruturais, especialmente a da transição do Plano Real e a da introdução do sistema de metas para a inflação. Os juros nominais utilizados são a taxa Selic realizada no mês, ao passo que os juros reais descontam a taxa de inflação medida pelo IGP-DI. O agregado monetário é medido pelo M1 de final de período. Para a seleção do número de defasagens, utilizam-se critérios de informação de *Akaike* (AIC), *Schwarz* (SC) e *Hannan-Quinn* (HC). A tabela 1 apresenta o conjunto de modelos estimados com dados mensais.

Tabela 1 – Modelos mensais

Denominação	Variáveis endógenas	Ajuste Sazonal	Defasagens
VAR I	preços livres, administrados, câmbio e juros reais	Sim	2
VAR II	preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, produção industrial e moeda	Sim	6
VAR III	preços livres, juros nominais, câmbio e produção industrial	Não	1
BVAR I	preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, produção industrial e moeda	Não	6
BVAR II	preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, produção industrial e moeda	Sim	6
BVAR III	preços livres, administrados, câmbio e juros reais	Sim	2
VECM	preços livres, juros nominais, câmbio, produção industrial e correção de erros	Não	1

A tabela 2 apresenta o conjunto de modelos estimados com dados trimestrais². Para evitar problemas de amostra pequena, essas especificações utilizam dados iniciados no final de 1994 e *dummies* de tendência para o período imediatamente após o Plano Real. Com exceção do VECMT e de algumas variáveis utilizadas nos modelos VART III e BVART III, todas as variáveis endógenas são consideradas em primeira diferença. No VART III, o prêmio de risco, medido pelo *Emerging Markets Bond Index*

2/ O “T” após cada sigla indica que o modelo é estimado com dados trimestrais.

Plus Brazil (Embi+ Brazil), assim como a variável juros reais utilizada no BVART III são tratados em nível. Assim como nos modelos mensais, os juros nominais utilizados são a taxa Selic realizada no mês, ao passo que os juros reais descontam da Selic a taxa de inflação medida pelo IGP-DI. A moeda é medida pelo M1 de final de período. Assim como nos VAR mensais, o número de defasagens é escolhido com base nos critérios de informação de *Akaike* (AIC), *Schwarz* (SC) e *Hannan-Quinn* (HQ).

Tabela 2 – Modelos trimestrais

Denominação	Variáveis endógenas	Ajuste Sazonal	Defasagens
VART I	preços livres, administrados, juros reais e câmbio	Sim	2
VART II	preços livres, administrados, juros nominais, câmbio, produção industrial e moeda	Sim	1
VART III	preços livres, administrados, juros reais, produção industrial e prêmio de risco	Sim	1
BVART I	preços livres, administrados, juros reais, câmbio	Sim	1
BVART II	preços livres, administrados, juros nominais, câmbio, produção industrial e moeda	Sim	2
BVART III	preços livres, administrados, juros reais e câmbio	Sim	1
VECMT	preços livres, juros nominais, produção industrial, câmbio e correção de erros	Não	2

VAR estatísticos

Os VAR estatísticos não possuem restrição estrutural (de ordem econômica), seja no curto, seja no longo prazo, e utilizam um grande número de variáveis e diferentes defasagens. As variáveis são divididas em seis grupos de indicadores distintos (atividade econômica, setor externo, financeiro, preços, monetário e choques). Um critério importante da escolha das variáveis foi a correlação destas com os índices de inflação.

Os VAR estatísticos são estimados com dados mensais e divididos em duas classes, cada uma estimada por diferente abordagem. Em cada modelo da primeira classe são extraídos componentes principais de variáveis de todos os diferentes grupos de indicadores, totalizando 1.536 diferentes modelos. Na segunda classe, os modelos utilizam componentes principais e variáveis selecionadas. Nessa classe, são utilizados apenas três grupos de indicadores de cada vez, totalizando 1.440 modelos. A projeção agregada de inflação de cada classe é simplesmente a mediana das projeções da própria classe. A tabela 3 apresenta as variáveis utilizadas nas estimações.

Tabela 3 – Modelos Estatísticos

Grupo de indicadores	Variáveis selecionadas
Atividade econômica	comércio varejista, três indicadores de energia elétrica, produção industrial mensal, PIB real, utilização da capacidade instalada, desemprego
Externo	VIX, Embi, câmbio, PPI norte-americano (<i>all commodities</i>), índice de preços de exportação, índice de preços de importação, índice de <i>quantum</i> de exportação, índice de <i>quantum</i> de importação
Financeiro	Selic, Selic real calculada de quatro formas (deflacionada pelo IGP e pelo IPCA, com expectativas de 3 e 12 meses), spreads sobre a Selic, calculados para pessoa física, jurídica, total e para créditos com taxa do BNDES
Preços	administrados, IGP-DI, IPC-BR, IPC-FIPE, preços livres
Monetário	M1, M2, M3, M4, papel moeda em poder do público, base monetária e depósitos à vista
Choques	índice de commodities CRB, energia elétrica, gasolina, IPA-IPC, óleo lubrificante e petróleo

Na primeira classe, os modelos utilizam componentes principais extraídos de cada grupo de indicadores a partir de variáveis de diferentes subgrupos de indicadores. Por exemplo, no grupo de atividade econômica, obtêm-se dois componentes principais de energia (primeiro e segundo componentes), extraídos dos três índices de uso de energia elétrica, e dois componentes principais de produção, extraídos da utilização da capacidade instalada, do PIB real e da produção industrial. Na segunda classe, os modelos são formados a partir de variáveis selecionadas e combinações convexas entre os dois primeiros componentes principais de cada grupo de indicadores utilizado.

Composição das projeções

A composição final das projeções de todos os modelos VAR (econômicos e estatísticos) é uma média aritmética simples dos seis seguintes elementos: (1) mediana dos modelos VAR e VECM mensais; (2) mediana dos modelos VAR bayesianos mensais; (3) mediana dos modelos VAR e VECM trimestrais; (4) mediana dos modelos BVAR trimestrais; (5) mediana da primeira classe de VAR estatísticos; e (6) mediana da segunda classe de VAR estatísticos.

Finalmente, este box mostra como os modelos VAR estão sendo incorporados ao processo decisório do Copom e apresenta nova classe de

modelos VAR, os estatísticos, indicando que os modelos do Banco Central sofrem atualizações constantes. Nesse sentido, contribui para aumentar a transparência do processo decisório e, por conseguinte, a credibilidade da política monetária.

Referências

DIEBOLD, Francis X. (1998). **Elements of Forecasting**. Ed. South-Western College Publishing.

SIMS, Christopher A. (1980). Macroeconomics and reality. **Econometrica** 48, p.1-48.

Anexo

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

Data: 27 e 28/04/2010

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

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

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

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Chefes de Departamento (presentes no dia 27)

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

Altamir Lopes – Departamento Econômico

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antonio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Leonardo Martins Nogueira – Departamento de

Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de

Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 27)

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Ricardo Franco Moura – Consultor da Diretoria

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

Evolução recente da economia

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

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

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

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

Civil (INCC) variou 1,76% (0,35% no primeiro trimestre de 2009). No que se refere ao IPA-DI, a aceleração, sob esse critério de comparação, derivou principalmente do comportamento dos preços agrícolas. Enquanto a variação do IPA industrial atingiu 2,69% (-2,59% no mesmo período de 2009), a dos preços agrícolas no atacado chegou a 3,50% (-0,71% em 2009). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da taxa de crescimento da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou de 0,1% em janeiro, para 0,8% em fevereiro. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 1,5% em fevereiro, após registrar alta de 1,2% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu elevação de 18,4%, ante avanço de 16,1% em janeiro. Em doze meses, ainda se observa declínio da produção industrial (-2,6%), o qual vem sendo reduzido (-7,4% em dezembro e -5,0% em janeiro). O comportamento da série da indústria geral e de seus componentes evidencia que a produção industrial mostra trajetória de expansão, em ritmo que continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e famílias, bem como pelas condições financeiras domésticas. Esse processo é amparado, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Implementação da política monetária

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Inflação

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

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

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

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

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

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

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

Atividade econômica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Expectativas e sondagens

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

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

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

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

Mercado de trabalho

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

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

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

Crédito e inadimplência

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

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

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

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

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

Ambiente externo

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

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

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

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

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

Comércio exterior e reservas internacionais

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

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

Mercado monetário e operações de mercado aberto

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

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

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

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

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

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

Data: 08 e 09/06/2010

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

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

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

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Chefes de Departamento (presentes no dia 8)

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

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 8)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

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

Ricardo Franco Moura – Consultor da Diretoria

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

Evolução recente da economia

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

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

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

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

Construção Civil (INCC) variou 4,48% (1,70% em 2009). No que se refere ao IPA-DI, a aceleração, sob esse critério de comparação, derivou tanto do comportamento dos preços agrícolas como dos industriais. Enquanto a variação do IPA industrial atingiu 5,86% (-3,46% no mesmo período de 2009), a dos preços agrícolas no atacado chegou a 5,25% (1,23% em 2009). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2010. Os dados mostram expansão de 9,0% da atividade, sob o critério da comparação interanual, e crescimento de 2,7% ante o trimestre anterior, na série dessazonalizada. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão interanual do consumo das famílias e do governo de 9,3% e 2,0%, na ordem, e crescimento de 26,0% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), além de 39,5% na importação, ao passo que a exportação aumentou 14,5%. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto foi positiva em 11,8 p.p. no primeiro trimestre de 2010, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sobrepondo-se à contribuição negativa de 2,9 p.p. oriunda do setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, o setor de serviços teve desempenho positivo, com crescimento de 5,9%, frente ao mesmo período de 2009, enquanto a indústria cresceu 14,6% e a agropecuária, 5,1%.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

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

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

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

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

17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,85 R\$/US\$ e da taxa Selic em 9,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2010 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, e se mantém sensivelmente acima do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2010 também se elevou, e se mantém sensivelmente acima do valor central da meta para a inflação. Para 2011, no cenário de referência, a projeção se reduziu em relação ao valor considerado na reunião de abril, mas se mantém sensivelmente acima do valor central da meta. No cenário de mercado, a projeção se elevou, e se posiciona acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Inflação

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

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

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

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

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

Atividade econômica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Expectativas e sondagens

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

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

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

Mercado de trabalho

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

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

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

Crédito e inadimplência

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

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

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

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

Ambiente externo

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

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

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

Comércio exterior e reservas internacionais

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

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

Mercado monetário e operações de mercado aberto

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

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

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

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

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

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Adriana Soares Sales
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

João Henrique de Paula Freitas Simão
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

José Antonio Marciano
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Renato Jansson Rosek
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACC	Adiantamentos de Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBT	<i>Chicago Board of Trade</i>
CCR	Convênio de Créditos Recíprocos
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional de Atividades Econômicas
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico do Banco Central do Brasil
DES	Direitos Especiais de Saque
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DOE	Departamento de Energia dos EUA
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
Embi+ Brazil	<i>Emerging Markets Bond Index Plus – Brazil</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fecomércio-RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fed	<i>Federal Reserve</i>

Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
HSBC	HSBC Bank Brasil
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICE	<i>Intercontinental Exchange of New York</i>
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
Icei	Índice de Confiança do Empresário Industrial
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
INCC-DI	Índice Nacional de Custo da Construção – Disponibilidade Interna
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
ISM	<i>Institute of Supply Management</i>
Kospi	<i>Korea Composite Stock Price Index</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LME	<i>London Metal Exchange</i>
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MPOG	Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão
MSA	Massa salarial ampliada
MSAD	Massa salarial ampliada disponível
MRD	Massa de rendimentos do trabalho disponível

MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional – Série B
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional – Série F
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PAS	Pesquisa Anual de Serviços
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
RAIS	Relação Anual das Informações Sociais
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
RPSP	Regime Próprio do Servidor Público Federal
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
S&P GSCI	<i>Goldman Sachs Commodity Index</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
UE	União Europeia
UNCTAD	Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento
VAR	Vetores Autorregressivos
VECM	Vetor de Correção de Erros
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>