

Relatório de Inflação

Março 2011

Volume 13 | Número 1



Relatório de Inflação

Março 2011

Volume 13 | Número 1



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 13	nº 1	mar.	2011	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 13, nº 1.

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

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
Produção industrial	14
Serviços	15
Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil	16
1.3 Mercado de trabalho	16
Emprego	16
1.4 Produto Interno Bruto	17
1.5 Investimentos	18
1.6 Conclusão	19
Preços	23
2.1 Índices gerais	23
2.2 Índices de preços ao consumidor	24
2.3 Monitorados	25
2.4 Núcleos	26
2.5 Expectativas de mercado	27
2.6 Conclusão	27
Políticas creditícia, monetária e fiscal	39
3.1 Crédito	39
Operações de crédito com recursos direcionados	40
Operações de crédito com recursos livres	40
Taxas de juros e inadimplência	41
3.2 Agregados monetários	42
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	43
Mercado de capitais	43
3.3 Política fiscal	43
Necessidades de financiamento do setor público	44

Evolução em 2010	44
Evolução em janeiro de 2011	50
Operações do Banco Central no mercado aberto	50
Dívida mobiliária federal	51
Dívida Líquida do Setor Público	52
3.4 Conclusão	52

Economia internacional **55**

4.1 Atividade econômica	55
4.2 Política monetária e inflação	57
4.3 Mercados financeiros internacionais	59
4.4 <i>Commodities</i>	61
4.5 Conclusão	62

Setor externo **63**

5.1 Movimento de câmbio	64
5.2 Comércio de bens	64
5.3 Serviços e renda	66
5.4 Conta financeira	67
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	69
5.6 Conclusão	69

Perspectivas para a inflação **73**

6.1 Determinantes da inflação	74
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	83
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	90

Boxes

Projeção para o PIB 2011	20
A Dinâmica dos Preços de Serviços: uma análise da experiência recente	28
Índices de Preços de Imóveis: metodologia e aplicação à economia brasileira	33
Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público	45
Projeções para o Balanço de Pagamentos Relativas a 2011	70
Decomposição da Inflação de 2010	95
Hiato do Produto – Estimções recentes	100
Multiplicador Fiscal, Produto e Inflação	103

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

Consolida-se a perspectiva de recuperação mais rápida do que antecipado da economia global e de menor possibilidade de reversão desse processo, mas prevalece o entendimento de que haverá forte assimetria entre os países no que se refere ao ritmo de crescimento. A tendência de consolidação da recuperação é particularmente importante na economia americana, cuja demanda doméstica tem mostrado certo dinamismo, em especial no consumo das famílias, em ambiente em que se reduzem incertezas relativas ao desempenho do mercado de trabalho. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro ainda se mostram assimétricas. Embora tenha havido crescimento nos índices de inflação plena ao consumidor nos países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), os núcleos continuam em níveis moderados – a despeito do caráter ainda fortemente expansionista das ações de política econômica, tanto no lado fiscal como no monetário. Nos mercados emergentes, de certa forma, as pressões inflacionárias têm se generalizado.

No Brasil, com foco na estabilidade do sistema financeiro, foram implementadas medidas macroprudenciais no final do ano passado e, comparativamente ao quadro vigente na data de corte do Relatório anterior (10 de dezembro), informações disponíveis evidenciam alterações relevantes tanto nos preços praticados quanto nas quantidades de recursos transacionados no mercado de crédito. O mercado de crédito deve continuar contribuindo, em ritmo mais moderado, para a expansão do investimento e do consumo. De fato, o crédito com recursos livres continua a apresentar desempenho positivo nas operações destinadas às famílias, ressaltando-se os empréstimos consignados e para aquisição de veículos.

A evolução do Produto Interno Bruto (PIB) nos dois últimos trimestres de 2010 e resultados recentes da atividade industrial confirmam a avaliação do Banco Central, expressa nos últimos Relatórios de Inflação, de que as taxas de crescimento têm se deslocado para níveis mais compatíveis

com o crescimento de longo prazo. A tendência de acomodação da atividade econômica deve persistir nos próximos trimestres, refletindo a postura de política monetária, entre outras iniciativas de política, bem como a base de comparação mais elevada.

No que se refere à demanda, observa-se continuidade do crescimento das vendas do comércio, impulsionadas pela confiança dos consumidores, pelo desempenho do mercado de trabalho e pela ampliação, ainda que com certa moderação, do crédito. Importante destacar que, após significativo recuo decorrente da crise financeira internacional, os investimentos se recuperaram forte e rapidamente e continuam a apresentar taxas robustas de crescimento.

O comércio exterior tem se expandido e, assim, ajustado-se à diferença entre o ritmo de expansão da oferta e da demanda doméstica, com o crescimento das importações sendo relevante para atenuar o descompasso entre demanda e oferta agregadas. O aumento registrado no déficit em transações correntes, em 2010, refletiu o forte ritmo da atividade econômica interna. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, repercutindo o dinamismo da atividade empresarial.

Para 2011, projeta-se moderação no crescimento do déficit em conta corrente, financiável, essencialmente, por ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). O comportamento desses fluxos deverá refletir a ainda abundante liquidez internacional e, em grande medida, as perspectivas de crescimento da economia brasileira. Os investimentos em portfólio no país deverão permanecer significativos, não obstante a redução dos investimentos estrangeiros em renda fixa, decorrente da elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em outubro de 2010. A taxa de rolagem da dívida externa de médio e longo prazo em 2011 deverá situar-se em 150%, aumentando a participação do endividamento externo como fonte de financiamento do balanço de pagamentos. Entretanto, na composição dos passivos externos brasileiros, os investimentos continuarão a superar as dívidas.

As taxas de inflação ao consumidor no início de 2011 refletiram, em parte, o impacto de fatores sazonais internos, como a elevação de preços dos alimentos *in natura*, os reajustes nas tarifas de transporte público e os custos com educação. Também foram determinantes para a dinâmica dos preços os efeitos da elevação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. A esses elementos se somam, entre outros fatores, os derivados da

persistência do desequilíbrio entre a taxa de crescimento da demanda doméstica e a capacidade de expansão da oferta, evidenciado, sobretudo, na evolução dos preços de serviços.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando-se em conta o conjunto de informações disponível até 11 de março de 2011 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,65/US\$ e meta para a taxa Selic em 11,75% a.a., projeta inflação de 5,6% em 2011 e de 4,6% em 2012. Para o primeiro trimestre de 2013, a projeção se encontra em 4,5%.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções também são de 5,6% para a inflação em 2011 e de 4,6% para 2012. Para o primeiro trimestre de 2013, a projeção também se encontra em 4,5%.

Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente, e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação para 2011 se encontra em 5,5% e em 4,4% para 2012. No primeiro trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,3%.

O Copom avalia que o balanço de riscos atual, em comparação ao observado no Relatório de dezembro de 2010, mostra-se, em algum grau, mais favorável à concretização de um cenário benigno. A propósito, note-se que, desde então, ações de política monetária foram implementadas, emergiram evidências de eficácia das ações macroprudenciais introduzidas em dezembro de 2010 e importantes decisões foram tomadas e executadas no âmbito fiscal. Além disso, mais recentemente, a dinâmica dos preços das *commodities* oferece sinais de moderação, apesar de desenvolvimentos desfavoráveis no campo geopolítico, como a crise no norte da África e Oriente Médio.

Em 2010, a inflação superou o valor central de 4,5% para a meta de inflação, resultado que, em parte, deveu-se aos efeitos primários de choques negativos de oferta, em particular à escalada dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, concentrados no segundo semestre de 2010 e nos meses iniciais de 2011. Por exemplo, o Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) variou, de julho

de 2010 a fevereiro de 2011, 41,4% e, no caso específico das *commodities* agrícolas, 60,2%. Estima-se que os efeitos primários desse extraordinário choque de oferta, por si sós, determinariam variação em torno de 2,5 p.p. no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Parte desse efeito se materializou ainda em 2010, mas as estimativas sugerem que aproximadamente um terço do impacto inflacionário do choque de *commodities* deve repercutir sobre os preços ao consumidor somente este ano.

O Copom entende que os custos, em termos de nível de atividade, de se evitar que os efeitos primários do choque de oferta deslocassem a inflação, em 2011, para um patamar acima do valor central de 4,5% para a meta seriam demasiado elevados. Por outro lado, está em curso moderação da expansão da demanda doméstica, em ritmo que, apesar de incerto, tende a se acentuar devido a ações de política já implementadas. Além disso, o Comitê pondera que a flexibilidade inerente ao regime de metas para a inflação permite que os efeitos primários do choque sejam acomodados. Dito de outra forma, nas atuais circunstâncias, a boa prática recomenda buscar uma convergência mais suave da inflação para a trajetória de metas, à semelhança de estratégia adotada no passado pelo Banco Central.

Nesse contexto, então, o Copom ressalta que a estratégia de política monetária será implementada com vistas a conter os efeitos de segunda ordem do choque de oferta e a garantir a convergência da inflação para a meta em 2012. Para tanto, importa destacar que, considerando as perspectivas de desaceleração da atividade doméstica, bem como a complexidade que ora envolve o ambiente internacional, entre outros fatores, a estratégia de política monetária pode eventualmente ser reavaliada, em termos de sua intensidade, de sua distribuição temporal ou de ambos.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2011 é de 4,0%. O Comitê avalia que a economia tem se deslocado para uma trajetória mais condizente com o equilíbrio de longo prazo, e que essa trajetória se alinha às perspectivas de diminuição do descompasso existente entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

A economia brasileira, em cenário de expansão do emprego e da renda, de ampliação do crédito e de elevados níveis de confiança de empresários e consumidores, registrou, em 2010, o crescimento anual mais acentuado desde 1986. No decorrer do segundo semestre do ano, registraram-se ritmos de crescimento distintos da oferta e da demanda agregadas, com desdobramentos sobre o nível das importações e sobre a trajetória da inflação, em especial no segmento de serviços.

Os indicadores relativos ao início deste ano refletem, ainda, estímulos fiscais e creditícios introduzidos nos últimos trimestres de 2010. Aos efeitos de tais fatores se contrapõem, no entanto, os das recentes ações macroprudenciais e das elevações da taxa básica de juros, que tendem a moderar o ritmo de expansão da demanda. Nesse cenário, delineiam-se perspectivas favoráveis para a manutenção do crescimento da economia brasileira em bases sustentáveis.

1.1 Comércio

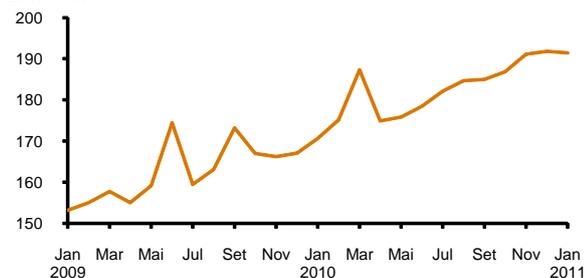
As vendas do comércio ampliado apresentaram dinamismo acentuado no segundo semestre de 2010 e relativa acomodação no início de 2011. O desempenho das vendas de fim de ano superou o padrão sazonal do período e contribuiu para o crescimento anual do setor atingisse 12,2%, de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), segundo melhor resultado da série iniciada em 2003. Esse resultado refletiu a expansão das vendas de bens duráveis e semiduráveis, mais sensíveis às condições de crédito, e em menor escala, a evolução do consumo de bens não duráveis, condicionada, principalmente, pela melhora das condições do mercado de trabalho.

Os indicadores do comércio continuaram apresentando bom desempenho no início de 2011, consistente com o nível de confiança elevado dos consumidores. Nesse

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

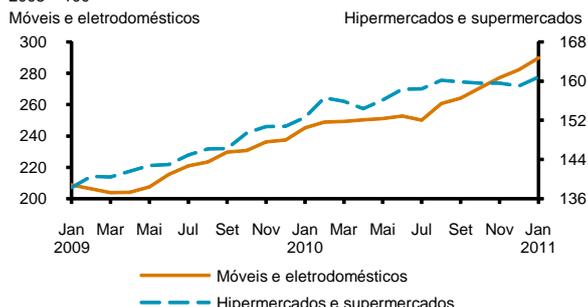
Discriminação	Variação percentual			
	2010			2011
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,1	0,7	0,2	1,2
Combustíveis e lubrificantes	0,0	-0,1	1,3	0,3
Hiper, supermercados	-0,2	0,0	-0,4	1,2
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	-3,6	3,1	0,5
Móveis e eletrodomésticos	2,5	2,4	1,8	2,7
Artigos farmacêuticos, médicos	0,6	1,3	1,6	0,5
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,5	10,1	2,2	-2,3
Equipamentos e materiais para escritório	-12,1	11,5	2,8	-5,1
Outros artigos de uso pessoal	-1,6	0,2	-0,3	-2,5
Comércio ampliado	1,0	2,3	0,3	-0,2
Materiais de construção	0,3	1,5	3,2	1,1
Automóveis e motocicletas	8,1	0,9	5,0	-7,1
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	2,9	2,1	1,5	1,5
Combustíveis e lubrificantes	1,7	2,0	1,5	1,1
Hiper, supermercados	1,4	0,4	-0,1	-0,1
Tecidos, vestuário e calçados	3,6	1,3	0,6	-0,6
Móveis e eletrodomésticos	5,5	6,4	7,1	6,8
Artigos farmacêuticos, médicos	4,5	3,6	2,9	2,9
Livros, jornais, revistas e papelaria	6,2	8,7	11,2	12,6
Equipamentos e materiais para escritório	1,2	2,6	1,1	4,9
Outros artigos de uso pessoal	3,5	1,8	-0,1	-1,3
Comércio ampliado	3,7	3,3	3,3	3,2
Materiais de construção	2,0	1,8	2,6	4,0
Automóveis e motocicletas	9,4	9,6	11,8	7,1
No ano				
Comércio varejista	11,1	11,0	10,9	8,2
Combustíveis e lubrificantes	6,6	6,6	6,6	6,3
Hiper, supermercados	9,6	9,3	8,9	4,2
Tecidos, vestuário e calçados	11,0	10,8	10,6	9,8
Móveis e eletrodomésticos	18,1	18,3	18,3	19,1
Artigos farmacêuticos, médicos	11,5	11,6	11,9	12,7
Livros, jornais, revistas e papelaria	9,1	10,2	12,0	12,5
Equipamentos e materiais para escritório	24,2	23,9	24,3	7,4
Outros artigos de uso pessoal	8,7	8,9	9,1	4,9
Comércio ampliado	11,4	11,9	12,2	11,2
Materiais de construção	15,6	15,6	15,7	16,5
Automóveis e motocicletas	11,2	13,0	14,1	16,4

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

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

Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

contexto, as vendas no comércio ampliado cresceram 3,2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2010, quando haviam crescido 3,7%, nesse tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. O dado mensal registrou recuo de 0,2% em janeiro. Na comparação trimestral, ocorreram aumentos nas vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a livros, jornais, revistas e papelaria, 12,6%; automóveis, motocicletas, partes e peças, 7,1%; e móveis e eletrodomésticos, 6,8%. Em oposição, assinalem-se as retrações nos segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico, 1,3%, tecidos, vestuário e calçados, 0,6%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 0,1%, esse último influenciado pelo aumento dos preços dos alimentos, em especial no final de 2010.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças e material de construção, aumentaram 1,5% no trimestre, registrando-se resultados positivos em todas as regiões do país, destacando-se os observados no Centro-Oeste, 2,7%, e no Sudeste, 2,3%.

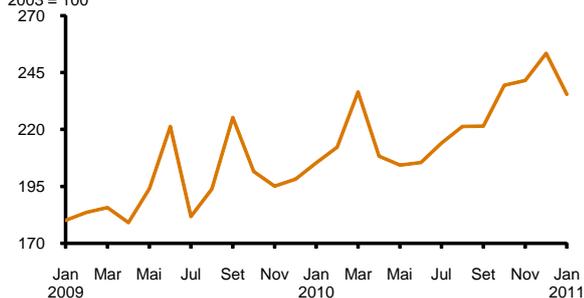
A evolução mais recente de outros indicadores do comércio varejista revela, igualmente, moderação das vendas dos segmentos relacionados à alimentação e continuidade de crescimento nos demais segmentos, nos primeiros meses de 2011. Nesse sentido, considerados dados dessazonalizados, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC do IBGE e impactado pelo aumento recente dos preços dos alimentos, recuaram 2,5% no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao encerrado em novembro, de acordo com a Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Adicionalmente, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, aumentou 4% na mesma base de comparação. No mesmo sentido, as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), cresceram 1,5% no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro, quando elevaram-se 8,5%, no mesmo tipo de análise, apontando continuidade do crescimento nas vendas do setor.

A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 5,8% em fevereiro, ante 6% em igual período do ano anterior, sugerindo continuidade de acomodação do

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100



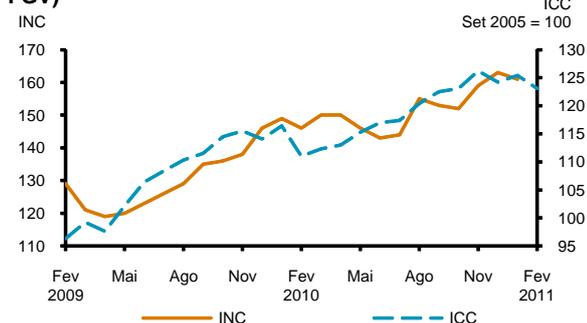
Fonte: IBGE

indicador em níveis inferiores aos observados em 2010. A inadimplência em São Paulo, mensurada pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), atingiu 6,9% em fevereiro, ante 6,3% em igual mês de 2010, persistindo em patamar compatível com o vigor das vendas no estado.

O Indicador Serasa *Experian* de Inadimplência do Consumidor¹, mantendo-se em patamar elevado, registrou, em fevereiro, redução mensal de 2,3% e elevação anual de 25,9%. Ressalte-se a continuidade de atrasos importantes no âmbito das financeiras, cartões de crédito e empresas não financeiras, que detêm participação de 36% no indicador geral.

Os indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores, após alcançarem níveis recordes no final de 2010, registraram relativa estabilidade, em patamar elevado, no início de 2011. Considerados dados dessazonalizados, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), atingiu 122,6 pontos em fevereiro de 2011, resultado 1,6 ponto inferior ao recorde assinalado em novembro de 2010, registrando-se recuos nos componentes Índice da Situação Atual (ISA), 1,8 ponto, e Índice de Expectativas (IE), 1,4 ponto.

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)

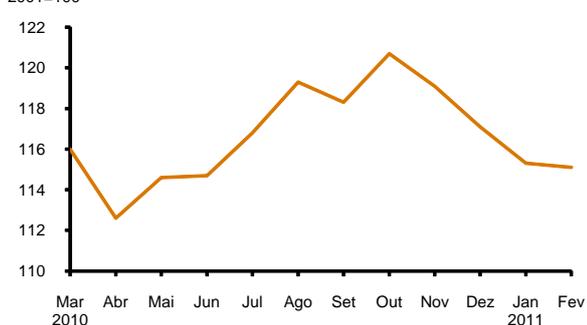


Fontes: ACSP e FGV

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, totalizou 157 pontos em fevereiro, recuando 2,5% em relação janeiro e 3,7% em relação ao recorde de dezembro de 2010, mas elevando-se 7,5% em relação a janeiro de 2011. O resultado mensal resultou de quedas nas regiões Norte/Centro-Oeste, 15,2%, e Nordeste, 8,9%, estabilidade na região Sudeste e elevação de 4,8% no Sul.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor

2001=100



Fonte: CNI

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), manteve-se praticamente estável em fevereiro, interrompendo o movimento de queda iniciado em novembro de 2010. A retração de 0,2% em relação a janeiro refletiu, em especial, os recuos nos componentes relativos à expectativa de renda pessoal, 2,2%, endividamento, 2,1%, e situação financeira, 1,2%. Em sentido inverso, ressaltou-se o aumento mensal nos índices associados às expectativas em relação ao desemprego, 2,5%; compras de bens de maior valor, 1,4%, e expectativas em relação à inflação, 0,4%.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao

1/ O indicador incorpora anotações negativas junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras, bancos, títulos protestados e segunda devolução de cheques devolvidos por insuficiência de fundos.

Tabela 1.2 – Produção industrialTrimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	%			
	2010			2011
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	-0,2	0,1	-0,2	-0,4
Por seção				
Indústria extrativa	2,6	2,6	0,7	0,6
Indústria de transformação	-0,8	-0,1	-0,1	0,4
Por categoria de uso				
Bens de capital	-2,2	-1,3	0,2	2,4
Bens intermediários	-1,2	-0,6	-0,2	0,5
Bens de consumo	0,4	1,2	0,1	0,2
Duráveis	0,3	1,5	2,2	3,3
Semi e não duráveis	-0,1	0,5	-0,2	-0,5

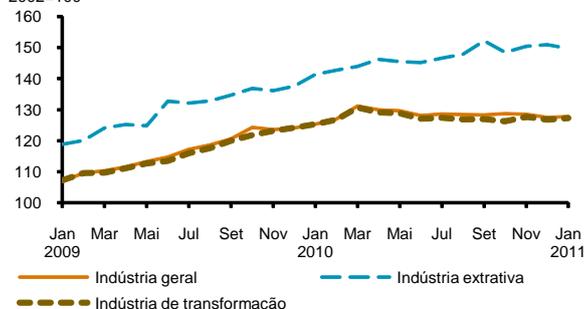
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002=100

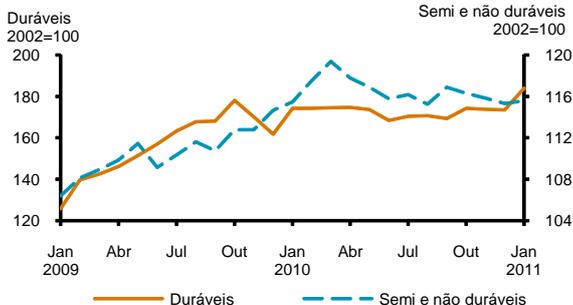


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

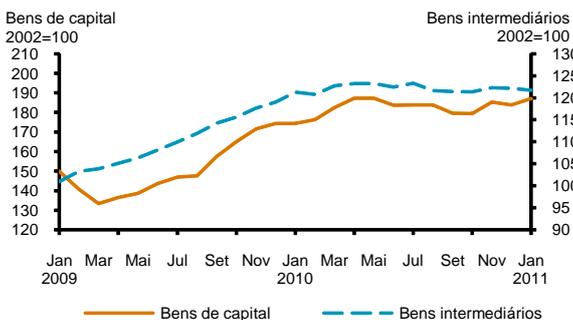


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

município de São Paulo, atingiu 162,2 pontos em fevereiro, elevando-se 1,4% no mês e situando-se 2 pontos abaixo do recorde registrado em dezembro do ano anterior. O Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ), para a região Metropolitana do Rio de Janeiro, atingiu 120,9 pontos em fevereiro, recuando 2,2% em relação a janeiro e 5,2% em relação ao recorde atingido em dezembro de 2010.

1.2 Produção

Produção industrial

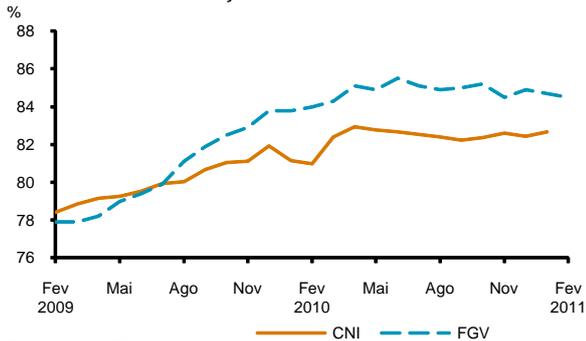
A produção física da indústria recuou 0,4% no trimestre encerrado em janeiro, relativamente ao finalizado em outubro de 2010, quando decrescera 0,2%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. As retrações mais acentuadas ocorreram nas atividades de calçados e couro, 4,1%; têxtil, 3,8%; e alimentos, 3,2%, contrastando com os aumentos nas indústrias de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,9%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 6%; e mobiliário, 6%.

A análise por categorias de uso revela que a indústria de bens de consumo duráveis cresceu 3,3%; a de bens de capital, 2,4%; e a de bens intermediários, 0,5%; enquanto que a de bens de consumo semi e não duráveis recuou 0,5% no trimestre.

O índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE, manteve-se estável no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, enquanto a produtividade do trabalhador, acompanhando a evolução da produção física, recuou 0,5%, no período. A folha de pagamento real decresceu 1% no trimestre finalizado em janeiro de 2011, em relação ao encerrado em outubro.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84,5% em fevereiro na série com ajuste sazonal, de acordo com a Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. A UCI média recuou 0,2 p.p. no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro de 2010, considerados dados dessazonalizados, resultado de retração de 1,1 p.p.

Gráfico 1.9 – Utilização da Capacidade Instalada
Indústria de transformação



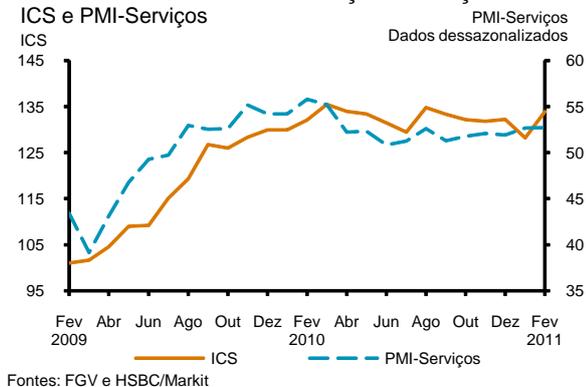
Fontes: CNI e FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

na indústria de bens de consumo duráveis e de 0,4 p.p. na de bens intermediários, de estabilidade na de bens de consumo não duráveis e do avanço de 0,3 p.p. na de bens de capital.

O Índice de Confiança da Indústria² (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, atingiu 112,5 pontos em fevereiro, acima do nível de equilíbrio de 100 pontos e indicando, portanto, satisfação do setor com o estado dos negócios e/ou otimismo com o futuro. Essa percepção é compartilhada por executivos de todas as categorias de uso discriminadas pela pesquisa. O ICI médio da indústria de transformação recuou 0,1 ponto no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao finalizado em novembro de 2010, registrando-se elevação de 2 p.p. na indústria de bens de consumo não duráveis e reduções nas relativas a bens de consumo duráveis, 4,9 p.p.; a bens de capital, 2,5 p.p.; e a bens intermediários, 1,8 p.p. A percepção dos empresários industriais a respeito da economia é mais otimista sob o prisma do Índice Gerente de Compras³ (PMI) da Markit, que atingiu 54,6 pontos em fevereiro, maior nível desde o mês de março do ano passado.

Serviços

Gráfico 1.10 – Índice de Confiança de Serviços



Fontes: FGV e HSBC/Markit

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), retratando a manutenção da confiança do empresariado do setor de serviços em patamar historicamente elevado, atingiu 133,9 pontos em fevereiro, ante 128,2 pontos em janeiro e 132,1 pontos em igual mês de 2010. A evolução mensal do ICS refletiu as elevações respectivas de 6,3% e 3% registradas no ISA-S e no IE.

O Índice Gerente de Compras (PMI-Serviços)⁴, calculado pela Markit e divulgado pelo *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* (HSBC), sugerindo a manutenção da tendência de elevação do setor, atingiu 52,7 pontos em fevereiro, maior patamar desde abril de 2010, considerados dados dessazonalizados.

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

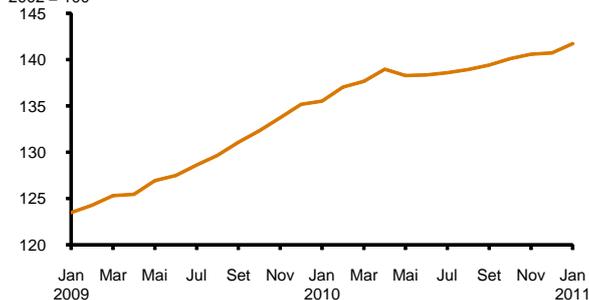
3/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

4/ O indicador é construído baseado em respostas mensais enviadas por executivos de cerca de 400 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.

Gráfico 1.11 – Índice de atividade econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

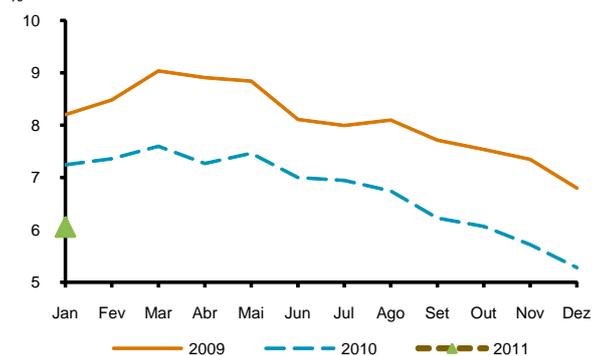
2002 = 100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto

%



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

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

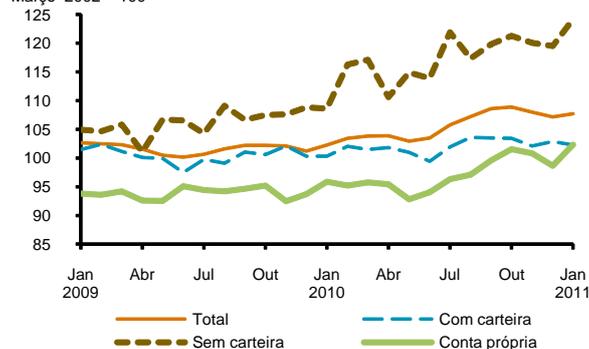
Discriminação	2010		2011	
	1º Sem.	2º Sem.	No ano	Jan
Total	1 473,3	663,6	2 136,9	152,1
Indústria de transformação	394,1	90,9	485,0	53,2
Comércio	144,1	375,5	519,6	-18,1
Serviços	490,0	374,2	864,3	73,2
Construção civil	230,0	24,2	254,2	33,4
Agropecuária	175,1	-201,0	-25,9	8,3
Serviços ind. de util. pública	9,9	8,0	17,9	1,6
Outros ^{1/}	30,1	-8,1	22,0	0,5

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real

Março 2002 = 100



Fonte: IBGE

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), após crescimento de 7,8% em 2010, registrou elevação de 1,1% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando se elevara 0,8%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. Em janeiro o indicador registrou alta mensal de 0,7%, refletindo a conjugação de influências pontuais positivas no mês, oriundas, sobretudo, do setor primário.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A taxa de desemprego, após situar-se em 5,3% em dezembro de 2010, menor patamar da série iniciada em março de 2002, atingiu 6,1% em janeiro, ante 7,2% em igual período do ano anterior, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas no país. A taxa média relativa ao trimestre encerrado em janeiro totalizou 5,7%, ante 7,1% em igual intervalo de 2010. Considerados dados dessazonalizados, a taxa média de desemprego atingiu 6,1% no período, ante 6,5% no trimestre encerrado em outubro de 2010, resultado de aumento de 0,3% no pessoal ocupado e de estabilidade na População Economicamente Ativa (PEA).

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 2.136,9 mil postos de trabalho em 2010, maior saldo desde o início da série, em 1985. Evidenciando a sazonalidade do período, foram eliminados 117,2 mil empregos formais no trimestre encerrado em janeiro, com ênfase nas demissões líquidas registradas na agropecuária, 141,6 mil; na indústria de transformação, 109 mil; e na construção civil, 54,1 mil. Em oposição, ocorreram contratações líquidas no comércio, 127,6 mil; e no setor de serviços, 77,2 mil.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal, estimado pela PME nas seis principais regiões metropolitanas, cresceu 5,7% no trimestre encerrado em janeiro, em relação a igual período do ano anterior, com ênfase na expansão de 11,9% registrada no segmento de empregados do setor privado sem carteira assinada. Por setor de atividade, os ganhos mais expressivos ocorreram na construção civil, 9,1%, e nos serviços domésticos, 7,5%. A massa salarial real cresceu 8,8% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2009 IV Tri	2010 I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
Agropecuária	-4,6	5,4	8,1	7,8	6,5
Indústria	-6,4	15,1	14,5	12,3	10,1
Extrativa mineral	-1,1	14,7	15,6	16,0	15,7
Transformação	-8,2	17,3	15,6	12,5	9,7
Construção civil	-6,3	15,1	15,9	13,6	11,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-2,6	8,4	9,2	8,8	7,8
Serviços	2,2	6,2	6,1	5,7	5,4
Comércio	-1,8	15,3	13,6	12,0	10,7
Transporte, armazenagem e correio	-2,5	12,5	11,8	10,3	8,9
Serviços de informação	3,8	2,9	3,2	3,5	3,8
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relativos	7,1	9,6	9,9	10,4	10,7
Outros serviços	3,5	3,4	3,8	3,5	3,6
Atividades imobiliárias e aluguel	1,9	1,6	1,7	1,6	1,7
Administração, saúde e educação públicas	3,3	2,5	2,7	2,6	2,3
Valor adic. a preços básicos	-0,6	8,4	8,4	7,5	6,7
Impostos sobre produtos	-0,9	14,7	14,0	13,3	12,5
PIB a preços de mercado	-0,6	9,3	9,2	8,4	7,5

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2009 IV Tri	2010 I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
PIB a preços de mercado	-0,6	9,3	9,2	8,4	7,5
Consumo das famílias	4,2	8,4	7,4	6,9	7,0
Consumo do governo	3,9	2,7	4,2	4,1	3,3
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-10,3	28,4	28,2	25,6	21,8
Exportação	-10,2	14,7	10,6	10,8	11,5
Importação	-11,5	39,6	39,2	39,8	36,2

Fonte: IBGE

O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 7,5% em 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, registrando-se, no âmbito da demanda, contribuições de 10,3 p.p. do componente doméstico e de -2,8 p.p do setor externo. Sob a ótica da oferta, ocorreram aumentos anuais no valor adicionado dos três setores da economia, atingindo 10,1% no segmento secundário, 6,5% no primário e 5,4% no de serviços.

O resultado do setor agropecuário é consistente com a expansão anual de 11,6% da safra de grãos e com os aumentos respectivos de 8,5%, 7,7% e 3,8% nos abates de bovinos, aves e suínos, nos nove primeiros meses de 2010, em relação a igual intervalo do ano anterior. O desempenho do setor industrial refletiu, em especial, as elevações nas indústrias extrativa, 15,7%; da construção civil, 11,6%; e de transformação, 9,7%. A evolução anual do setor de serviços foi impulsionada, fundamentalmente, pelo dinamismo dos segmentos comércio, 10,7%; transporte armazenagem e correio, 8,9%; e intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relativos, 10,7%, os dois primeiros relacionados aos resultados dos setores industrial e agropecuário.

Considerada a ótica da demanda, os investimentos, em linha com o desempenho da construção civil e da absorção de bens de capital, cresceram 21,8% em 2010, enquanto o consumo das famílias, refletindo o crescimento da massa salarial e das operações de crédito, aumentou 7%. A contribuição negativa do setor externo traduziu as elevações anuais registradas nas importações, 36,2%, e nas exportações, 11,5%, diferencial associado ao ritmo distinto de crescimento da economia internacional e brasileira.

A análise na margem, considerados dados dessazonalizados, revela que o crescimento do PIB arrefeceu na segunda metade de 2010, quando se registraram taxas de crescimento respectivas de 0,4% e 0,7% no terceiro e quarto trimestres do ano, ante expansões de 2,2% no trimestre encerrado em março e de 1,6% naquele finalizado em junho.

O desempenho do agregado no trimestre encerrado em dezembro refletiu o crescimento de 1% observado no setor de serviços e as retrações da agropecuária e da indústria, 0,8% e 0,3%, respectivamente. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias aumentou 2,5% no trimestre, enquanto a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) desacelerou para 0,7%, mas mesmo assim configurou o sétimo resultado positivo desde o segundo trimestre de 2009.

Tabela 1.6 – Produto Interno BrutoTrimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2009	2010			
	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
PIB a preços de mercado	2,5	2,2	1,6	0,4	0,7
Agropecuária	5,1	2,6	1,4	-1,6	-0,8
Indústria	3,8	1,7	3,6	-0,6	-0,3
Serviços	1,3	1,4	1,1	0,9	1,0
Consumo das famílias	1,1	1,8	1,1	1,8	2,5
Consumo do governo	2,4	-0,2	1,8	-0,1	-0,3
Formação Bruta de					
Capital Fixo	8,6	4,0	3,9	3,1	0,7
Exportação	2,9	3,4	1,2	4,2	3,6
Importação	15,1	8,1	5,7	7,1	3,9

Fonte: IBGE

A projeção de crescimento para o PIB em 2011 foi revisada de 4,5% para 4% e encontra-se detalhada no boxe Revisão da Projeção para o PIB em 2011, na página 20 deste Relatório

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 21,8% em 2010, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, ressaltando-se que a taxa de crescimento média dessa variável no biênio encerrado em 2010 atingiu 4,5%, ante o aumento médio de 3,3% do PIB, indicando expansão da capacidade de oferta da economia no período.

Na margem, os investimentos cresceram 0,7% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, considerados dados dessazonalizados. Tal elevação, a sétima seguida, representou uma diminuição no crescimento dessa variável, que havia sido 3,1% no trimestre anterior. No mesmo tipo de comparação, o desempenho dos investimentos havia sido antecipado pela trajetória de indicadores mensais da FBCF. Nesse sentido, a produção de insumos da construção civil registrou expansão de 2,4% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, enquanto a produção, as importações e as exportações de bens de capital assinalaram variações respectivas de 0,2%, -7,6% e 2,5%, determinando recuo trimestral de 2,6% na absorção desses bens.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpAr) – somaram R\$168,4 bilhões em 2010, elevando-se 23,5% em relação ao ano anterior. Os recursos destinados à agropecuária, à indústria de transformação e ao setor comércio e serviços aumentaram, na ordem, 47,7%, 28,1% e 20,5%, enquanto os direcionados à indústria extrativa recuaram 53%.

A produção de insumos da construção civil e a absorção de bens de capital registraram elevações respectivas de 9,8% e 14,5% em janeiro, em relação a igual mês de 2010, registrando-se variações respectivas de 9,1%, 25,3% e -4,6% na produção, importação e exportação de bens de capital. Adicionalmente, as produções de caminhões, máquinas agrícolas e de ônibus apresentaram variações respectivas de 13,2%, 8,1% e -5,6%, em fevereiro, em relação a igual

Tabela 1.7 – Produção industrial

Discriminação	Variação % sobre mesmo período do ano anterior				
	2010	2011			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	Jan
Insumos da construção civil	15,2	17,0	9,7	6,6	6,5
Bens de capital	25,9	33,2	21,2	7,0	9,1
Típicamente industrializados	23,7	33,4	20,6	12,7	6,4
Agrícolas	43,0	59,6	44,7	-3,4	-5,4
Peças agrícolas	21,3	6,7	3,0	38,5	5,3
Construção	212,4	169,1	92,1	27,6	23,6
Energia elétrica	-3,3	0,9	2,4	-13,3	-2,8
Equipamentos de transporte	19,4	33,2	35,4	17,4	8,3
Misto	30,0	31,0	5,2	-2,9	9,8

Fonte: IBGE

mês de 2010, de acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea).

1.6 Conclusão

O atual ciclo de expansão da economia do país, expresso nos sete resultados positivos consecutivos do PIB trimestral, registrou relativo arrefecimento nos dois últimos trimestres de 2010. Prospectivamente, a tendência de acomodação da atividade econômica deve persistir nos próximos meses, refletindo as ações de política monetária e de caráter macroprudencial, bem como a base de comparação mais elevada após a forte recuperação registrada ao longo de 2010, constituindo, assim, cenário favorável ao crescimento sustentável.

Projeção para o PIB 2011

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2011 foi revisada de 4,5%, no último Relatório de Inflação, para 4%, em função, sobretudo, da incorporação de dados preliminares do primeiro trimestre e da atualização do cenário macroeconômico para os seguintes.

A análise da oferta (Tabela 1) revela que a agropecuária deverá crescer 1,9% no ano. Essa expansão, 1,4 p.p. superior à estimativa anterior, reflete o prognóstico, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), de aumento anual de 1,2% para a safra de grãos em 2011, ante recuo de 2,5% considerado no último Relatório de Inflação. Adicionalmente, continuam positivas as perspectivas para a pecuária, favorecidas pela expansão da demanda e pelos preços atrativos para a produção.

Estima-se aumento de 4,2% para o setor industrial em 2011, resultado 1,2 p.p. inferior à projeção anterior. A indústria extrativa mineral deverá crescer 5,6%, impulsionada pela produção de petróleo, ressaltando-se que a redução de 2,2 p.p. em relação à estimativa anterior reflete os resultados preliminares do primeiro trimestre do ano. Para a indústria da construção civil projeta-se expansão anual de 5,2%, ante 6,6% no relatório anterior. Essa reavaliação incorpora, entre outros, as perspectivas de redução dos gastos governamentais, em função do ajuste fiscal promovido pelo governo federal. A produção e distribuição de eletricidade, gás e água e a indústria de transformação devem aumentar, respectivamente, 4,5% e 3,6%, ante 5,2% e 4,9% na previsão anterior.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2009	2010		2011		
	IV Tr1	I Tr1	II Tr1	III Tr1	IV Tr1	IV Tr1 ^{1/}
Agropecuária	-4,6	5,4	8,1	7,8	6,5	1,9
Indústria	-6,4	15,1	14,5	12,3	10,1	4,2
Extrativa mineral	-1,1	14,7	15,6	16,0	15,7	5,6
Transformação	-8,2	17,3	15,6	12,5	9,7	3,6
Construção civil	-6,3	15,1	15,9	13,6	11,6	5,2
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-2,6	8,4	9,2	8,8	7,8	4,5
Serviços	2,2	6,2	6,1	5,7	5,4	3,8
Comércio	-1,8	15,3	13,6	12,0	10,7	4,2
Transporte, armazenagem e correio	-2,5	12,5	11,8	10,3	8,9	4,3
Serviços de informação	3,8	2,9	3,2	3,5	3,8	6,2
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	7,1	9,6	9,9	10,4	10,7	6,1
Outros serviços	3,5	3,4	3,8	3,5	3,6	4,9
Atividades imobiliárias e aluguel	1,9	1,6	1,7	1,6	1,7	2,3
Administração, saúde e educação públicas	3,3	2,5	2,7	2,6	2,3	1,6
Valor adic. a preços básicos	-0,6	8,4	8,4	7,5	6,7	3,8
Impostos sobre produtos	-0,9	14,7	14,0	13,3	12,5	4,8
PIB a preços de mercado	-0,6	9,3	9,2	8,4	7,5	4,0

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

O produto do setor de serviços deverá aumentar 3,8% no ano, projeção 0,4 p.p. inferior à anterior, com ênfase nas reduções previstas para os segmentos comércio e transporte, 0,8 p.p., e armazenagem e correio, 0,9 p.p., que refletem, em especial, a retração na estimativa de crescimento do setor industrial. A estimativa de expansão para o segmento administração, saúde e educação públicas, em resposta ao ajuste fiscal promovido pelo governo federal para 2011, recuou de 2,2% para 1,6%.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2009	2010				2011
	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	IV Tri ^{1/}
PIB a preços de mercado	-0,6	9,3	9,2	8,4	7,5	4,0
Consumo das famílias	4,2	8,4	7,4	6,9	7,0	4,1
Consumo do governo	3,9	2,7	4,2	4,1	3,3	1,9
Formação Bruta de						
Capital Fixo	-10,3	28,4	28,2	25,6	21,8	6,4
Exportação	-10,2	14,7	10,6	10,8	11,5	9,6
Importação	-11,5	39,6	39,2	39,8	36,2	18,2

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

No âmbito da demanda (Tabela 2), as estimativas relacionadas ao consumo das famílias, ao consumo do governo e à formação bruta de capital fixo recuaram 0,7 p.p., 0,5 p.p. e 1,0 p.p., respectivamente, em relação às constantes no relatório de dezembro. Essas reduções refletem os impactos das medidas macroprudenciais adotadas pelo Banco Central, do novo patamar das taxas de juros e da consolidação fiscal em curso. Incorporado o aumento na estimativa da contribuição da variação de estoques, a contribuição da demanda doméstica para o PIB atinge 5,1 p.p.

As exportações e as importações anuais de bens e serviços devem aumentar 9,6% e 18,2%, respectivamente, ante 8,3% e 11,9% na projeção anterior. O setor externo, fator de ajuste entre oferta e demanda domésticas, deverá exercer contribuição negativa de 1,1 p.p. para a variação do PIB em 2011.

Os índices de preços ao consumidor aceleraram no trimestre encerrado em fevereiro de 2011, em relação ao finalizado em novembro do ano anterior. Esse movimento foi sensibilizado por pressões sazonais de alimentos *in natura* e por reajustes de tarifas, especialmente de transportes públicos e da alta dos custos associados à educação, entre outros fatores.

Vale ressaltar que a evolução recente dos preços, expressa, ainda, pelo patamar elevado dos núcleos de inflação em todos os critérios utilizados, refletiu, em grande parte, o aumento dos preços dos serviços, que apresentam maior persistência inflacionária. Nesse ambiente, a trajetória da inflação nos próximos meses estará condicionada, entre outros fatores, pelos impactos do esgotamento das pressões sazonais mencionadas e do aumento da taxa básica de juros e das ações macroprudenciais, contrastando com os efeitos associados ao patamar elevado dos preços de *commodities*.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

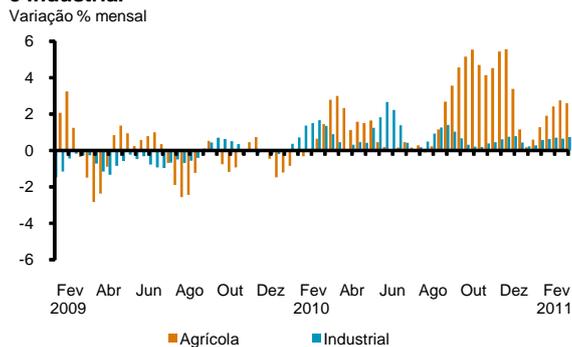
Discriminação	Variação % mensal				
	2010			2011	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	1,03	1,58	0,38	0,98	0,96
IPA	1,32	1,98	0,21	0,96	1,23
IPC-Br	0,59	1,00	0,72	1,27	0,49
INCC	0,20	0,37	0,67	0,41	0,28

Fonte: FGV

A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, atingiu 2,33% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 3,75% naquele finalizado em novembro. Essa redução, em cenário de aumentos dos preços ao consumidor e da construção civil, traduziu a desaceleração dos preços ao produtor, favorecida pelo arrefecimento dos preços agrícolas.

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), com peso de 60% no IGP-DI, aumentou 2,42% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 4,85% no período setembro a novembro de 2010. A menor elevação esteve associada, fundamentalmente, à desaceleração, de 15,58% para 4,74%, registrada na variação dos preços dos produtos agrícolas, movimento consistente com os recuos registrados nos preços dos itens feijão, arroz, batata, bovinos, suínos e soja. Por sua

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



Fonte: FGV

vez, os preços relativos a lavouras permanentes apresentaram elevação no trimestre, influenciados pelas altas nos itens cacau, banana, laranja e café em grão.

Os preços dos produtos industriais cresceram 1,58% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,45% naquele encerrado em novembro. Essa aceleração refletiu as pressões exercidas pelos preços dos itens minerais metálicos, fumo, têxteis, artigos do vestuário e derivados do petróleo. Os preços agrícolas registraram variação acumulada em doze meses de 29,84% em fevereiro, ante 23,86% em novembro, enquanto os preços industriais aumentaram, respectivamente, 8,65% e 9,90% nas mesmas bases de comparação.

As variações do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), com pesos respectivos de 30% e 10% no IGP-DI, situaram-se, na ordem, em 2,51% e 1,37% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 2,07% e 0,78% naquele finalizado em novembro de 2010. A aceleração registrada no IPC resultou de pressões associadas aos itens educação e transporte, enquanto a relativa ao INCC traduziu os aumentos dos itens mão de obra e material e serviços.

O IGP-DI variou 11,30% em 2010, maior variação desde 2004, ante -1,43% no ano anterior, registrando-se aceleração na variação anual de seus três componentes. O IPA variou 13,85%, ante -4,08% em 2009, enquanto o IPC e o INCC elevaram-se 6,24% e 7,77%, respectivamente, ante 3,95% e 3,25%, no ano anterior. Ressalte-se que a variação do IPA em 2010 refletiu as elevações de 25,61% nos preços dos produtos agrícolas e de 10,13% nos preços dos produtos industriais.

2.2 Índices de preços ao consumidor

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 5,91% em 2010, ante 4,31% no ano anterior, registrando-se elevações de 3,13% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 7,09% nos preços livres, ante 4,74% e 4,13%, respectivamente, em 2009.

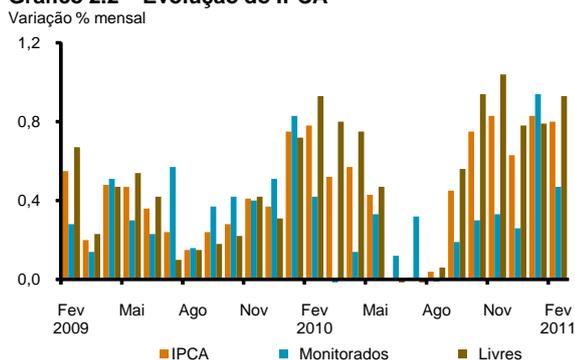
A variação do IPCA atingiu 2,28% no trimestre encerrado em fevereiro de 2011, ante 2,04% naquele finalizado em novembro de 2010, ressaltando-se que, excluído o grupo alimentação e bebidas, o indicador registrou elevações respectivas de 2,14% e 1,10% nos trimestres considerados.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2010			2011	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,75	0,83	0,63	0,83	0,80
Livres	0,94	1,04	0,78	0,79	0,93
Comercializáveis	1,00	1,53	0,95	0,43	-0,02
Não comercializáveis	0,88	0,60	0,63	1,10	1,78
Serviços	0,49	0,46	0,58	0,87	2,28
Monitorados	0,30	0,33	0,26	0,94	0,47

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

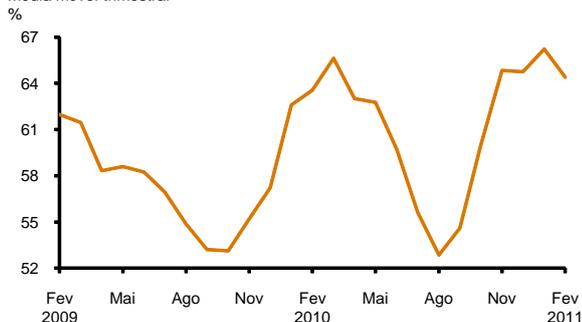
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

O comportamento do indicador geral no trimestre resultou da aceleração, de 0,82% para 1,68%, nos preços monitorados e do arrefecimento, de 2,56% para 2,52%, nos preços livres. Nesse segmento, ocorreram variações respectivas de 1,36% e 3,55% nos preços dos itens comercializáveis e dos não comercializáveis, ante 3,45% e 1,77% no trimestre encerrado em novembro. Vale mencionar, no segmento de não comercializáveis, elevações de 10,54% nos preços dos alimentos *in natura* e de 6,61% no item cursos. A desaceleração observada no âmbito dos bens comercializáveis esteve associada, em especial, às menores elevações dos preços do grupo vestuário e dos itens móveis e utensílios, bovinos, panificados e açúcares e derivados.

Considerados períodos de doze meses, o IPCA acumulou variação de 6,01% em fevereiro, ante 5,63% em novembro e, com a exclusão dos alimentos, 4,96% ante 4,59%, nas mesmas bases de comparação. A pressão sazonal observada nos segmentos cursos, transporte público e alimentos *in natura* tende a esgotar-se nos próximos meses, o que deverá contribuir para a desaceleração do IPCA.

Os preços dos serviços, impulsionados pelo aumento dos preços da educação, elevaram-se 3,77% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,37% naquele finalizado em novembro de 2010, enquanto, considerados períodos de doze meses, registraram-se variações respectivas de 8,39% e 7,36%, nos últimos meses dos períodos mencionados.

O índice de difusão – indicador da proporção do número de itens que apresentou variação positiva no IPCA, evidenciando disseminação dos aumentos nos preços, registrou média de 64,41% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 64,84% naquele finalizado em novembro e 63,54% em igual período de 2010. Em 2010, a média do índice atingiu 61,18%, ante 57,53% no ano anterior.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 3,13% em 2010, respondendo por 0,92 p.p. da variação total do IPCA no ano. As maiores pressões altistas foram provenientes dos itens ônibus urbano, 7,53%; cartório, 5,19%; plano de saúde, 6,87%; e correio, 6,35%; enquanto, em sentido inverso, os preços do emplacamento e licença, do gás veicular e do pedágio recuaram 9,53%, 1,13% e 5,82%, respectivamente, no ano.

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2010			2011		
		Nov	Dez	No ano	Jan	Fev	No ano
IPCA	100,00	0,83	0,63	5,91	0,83	0,80	1,64
Livres	71,10	1,04	0,78	7,09	0,78	0,93	1,73
Monitorados	28,90	0,33	0,26	3,13	0,94	0,47	1,42
Principais itens							
Energia elétrica	3,19	0,48	0,02	3,05	-0,38	0,09	-0,29
Gás veicular	0,10	0,05	-1,60	-1,13	-1,95	-0,36	-2,30
Gás encanado	0,10	-0,34	-0,03	1,48	6,21	1,13	7,41
Óleo diesel	0,08	-0,21	0,09	-0,11	0,71	0,65	1,36
Pedágio	0,12	0,09	0,30	-5,82	0,15	0,02	0,17
Telefone celular	1,28	0,63	0,17	1,91	0,00	1,69	1,69
Água e esgoto	1,60	0,00	0,03	3,38	0,07	0,42	0,49
Ônibus urbano	3,77	0,30	0,07	7,53	4,13	1,30	5,48
Passagem aérea	0,36	-1,26	7,61	3,15	6,21	-11,43	-5,93
Gasolina	3,94	0,81	0,25	1,67	0,62	0,50	1,12
Gás de bujão	1,17	0,10	0,25	2,10	0,12	0,03	0,15
Remédios	2,80	0,09	0,11	3,36	-0,06	-0,22	-0,28
Plano de saúde	3,48	0,58	0,58	6,87	0,59	0,59	1,18

Fonte: IBGE

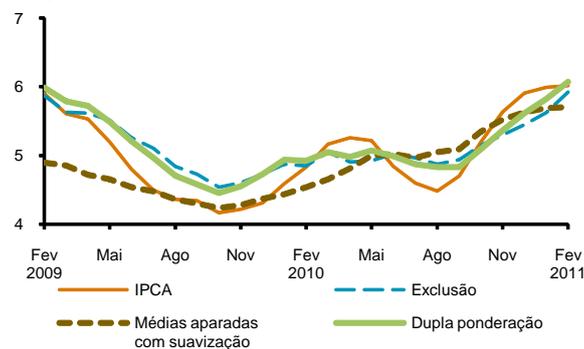
Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal					
	2010			2011		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	
IPCA (cheio)	0,75	0,83	0,63	0,83	0,80	
Exclusão	0,44	0,52	0,60	0,76	0,96	
Médias aparadas com suavização	0,55	0,56	0,52	0,54	0,40	
Dupla ponderação	0,58	0,66	0,71	0,80	0,70	
IPC-Br (cheio)	0,59	1,00	0,72	1,27	0,49	
Médias aparadas	0,41	0,43	0,55	0,41	0,32	

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Os grupos de preços livres e monitorados do IPCA apresentaram variações de 2,52% e 1,68%, respectivamente, no trimestre encerrado em fevereiro, ante 2,56% e 0,82% naquele finalizado em novembro. A variação dos preços monitorados representou 0,49 p.p. da inflação de 2,28% do IPCA, nesse período.

As tarifas de cartório elevaram-se 5,35% no trimestre, seguindo-se as expansões nas relativas a ônibus interestaduais, 4,14%; ônibus intermunicipais, 3,57%; e a metrô, 3,00%. Adicionalmente, as tarifas de ônibus urbano, traduzindo as elevações registradas em São Paulo, 11,11%; Recife, 8,13%; Salvador, 8,70%; Porto Alegre, 10,20%; e Belo Horizonte, 6,52%, aumentaram 5,56% no trimestre encerrado em fevereiro.

2.4 Núcleos

A variação em doze meses dos núcleos de inflação do IPCA, consideradas as três medidas calculadas pelo Banco Central, aumentou no trimestre terminado em fevereiro. O núcleo do IPCA por exclusão cresceu 2,34%, ante 1,34% no trimestre finalizado em novembro. Em doze meses, a variação do indicador atingiu 5,92% em fevereiro, ante 5,30% em novembro.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁵ cresceu 1,47%, ante 1,55% no trimestre encerrado em novembro. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 5,70% em fevereiro, ante 5,52% em novembro.

O núcleo de dupla ponderação⁶ registrou variação de 2,23% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,64% naquele encerrado em novembro. A análise em doze meses revela que a variação do indicador se deslocou de 5,37%, em novembro, para 6,07% em fevereiro.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,29%, ante 1,37% no trimestre finalizado em novembro. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos de 5,02% em fevereiro e de 4,95% em novembro.

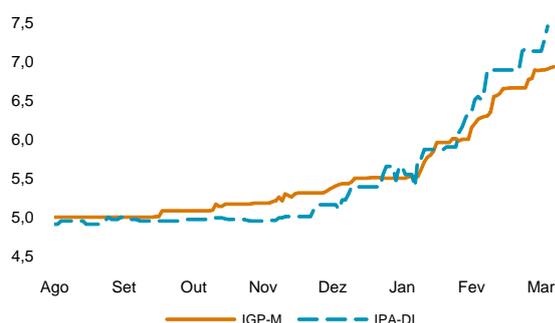
5/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador exclui os itens cuja variação mensal se situe, na distribuição, acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20, além de suavizar ao longo de doze meses a flutuação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano.

6/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos 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.

**Gráfico 2.5 – IPCA
Medianas**



**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI
Medianas 2011**



**Gráfico 2.7 – Câmbio
Medianas 2011**

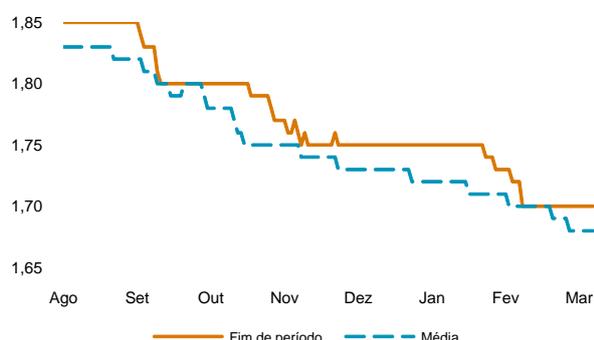


Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	30.9.2010		31.12.2010		18.3.2011	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
IPCA	5,0	4,5	5,3	4,5	5,9	4,8
IGP-M	5,1	4,5	5,5	4,5	7,0	4,9
IPA-DI	5,0	4,5	5,4	4,5	7,5	4,7
Preços Administrados	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Selic (fim de período)	11,8	10,5	12,3	10,8	12,5	11,3
Selic (média do período)	11,5	10,9	12,1	11,3	12,2	11,9
Câmbio (fim de período)	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8
Câmbio (média do período)	1,8	1,9	1,7	1,8	1,7	1,7
PIB	4,5	4,5	4,5	4,5	4,0	4,4

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 18 de março, as medianas das previsões relativas às variações anuais do IPCA para 2011 e 2012 atingiram 5,88% e 4,8%, respectivamente, ante 5,3% e 4,5%, ao final de 2010. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,36%, ligeiramente acima do patamar observado ao final de dezembro.

A mediana relativa à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) para 2011 aumentou de 5,5%, ao final de dezembro, para 6,97% em 18 de março, enquanto a referente ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) passou de 5,4% para 7,45%. No mesmo período, a mediana referente a 2012 para o IGP-M aumentou de 4,5% para 4,89%, enquanto para o IPA-DI de 4,5% para 4,72%.

A mediana das expectativas quanto à evolução para 2011 e para 2012 dos preços administrados ou monitorados por contratos atingiu 4,5% em 18 de março, mesmo patamar observado ao final de dezembro.

A mediana da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2011 foi ajustada, de R\$1,75/US\$ para R\$1,70/US\$, entre o final de dezembro e 18 de março, enquanto a projeção para o final de 2012 foi revisada de R\$1,80/US\$ para R\$1,75/US\$. A mediana das projeções para a taxa de câmbio média relativa a 2011 recuou de R\$1,72/US\$, em 31 de dezembro, para R\$1,68/US\$, em 18 de março, enquanto a mediana para 2012 recuou de R\$1,79/US\$ para R\$1,74/US\$ entre as duas datas.

2.6 Conclusão

As taxas de inflação ao consumidor no início de 2011 refletiram o impacto de fatores sazonais, como a elevação de preços dos alimentos *in natura*, de reajustes nas tarifas de transporte público e nos custos com educação, e os descompassos entre oferta e demanda agregadas, evidenciados, sobretudo, na evolução dos preços de serviços. A trajetória da inflação nos próximos meses deverá refletir os impactos da postura mais restritiva adotada na condução da política monetária, das ações macroprudenciais e do esgotamento de fatores sazonais, persistindo, todavia, incertezas oriundas do cenário externo, em especial quanto a evolução dos preços de *commodities*.

A Dinâmica dos Preços de Serviços: uma análise da experiência recente

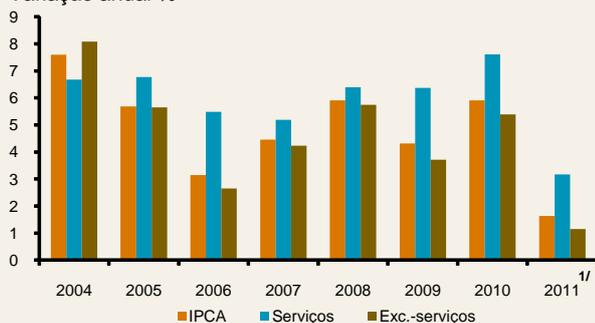
Os preços dos serviços têm registrado variações superiores às do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) nos últimos anos, em todas as regiões metropolitanas pesquisadas, provocando alterações nos preços relativos entre os componentes da cesta de consumo. Este box explora a dinâmica dos preços de serviços em âmbito nacional e regional, com ênfase no comportamento dos preços relativos e nos principais componentes desse segmento.

A inflação de serviços¹ superou a variação do IPCA nos últimos seis anos, conforme o Gráfico 1. De março de 2004 a fevereiro de 2011, a variação média anual dos preços de serviços atingiu 6,45% enquanto as relativas ao IPCA e ao IPCA exclusive serviços situaram-se em 5,32% e 5,06%, respectivamente. No período considerado, os preços relativos² de serviços cresceram 9,63% em relação aos dos demais segmentos do IPCA.

As contribuições dos preços de serviços para a variação do índice agregado superaram significativamente o peso³ do grupo na cesta do IPCA, conforme o Gráfico 2, ressaltando-se os resultados relativos a 2006, 2009 e 2010, quando os serviços responderam, na ordem, por 35,9%, 34,6% e 30,8% da variação anual do IPCA. O recuo em 2010 se deve em parte à forte elevação dos preços dos alimentos, haja vista que a inflação de serviços se elevou comparativamente ao registrado em 2009.

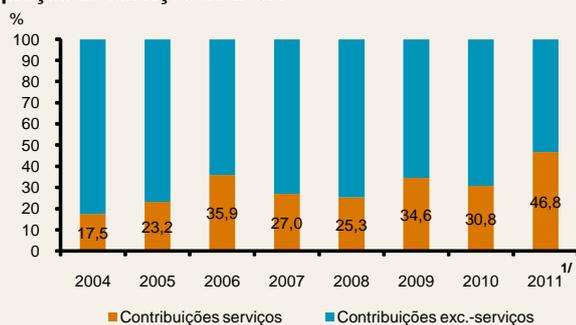
Gráfico 1 – IPCA serviços e exc.-serviços

Variação anual %



Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.
1/ Até fevereiro.

Gráfico 2 – Contribuições relativas (estimadas) dos preços de serviços ao IPCA

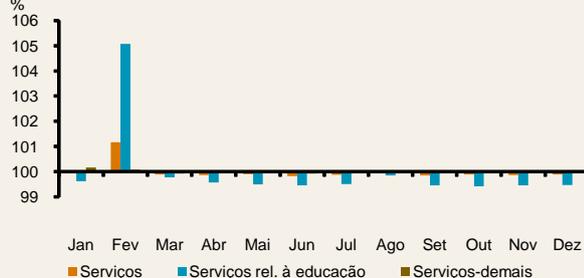


Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.
1/ Até fevereiro.

- 1/ Para fins deste trabalho, até junho/2006, 58 subitens foram considerados na composição dos preços de serviços, com peso aproximado de 20%; a partir de julho/2006, quando teve início a série do IPCA sob a metodologia atual, referenciada na Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2002-2003, 64 subitens foram considerados na composição do conjunto dos preços de serviços, correspondendo a cerca de 24% na ponderação do índice geral para o Brasil.
- 2/ Considerou-se a razão entre o fator geométrico correspondente à variação do conjunto dos preços de serviços e o correspondente à variação do conjunto dos demais preços componentes do IPCA, para o período de março/2004 a fevereiro/2011.
- 3/ Com exceção do ano de 2004. Vide nota n.1 sobre a participação dos serviços no IPCA.

No primeiro bimestre de 2011, a contribuição de serviços atingiu 46,8%, em grande parte devido à sazonalidade do período, que reflete os reajustes associados à educação.

Gráfico 3 – IPCA Serviços e componentes – Comportamento sazonal^{1/}



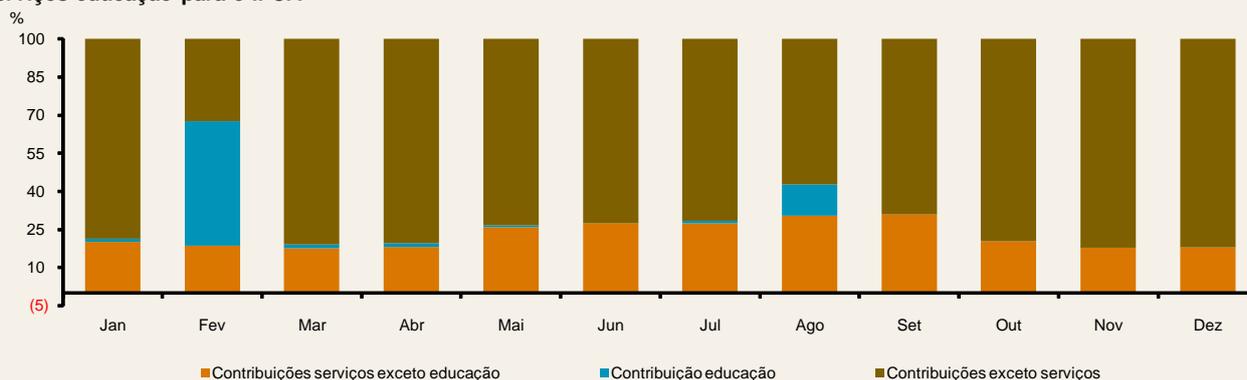
Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.

1/ Valores inferiores a 100 significam sazonalidade negativa e valores superiores a 100 significam sazonalidade positiva para o mês.

Dada a natureza genérica dos serviços, cabe segmentar⁴ em subgrupos de acordo com o tipo de serviço a que se referem e, particularmente, isolar os serviços associados à educação. Uma análise preliminar sugere que educação segue padrão sazonal distinto dos demais serviços, conforme o Gráfico 3. Para o conjunto dos preços de serviços, o fator sazonal⁵ associado a fevereiro representou, em média, 101,2% da variação média mensal de cada ano. Mostrou-se mais significativa para os serviços educacionais, para os quais representou, em média, 105,1% da variação mensal média de cada ano. Ainda para os serviços educacionais, os fatores sazonais associados a agosto e a março, embora inferiores a 100% na média do período, superaram esse nível respectivamente em três e em dois dos sete anos analisados. Para os preços dos serviços não relacionados à educação, o padrão sazonal parece menos definido, com janeiro e fevereiro sendo os meses em que mais se distanciou da variação média de cada ano.

As contribuições dos serviços para o IPCA revelam-se relativamente maiores em fevereiro e agosto, devido aos reajustes associados

Gráfico 4 – Média mensal das contribuições relativas (estimadas) dos preços de serviços exceto educação e serviços-educação para o IPCA^{1/}



Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.

1/ Objetivando evitar que outliers viesassem as médias, elas foram estimadas eliminando-se os meses em que as somas das contribuições dos grupamentos situaram-se entre -0,1 e 0,1 (Jun/2005; Ago/2006; Jun/2010; jul/2010; Ago/2010).

4/ Procedimento similar foi adotado no estudo “A evolução dos preços de bens e de serviços nas crises econômicas”, apresentado no Relatório de Inflação publicado em junho de 2009.

5/ A média do fator sazonal foi calculada como $\left\{ \sum_{a=2004}^{2010} \left[\left(\frac{\pi_{t,a}}{100} + 1 \right) / \left(\frac{\pi_a}{100} + 1 \right)^{1/12} \right] \right\} \frac{100}{7}$, onde é $\pi_{t,a}$ a variação percentual no mês t do ano a; e π_a

é a variação percentual acumulada do ano a. Resultados inferiores a 100 significam sazonalidade negativa e resultados superiores a 100 significam sazonalidade positiva para o mês.

à educação, conforme o Gráfico 4, enquanto as maiores contribuições relativas dos demais serviços costumam incidir de maio a setembro.

A Tabela 1 apresenta as variações anuais médias dos preços de serviços por subgrupo, para cada uma das regiões metropolitanas consideradas na construção do IPCA. No Brasil, as despesas com serviços educacionais e com os demais serviços registraram aumentos anuais médios respectivos de 6,65% e 6,41% de março de 2004 a fevereiro de 2011, enquanto a variação média anual do “IPCA exclusive serviços” atingiu 5,06%. Ressalte-se que os gastos com empregado doméstico registraram o crescimento médio anual mais elevado no período, 10%, exercendo, em média, contribuição de 21% para a variação dos preços do grupo de serviços. Adicionalmente, ocorreram elevações médias importantes nos itens manutenção de automóveis, 6,89%; cuidados pessoais, 6,88%; condomínio, 6,27%; lazer, 6,22%; e saúde, 6,08%.

Tabela 1 – Subgrupos de IPCA serviços por região

Região ^{1/}	Variação média anual – Mar/2004 a Fev/2011 (% a.a.)											
	Brasil	BRA	GOI	RMB	RMBH	RMC	RMF	RMPA	RMR	RMRJ	RMS	RMSP
IPCA – Serviços	6,45	7,10	6,85	6,69	7,71	7,28	6,92	6,59	6,71	5,94	7,04	5,80
Subgrupo relativo à educação	6,65	7,04	6,43	6,43	6,41	6,97	7,77	6,66	7,90	6,79	7,27	6,26
Educação formal	6,57	6,64	6,06	6,33	6,46	6,99	8,04	6,55	8,01	6,68	7,23	6,14
Educação outros	6,93	8,86	9,25	6,33	6,21	6,88	4,78	7,17	7,20	6,37	7,25	6,78
Subgrupo serviços-demaís	6,41	7,14	7,02	6,77	8,09	7,39	6,62	6,57	6,31	5,76	6,94	5,72
Aluguel residencial	5,03	6,71	4,51	5,57	7,34	6,64	6,06	3,73	4,22	3,62	4,65	5,03
Condomínio	6,27	8,38	6,91	7,09	7,77	7,34	5,41	7,15	8,20	8,41	8,13	3,67
Cons. man. residencial	3,22	3,31	4,11	4,98	3,35	3,77	2,48	3,06	4,02	2,81	1,10	3,36
Cuidados pessoais	6,88	8,17	8,62	8,59	8,33	7,09	7,40	6,81	7,11	5,64	8,26	5,88
Empregado doméstico	10,00	9,88	9,88	9,88	11,37	9,88	9,89	9,86	9,75	9,02	10,99	9,96
Lazer	6,22	5,70	5,63	4,59	9,00	7,14	4,57	6,32	8,00	4,50	5,35	5,73
Manutenção automóveis	6,89	5,48	7,76	2,23	6,88	8,64	6,87	8,04	2,52	6,50	5,75	7,47
Mão de obra ^{2/}	7,87	7,56	7,56	7,56	10,89	7,56	7,56	7,46	5,07	6,57	8,33	7,86
Saúde	6,08	6,72	7,19	6,42	6,37	6,36	6,00	5,20	4,88	6,34	6,48	6,03
Serviço bancário	2,06	1,42	1,06	0,82	2,08	1,17	1,43	1,48	2,06	2,41	2,17	1,14
Transporte	5,05	4,20	7,32	10,63	7,34	7,44	0,54	6,93	4,77	2,29	10,59	4,09
Outros	3,63	4,76	5,72	4,60	2,42	5,46	3,26	3,90	1,09	2,32	4,20	3,28

Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.

1/ BRA (Brasília), GOI (Goiânia), RMB (RM Belém), RMBH (RM Belo Horizonte), RMC (RM Curitiba), RMF (RM Fortaleza), RMPA (RM Porto Alegre), RMR (RM Recife), RMRJ (RM Rio de Janeiro), RMS (RM Salvador), RMSP (RM São Paulo).

2/ As estatísticas para “mão de obra” foram calculadas considerando o período inicial de jul/2006, quando o subgrupo passou a existir.

A inflação de serviços foi superior às dos respectivos índices gerais em todas as regiões pesquisadas, conforme a Tabela 2. O comportamento

dos preços mostrou-se regionalmente heterogêneo e a mudança de preços relativos foi menor nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Belém, e mais relevante em Curitiba, Brasília, Fortaleza e Salvador.

Tabela 2 – IPCA regional, serviços e ex-serviços

Região	Variação média anual – Mar/2004 a Fev/2011 (% a.a.)			
	IPCA	IPCA		Preços relativos ^{1/}
		Serviços	Ex-serviços	
RM Curitiba	5,14	7,28	4,52	2,64
Brasília	5,33	7,10	4,73	2,27
RM Fortaleza	5,05	6,92	4,69	2,13
RM Salvador	5,22	7,04	4,86	2,08
Goiânia	5,20	6,85	4,76	2,00
RM Belo Horizonte	6,06	7,71	5,69	1,91
RM Porto Alegre	5,21	6,59	4,86	1,66
RM Recife	5,40	6,71	5,21	1,43
Brasil	5,32	6,45	5,06	1,32
RM Belém	5,87	6,69	5,75	0,89
RM Rio de Janeiro	5,26	5,94	5,13	0,77
RM São Paulo	5,16	5,80	5,04	0,73

Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.

1/ Razão entre o fator geométrico correspondente à variação média anual do conjunto dos preços de serviços e o correspondente à variação média anual do conjunto dos demais preços componentes do IPCA.

A inflação média de serviços foi mais elevada em Belo Horizonte, 7,71%, com ênfase nas taxas associadas aos itens empregado doméstico, 11,37%; lazer, 9%; e cuidados pessoais, 8,33%. Os gastos com educação registraram elevações anuais médias mais expressivas nas regiões metropolitanas de Recife, 7,9%; Fortaleza, 7,77%; e Salvador, 7,27%. Apenas São Paulo e Rio de Janeiro registraram variações médias de preços de serviços inferiores à média nacional.

As divergências nos movimentos dos preços em cada região podem ser decompostas, primordialmente, em efeito-preço⁶ e efeito-peso. O primeiro compreende as distinções nas variações de preços de um mesmo serviço, devidas às especificidades locais e às restrições à mobilidade de fatores. O efeito-peso corresponde à parcela dos diferenciais entre as taxas regionais de inflação decorrente da participação relativa dos diversos serviços na composição da cesta do índice em cada região.

Centrando na inflação de serviços, partindo das variações dos subgrupos e adotando o índice nacional⁷ como referência, foram realizadas estimativas da decomposição do diferencial entre as variações de preços de serviços de cada região e do país em efeito-peso e efeito-preço, conforme a Tabela 3. A importância do efeito-preço suplantou a do efeito-peso, i.e., superou 50% em módulo, em sete das onze regiões pesquisadas, inclusive nas quatro que registraram as maiores inflações de serviços no período (Belo Horizonte, Curitiba, Brasília e Salvador) e nas duas que assinalaram as menores taxas (São Paulo e Rio de Janeiro). Esse resultado aponta para comportamentos regionalmente distintos entre preços de serviços similares como os principais elementos dos diferenciais espaciais do IPCA de serviços. Somente em Salvador os dois efeitos caminharam em sentido inverso.

6/ Veja o estudo Diferenças entre os IPCAs Regionais em 2007, apresentado no Boletim Regional do Banco Central do Brasil publicado em abril de 2008.

7/ Observe-se que, posto que o índice nacional consiste na média ponderada dos índices regionais, os diferenciais entre as taxas das regiões e do país tendem, em princípio, a ser reduzidos nas regiões com maior peso no índice nacional.

Tabela 3 – Contribuição relativa (estimada) do efeito-peso e do efeito-preço para o diferencial entre as variações regionais e a variação nacional do IPCA serviços

Região	Variação média anual	Mar/2004 a Fev/2011		
		Diferença (p.p.)	Efeito-peso (%) ^{1/}	Efeito-preço (%) ^{1/}
Brasil	6,45			
RM Belo Horizonte	7,71	1,26	12,1	87,9
RM Curitiba	7,28	0,84	6,7	93,3
Brasília	7,10	0,66	26,4	73,6
RM Salvador	7,04	0,60	-3,4	103,4
RM Fortaleza	6,92	0,48	93,4	6,6
Goiânia	6,85	0,40	6,8	93,2
RM Recife	6,71	0,26	93,4	6,6
RM Belém	6,69	0,25	95,8	4,2
RM Porto Alegre	6,59	0,15	86,6	13,4
RM Rio de Janeiro	5,94	-0,50	-5,9	-94,1
RM São Paulo	5,80	-0,65	-34,1	-65,9

Fonte: IBGE, elaboração Banco Central.

1/ Contribuição relativa estimada do efeito-peso e do efeito-preço para o diferencial entre as taxas de variação regionais e nacional do IPCA Serviços.

Em síntese, a inflação média dos serviços, relativa ao período março de 2004 a fevereiro de 2011, superou a variação do IPCA em todas as regiões pesquisadas. Esse desempenho ocorreu de forma heterogênea, registrando-se variações mais acentuadas em Belo Horizonte, Curitiba e Brasília, e menos relevantes em São Paulo e no Rio de Janeiro. Os comportamentos regionalmente distintos entre preços de serviços similares (efeito-preço) responderam pela maior parcela dos diferenciais espaciais no IPCA de serviços.

Índices de Preços de Imóveis: metodologia e aplicação à economia brasileira

Os impactos da expansão recente da economia brasileira sobre a demanda por imóveis no país e sobre a trajetória dos preços praticados no mercado imobiliário interno vêm estimulando o interesse por indicadores de preços de imóveis no Brasil. Nesse cenário este box discute aspectos metodológicos do cálculo de índices de preços de imóveis e apresenta alguns indicadores produzidos recentemente no Brasil.

É importante ressaltar que a construção de tais índices deve considerar aspectos inerentes a esses bens. Nesse sentido, as características estruturais próprias e localização única dos imóveis constituem um problema de homogeneidade. Adicionalmente, são evidentes as restrições impostas a esses índices pela esporadicidade com que as transações envolvendo imóveis ocorrem e pela disponibilidade de dados que permitam identificar o valor da transação.

De acordo com a *Statistical Office of the European Communities* (Eurostat) (2011), existem quatro métodos para cálculo de índices de preços de imóveis: estratificação, venda repetida, avaliação, e regressão hedônica. Naturalmente, cada método incorpora vantagens relativas e a escolha do mais apropriado dependerá do propósito do índice e da disponibilidade de dados.

O índice de vendas repetidas é calculado apenas com imóveis que são vendidos ao menos pela segunda vez, comparando a variação dos preços de venda, mas apresenta três desvantagens principais. O método não considera alterações na qualidade do imóvel, decorrente de reformas, e, portanto, mesmo comparando o preço do mesmo imóvel é possível que o índice reflita mudanças na característica do

bem e não apenas variações nos preços. Além disso, o método descarta todos os imóveis vendidos pela primeira vez. Finalmente, índice pode carregar viés relevante, caso os imóveis transacionados mais frequentemente não sejam amostra representativa da totalidade de imóveis sobre a qual recai o interesse do indicador.

O método de avaliação, ao considerar as cotações de mercado dos imóveis, possibilita a utilização de todos os imóveis da amostra, e não apenas daqueles vendidos mais de uma vez, e seus resultados podem ser revistos sempre que novas informações forem incorporadas. Embora esse método amplie a amostra utilizada, sua qualidade depende do rigor das avaliações e segue evidenciando a incapacidade de captar mudanças na qualidade do imóvel.

O método de estratificação divide a amostra em estratos segundo critérios observáveis, como região geográfica, número de cômodos ou dormitórios, idade do imóvel entre outros. A partir dessa divisão, são calculadas medidas de preços (geralmente média ou mediana) que, ponderadas, proporcionam a obtenção de um indicador agregado. Caso a estratificação incorpore características relevantes, o método permite identificar a maior parte das mudanças na qualidade dos imóveis ao longo do tempo, constituindo um índice aceitável. Outra vantagem do índice é a facilidade de sua aplicação, enquanto, em sentido oposto, a estratificação restrita pode gerar amostras pequenas ou até mesmo a ausência de observações em alguns estratos.

O método de regressão hedônica requer dados relativos aos preços dos imóveis e informações sobre seus atributos, utilizando, a partir dessa base, técnicas estatísticas de regressão. Tomam-se os preços como variáveis dependentes e os atributos e *dummies* (variáveis binárias) de período como variáveis explicativas. A partir dessas *dummies* pode-se calcular um índice de preços em que a qualidade do imóvel (que obviamente depende de quais outros regressores estão inclusos no modelo) se mantém constante¹.

1/ Mais detalhes técnicos, inclusive alternativas ao método de regressão hedônica com *dummies* para a obtenção de um índice de preços, podem ser obtidos em Eurostat (2011). Uma observação feita nesse *Handbook* é que uma combinação entre este método e do estratificação pode ser uma estratégia ótima caso existam dados para diversos atributos. Um exemplo para preços de apartamentos é utilizar um modelo hedônico para cada quantidade de dormitórios disponíveis e agregar estes índices pelo método de estratificação.

Embora esse método seja, provavelmente, o mais eficiente, apresenta necessidade de informações sobre atributos, dificuldade de reprodução e, dependendo das especificações técnicas escolhidas, restrições para a revisão dos resultados.

Enquanto em diversas economias, em especial nas maduras, existem séries representativas de índices de preços de imóveis, sua construção no Brasil encontra-se em um momento inicial, estimulada pelas trajetórias da construção civil e do crédito imobiliário. Os principais índices dessa natureza no país são os indicadores elaborados pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) e pela Fundação Getulio Vargas (FGV), ambos divulgados em fevereiro deste ano.

O Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados (Índice FipeZap) se baseia em preços de oferta de apartamentos. Sua base dados é o cadastro da Zap, empresa privada especializada em anúncios classificados, e seu método de cálculo é o de estratificação, que engloba o local (região do município) do apartamento e o respectivo número de quartos. Em cada estrato, calcula-se a mediana dos preços (em R\$/m²) das observações (anúncios de oferta). Em cada cidade, o índice (designado regional) corresponde à média ponderada das medianas dos preços dos respectivos estratos. A variável de ponderação utilizada é a renda familiar agregada, por estrato, segundo dados do Censo Demográfico de 2000, o que fornece um índice de preços para o estoque dos apartamentos.

A Fipe utiliza o mesmo critério de ponderação para o cálculo de índices referentes a cada classe de número de quartos, bem como do Índice FipeZap Composto, o agregado nacional a partir de sete regiões metropolitanas². As principais qualidades do índice são a amplitude da base de dados, que superou cem mil observações por mês em dezembro passado, possibilitando volume suficiente de informação em cada estrato, e sua tempestividade – o indicador é divulgado cerca de uma semana após o encerramento do mês de referência. Uma desvantagem do índice é a utilização do preço de oferta e não o preço transacionado, ressaltando-se que, caso essa relação

2/ São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Distrito Federal, Recife, Fortaleza e Salvador.

Gráfico 1 – Índice FipeZap^{1/}
Regiões selecionadas

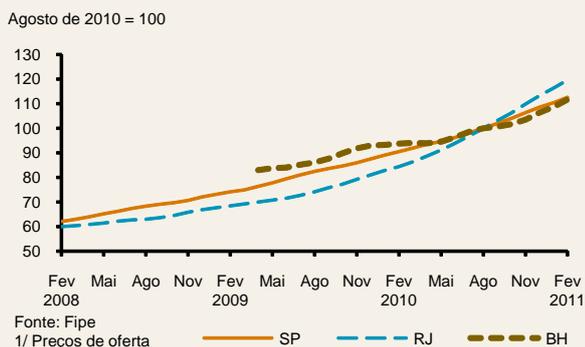


Gráfico 2 – Índice FipeZap por número de dormitórios^{1/}

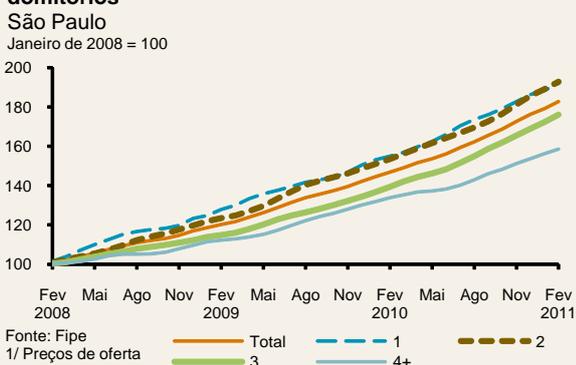


Gráfico 3 – Índice FipeZap por número de dormitórios^{1/}

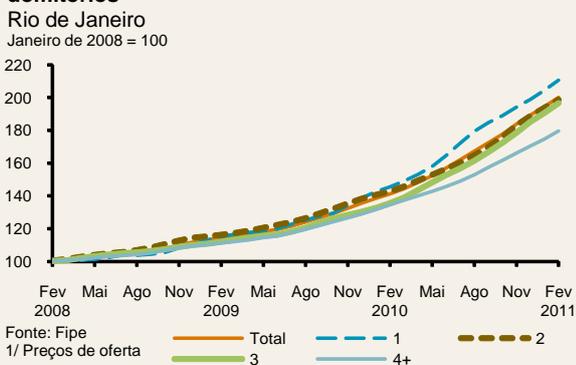
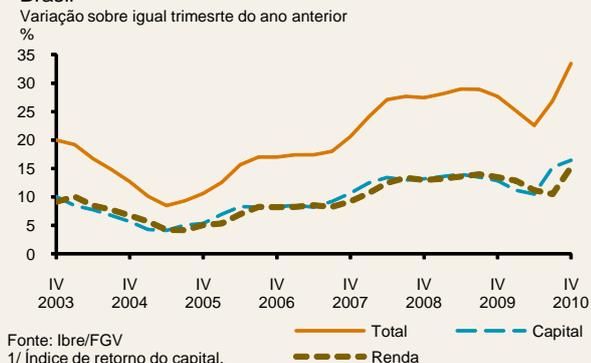


Gráfico 4 – IGMI-C total e componentes^{1/}
Brasil



seja relativamente constante, tal deficiência deixa de ser relevante para análises de evolução relativa dos preços de imóveis.

Os primeiros resultados apresentados pela Fipe respaldam a percepção de que houve significativa elevação de preços de imóveis no país. Os índices referentes ao Rio de Janeiro e a São Paulo apresentaram aumentos respectivos de 99,3% e 81,3% no período de 36 meses encerrado em fevereiro de 2011, enquanto o índice referente a Belo Horizonte aumentou 29,7% no período de 18 meses finalizado no mesmo mês, conforme o Gráfico 1. No mesmo gráfico está evidente, ainda, a aceleração recente da taxa de crescimento dos preços dos imóveis no Rio de Janeiro *vis-à-vis* as outras duas capitais.

Ressalte-se que os preços dos apartamentos de um e de dois quartos se elevaram mais acentuadamente que os relativos às unidades de três e quatro ou mais dormitórios. Em São Paulo, o maior mercado analisado, os índices referentes aos apartamentos de um e de dois quartos aumentaram 89,2% e 91,1%, respectivamente, no período de 36 meses encerrado em fevereiro de 2011, enquanto os preços dos imóveis de três e de quatro quartos registraram expansões respectivas 75,4% e 58% (Gráfico 2). Esse comportamento se reproduziu no Rio de Janeiro (Gráfico 3).

O Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial (IGMI-C) da FGV se constitui em indicador de rentabilidade do negócio imobiliário, apresentado em dois componentes – retorno da renda e do capital –, além da forma agregada. O primeiro corresponde à razão entre a receita operacional líquida (total de receitas do empreendimento menos despesas operacionais) e o valor avaliado do empreendimento. O retorno do capital é definido como a razão entre a valorização do imóvel e sua avaliação no período anterior. O retorno total é simplesmente a soma dos anteriores. As informações básicas consolidadas no IGMI-C são obtidas de empresas ligadas ao setor imobiliário, como investidores institucionais, incorporadores, entidades de classe, consultores, administradores e gestores de carteiras imobiliárias. A periodicidade da série, que pôde ser retroagida ao primeiro trimestre de 2000, é trimestral. No último trimestre de 2010 a amostra englobava 190 imóveis

individuais, em sua maioria de escritórios comerciais concentrados em São Paulo (37%) e no Rio de Janeiro (26%). A evolução do indicador é apresentada no Gráfico 4 e evidencia aumento relevante no último trimestre, quando o retorno total em relação ao período correspondente de 2009 atingiu 33,5%, maior variação da série.

De maneira geral, é possível afirmar, com as ressalvas mencionadas, que os índices de preços de imóveis corroboram a percepção em relação ao aquecimento do mercado imobiliário do país. Vale ressaltar que a trajetória dos indicadores respeita relativa limitação decorrente do reduzido número de observações incorporadas, dificultando distinguir movimentos relacionados ao ciclo de negócios daqueles de caráter tendencial.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2010		2011		3	12
	Nov	Dez	Jan	Fev		
Total	1 678,7	1 705,8	1 715,4	1 738,1	3,5	21,0
Recursos livres	1 100,9	1 116,0	1 119,8	1 135,5	3,1	17,8
Direcionados	577,8	589,8	595,5	602,6	4,3	27,5

Participação %:				
Total/PIB	46,0	46,4	46,3	46,5
Rec. livres/PIB	30,2	30,4	30,2	30,4
Rec. direc./PIB	15,8	16,0	16,1	16,1

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

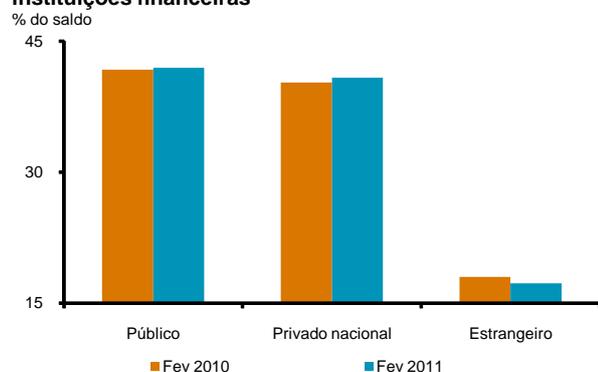
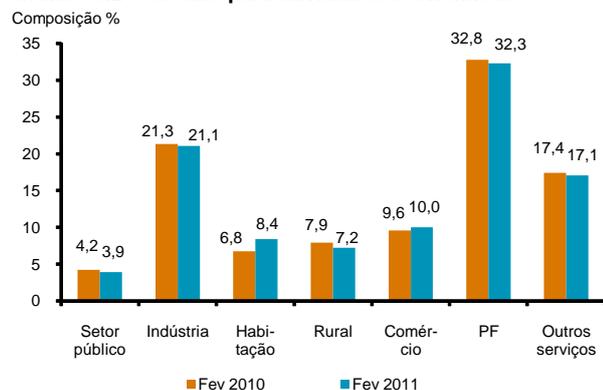


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

A evolução do crédito no trimestre encerrado em fevereiro foi condicionada, principalmente por fatores sazonais e pelos efeitos das medidas macroprudenciais implementadas em dezembro. No segmento de pessoas jurídicas, prevaleceu o aspecto sazonal, expresso em expansão da demanda por crédito nos últimos meses de 2010 e posterior arrefecimento em janeiro e fevereiro. No segmento de pessoas físicas, o aumento nas taxas de juros incidentes sobre as contratações de prazos mais longos resultou em contenção significativa das concessões a partir de dezembro, notadamente nos financiamentos de veículos e no crédito consignado.

O volume total dos empréstimos bancários, compreendidas operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.738 bilhões em fevereiro, elevando-se 3,5% no trimestre e 21% em doze meses. A representatividade das instituições privadas nacionais no total da carteira do sistema financeiro aumentou 0,2 p.p., para 40,8%, no trimestre, enquanto as relativas aos bancos públicos e às instituições estrangeiras atingiram 41,9% e 17,3%, respectivamente. A relação crédito/PIB atingiu 46,5%, ante 46% em novembro e 44,1% em fevereiro de 2010.

O crédito ao setor privado totalizou R\$1.670 bilhões em fevereiro, aumentando 3,6% no trimestre e 21,4% em doze meses. O resultado trimestral refletiu, em parte, as elevações dos empréstimos nos segmentos comércio, 3%, sobressaindo concessões para lojas de departamentos e supermercados; outros serviços, 2,9%, com destaque para os ramos transportes, imóveis e comunicações; e indústria, 1,8%, com ênfase na demanda dos setores automotivo, alimentício e de energia. O crédito habitacional, incluindo financiamentos com recursos livres e direcionados, totalizou R\$146,4 bilhões em fevereiro, elevando-se 9,6% no trimestre e 50,9% em doze meses.

O crédito ao setor público somou R\$68,2 bilhões em fevereiro, aumentando 1,7% em relação a novembro e 12,3% em doze meses, ressaltando-se as variações respectivas de 5,4% e 29,6% na dívida bancária dos governos estaduais e municipais, com ênfase nos recursos destinados a administração direta estadual e a projetos de saneamento básico.

O volume total de provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiu R\$96 bilhões em fevereiro, passando a representar 5,5% da carteira total de crédito do sistema financeiro, ante 5,8% em novembro. As provisões recuaram 1,8% no trimestre, evolução consistente com o decréscimo de 0,1 p.p. registrado, no período, na taxa de inadimplência do sistema financeiro, que totalizou 3,2%.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010		2011		Variação %	
	Nov	Dec	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	577,8	589,8	595,5	602,6	4,3	27,5
BNDES	353,3	357,8	359,9	363,0	2,8	25,4
Direto	178,0	178,0	178,1	179,7	1,0	13,0
Repasses	175,3	179,8	181,8	183,3	4,6	40,5
Rural	85,0	86,8	87,1	87,5	3,0	9,4
Bancos e agências	80,1	81,9	81,9	82,5	3,1	8,8
Cooperativas	4,9	4,9	5,1	5,0	1,8	20,7
Habituação	126,6	131,4	134,8	138,1	9,1	49,6
Outros	12,9	13,8	13,8	13,9	7,7	27,5

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-fev		Variação %
	2010	2011	
Total	16 017	17 180	7,3
Indústria	5 313	5 466	2,9
Extrativa	156	745	377,6
Produtos alimentícios	2 041	1 389	-31,9
Veículo, reboque e carroceria	372	370	-0,5
Coque, petróleo e combustível	221	363	64,3
Produtos químicos	182	274	50,5
Equipamentos de transportes	163	130	-20,2
Comércio/serviços	9 017	10 205	13,2
Transporte terrestre	4 035	4 319	7,0
Eletricidade e gás	1 012	1 725	70,5
Comércio	1 590	1 539	-3,2
Atividades auxiliares de transportes	343	470	37,0
Construção	830	860	3,6
Telecomunicações	69	53	-23,1
Agropecuária	1 686	1 510	-10,4

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

O crédito direcionado registrou, em fevereiro, aumentos de 4,3% no trimestre e de 27,5% em doze meses, atingindo R\$602,6 bilhões. As operações do BNDES totalizaram R\$363 bilhões, destacando-se os repasses de R\$183,3 bilhões realizados por outras instituições financeiras, com expansões respectivas de 4,6% e 40,5%. Os financiamentos habitacionais com recursos provenientes dos depósitos de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) somaram R\$138,1 bilhões, com altas de 9,1% e 49,6%, respectivamente, e a carteira de crédito rural, excluídas as operações contratadas com o BNDES, totalizou R\$87,5 bilhões, elevando-se, na ordem, 3% e 9,4%.

Os desembolsos realizados pelo BNDES no primeiro bimestre de 2011 aumentaram 7,3% comparativamente ao mesmo período do ano anterior, somando R\$17,2 bilhões. As concessões para o segmento de comércio e serviços elevaram-se 13,2%, com ênfase para os setores de eletricidade e gás e transporte terrestre, enquanto as liberações para a indústria expandiram-se 2,9%. As contratações realizadas por micro, pequenas e médias empresas cresceram 17,7%.

Operações de crédito com recursos livres

O estoque de crédito com recursos livres atingiu R\$1.136 bilhões em fevereiro, 65,3% do total do sistema financeiro, aumentando 3,1% no trimestre e 17,8%, em doze meses. Os empréstimos a pessoas físicas somaram

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010		2011		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	1 100,9	1 116,0	1 119,8	1 135,5	3,1	17,8
Pessoa jurídica	551,7	556,0	554,2	562,4	1,9	15,9
Referencial ^{1/}	458,6	462,7	462,0	470,8	2,7	17,1
Rec. domésticos	406,3	413,9	411,4	419,0	3,1	21,1
Rec. externos	52,3	48,9	50,6	51,8	-1,0	-7,7
Leasing ^{2/}	41,7	41,3	40,5	39,5	-5,4	-17,9
Rural ^{2/}	3,2	3,1	3,1	3,2	0,1	-18,2
Outros ^{2/}	48,1	48,9	48,5	48,9	1,6	57,1
Pessoa física	549,3	560,0	565,7	573,1	4,3	19,8
Referencial ^{1/}	413,6	417,3	428,1	437,0	5,7	30,0
Cooperativas	24,8	25,3	25,7	26,1	5,5	19,9
Leasing	46,4	45,6	43,9	41,8	-9,9	-32,1
Outros	64,5	71,8	68,0	68,2	5,7	15,7

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular nº 2.957, de 30 de dezembro de 1999.

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

R\$573,1 bilhões, elevando-se 4,3% e 19,8%, respectivamente, enquanto os contratados no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$562,4 bilhões, aumentando 1,9% e 15,9%, nas bases de comparação mencionadas.

O desempenho das operações de crédito com recursos livres registrou, no segmento de pessoas jurídicas, intensificação das concessões em dezembro, que, refletindo a sazonalidade do período e posterior arrefecimento em janeiro e fevereiro, recuaram 9,9% no trimestre. Ressalte-se, em dezembro, a retomada dos Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC) condicionada, principalmente, pela retração da oferta de outras linhas de créditos destinada à atividade exportadora.

No âmbito das pessoas físicas, os financiamentos para aquisição de veículos refletiram, de forma mais acentuada, os impactos das medidas macroprudenciais sobre as condições para financiamentos com prazos superiores a 24 meses. As contratações estabilizaram-se em dezembro, quando usualmente aumentam as vendas de veículos, registrando recuo expressivo em janeiro e recuperação parcial em fevereiro, situando-se, nesse mês, 25,7% abaixo das contratações observadas em novembro, antes da adoção das medidas. No conjunto, as concessões relativas ao crédito referencial, que engloba operações a pessoas físicas e jurídicas, apresentaram recuo de 8,9% no trimestre encerrado em fevereiro.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

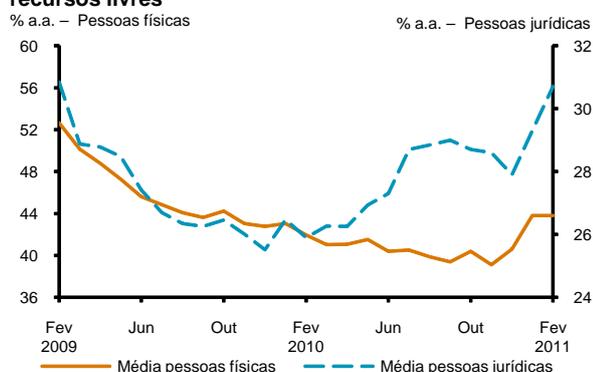
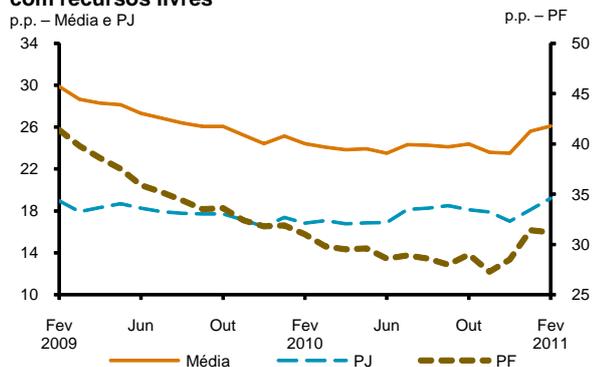


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

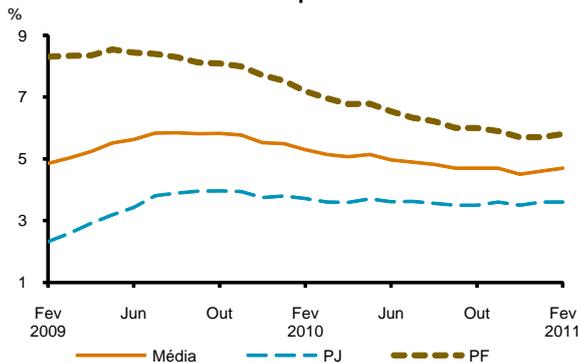


Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 38,1% a.a. em fevereiro, aumentando 3,3 p.p. no trimestre e 3,7 p.p. em doze meses. O comportamento trimestral refletiu, em especial, o impacto dos aumentos dos recolhimentos compulsórios e do requerimento de capital em operações de longo prazo com pessoas físicas, e a elevação da meta para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em janeiro. O *spread* bancário atingiu 26,1 p.p., aumentando 2,5 p.p. no trimestre e 1,7 p.p. em doze meses.

A taxa de juros média situou-se em 43,8% no segmento de pessoas físicas, com elevações de 4,7 p.p. no trimestre e de 1,8 p.p. em doze meses, ressaltando-se os aumentos trimestrais nas modalidades crédito pessoal, 6 p.p., e aquisição de veículos, 4,5 p.p., respectivamente. A taxa média relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 30,7%, elevando-se 2,1 p.p. no trimestre e 4,8 p.p. em doze meses.

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



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

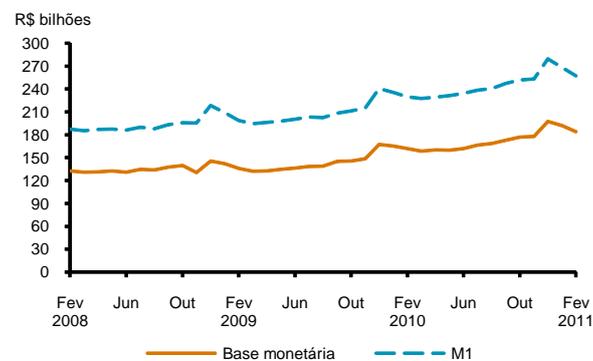
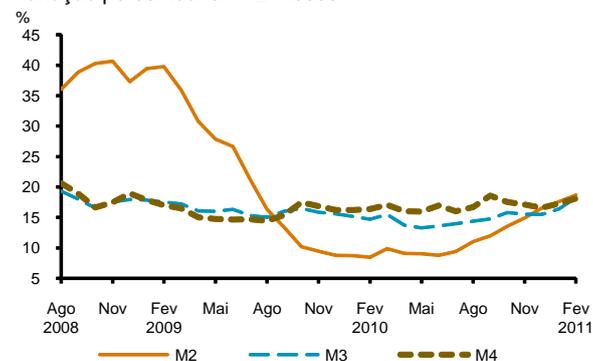


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses



A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 4,7% em fevereiro, com estabilidade no trimestre e recuo de 0,6 p.p. em doze meses. O resultado trimestral refletiu a retração de 0,1 p.p. no segmento de pessoas físicas e a estabilidade no de pessoas jurídicas, 0,1 p.p.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 472 dias em fevereiro, aumentando quatro dias no trimestre e 32 dias em doze meses. Os indicadores relativos às operações com pessoas físicas e pessoas jurídicas apresentaram, respectivamente elevação de treze dias e queda de sete dias, situando-se em 563 e 388 dias. Ressalte-se que, ao elevar a exigência de capital para empréstimos com prazos mais longos a pessoas físicas, as medidas implementadas em dezembro deverão se traduzir, nos próximos meses, em redução gradual do prazo médio da carteira.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$257,2 bilhões em fevereiro, elevando-se 1,6% no trimestre e 11,9% em doze meses. Os saldos médios do papel-moeda em poder do público e dos depósitos a vista registraram, no trimestre, aumento de 3,7% e estabilidade, respectivamente. No ano, foram registradas expansões de 12,9% e 11,2%. A base monetária registrou saldo médio de R\$183,9 bilhões, com crescimentos de 3,4% e 13,6%, nas mesmas bases de comparação.

No final de fevereiro, a base monetária totalizou R\$185,6 bilhões, salientando-se que a expansão trimestral de R\$7,1 bilhões refletiu, principalmente, as compras líquidas de R\$22 bilhões de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio e o impacto contracionista de R\$24,8 bilhões das operações do Tesouro Nacional. A variação nos recolhimentos compulsórios, refletindo as elevações das alíquotas sobre recursos a prazo e da exigibilidade adicional sobre recursos à vista e a prazo, totalizaram R\$73,3 bilhões, e as operações com títulos públicos federais, R\$70 bilhões.

Os meios de pagamento no conceito M2 aumentaram 4,9% no trimestre e 18,7% em doze meses, totalizando R\$1,4 trilhão. O M3 somou R\$2,6 trilhões, elevando-se 4,3% no trimestre e 18,3% em doze meses, e o agregado M4 totalizou R\$3,1 trilhões, com expansões respectivas de 3,6% e de 18,1%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Gráfico 3.9 – Taxas de juros

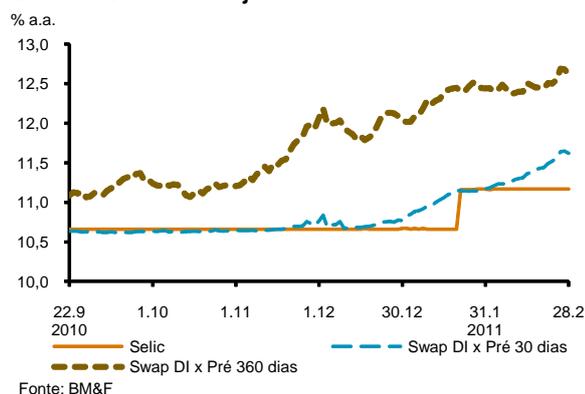


Gráfico 3.10 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

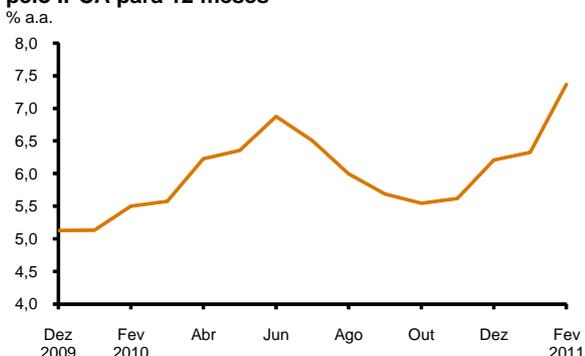
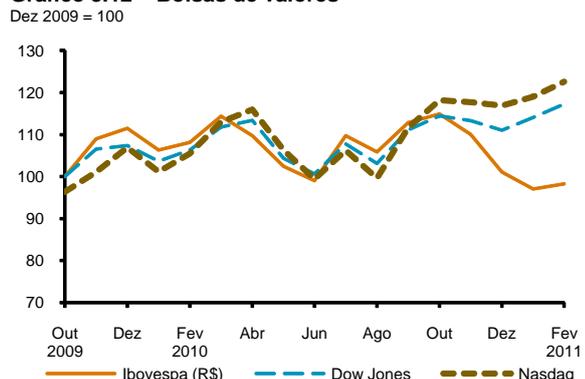


Gráfico 3.11 – Ibovespa



Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



A curva de taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré, evidenciando as expectativas em relação à evolução da taxa básica de juros e as elevações dos prêmios de risco, registrou aumento de inclinação em todos os vértices ao longo do trimestre. Os contratos de *swap* DI x pré de 360 dias registraram alta de 68 p.b. no trimestre, atingindo 12,62% a.a. em fevereiro.

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 28 de fevereiro, atingiu 7,4% a.a., ante 5,6% a.a. em novembro, com ênfase na variação de 0,96 p.b., para 12,5% a.a., na expectativa relativa à taxa Selic para os próximos doze meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) descreveu trajetória ascendente até dezembro e apresentou acentuada volatilidade em fevereiro, encerrando o trimestre em 67.383 pontos. O valor de mercado das empresas listadas no índice e o volume médio diário transacionado cresceram, na ordem, 3,8% e 15,4%, no período. Avaliado em dólares, o Ibovespa avançou 2,8% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq aumentaram 11,1% e 11,4%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$5 bilhões nos dois primeiros meses de 2011, comparativamente a R\$2,9 bilhões em igual período de 2010.

3.3 Política fiscal

O Poder Executivo adotou medidas para viabilizar a redução de R\$50,1 bilhões nos gastos aprovados pelo Congresso Nacional para 2011, decisão estimulada, em parte, pela redução de R\$19,1 bilhões na estimativa para a receita primária total, em relação à previsão contida na Lei Orçamentária Anual (LOA) 2011. Ressalte-se que a projeção relativa às receitas administradas pela receita federal, exceto as contribuições previdenciárias, recuou R\$22,3 bilhões, e a referente às receitas não administradas aumentou R\$3,2 bilhões.

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ milhões – Acumulado até fevereiro



Fonte: CVM

A redução das despesas prevista no âmbito dos gastos de natureza obrigatória alcança R\$15,8 bilhões, e a dos discricionários, R\$32,7 bilhões, registrando-se, ainda, elevação de R\$3,5 bilhões nos créditos extraordinários e redução de R\$1,6 bilhão em outros gastos. Em relação às despesas obrigatórias, ressaltam-se as contenções nas rubricas subsídios e subvenções econômicas, R\$8,9 bilhões; pessoal e encargos sociais, R\$3,5 bilhões; e abono e seguro desemprego, R\$3 bilhões. Quanto às despesas discricionárias, os ajustes mais acentuados ocorreram no Ministério das Cidades, R\$8,6 bilhões; Ministério da Defesa, R\$4,4 bilhões; Ministério do Turismo, R\$3,1 bilhões; Ministério da Educação, R\$3,1 bilhões; Ministério dos Transportes, R\$2,4 bilhões; e no Ministério da Integração Nacional, R\$1,8 bilhão.

É importante mencionar que as novas estimativas consideram a consecução da meta integral de R\$81,8 bilhões estipulada para o superávit primário do governo central em 2011, desconsiderados os investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) passíveis de abatimento.

O Congresso Nacional aprovou, em fevereiro, as regras para correção do salário mínimo até 2015. O impacto, nas contas da União em 2011, do aumento anual de 6,9% no salário mínimo, deve totalizar R\$9,95 bilhões, incluída a correção vigente em janeiro e fevereiro.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2010

O superávit primário do setor público consolidado somou R\$101,7 bilhões em 2010, representando 2,79% do PIB, ante 2,03% do PIB no ano anterior. Esse desempenho refletiu o aumento dos superávits do Governo Central e das empresas estatais, contrabalançados, em parte, pela redução do resultado dos governos regionais. Descontados os investimentos do PAC, 0,6% do PIB, a meta de superávit ajustada para ano, de 2,5% do PIB, foi cumprida. A meta para 2011 foi fixada, pela primeira vez, em valores correntes, R\$117,9 bilhões.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$705,3 bilhões, registrando crescimento anual de 26,3% (1,83 p.p. do PIB). Essa expansão refletiu a recuperação da atividade econômica e o recolhimento de R\$74,8 bilhões, pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), referente à cessão

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

Segmento	2009		2010		Jan 2011 ^{1/}	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,2	-79,0	-2,1
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-22,4	-0,6
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-1,9	-0,1
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-103,4	-2,8

1/ Acumulado em doze meses até janeiro.

Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público

A evolução do perfil de endividamento público nos últimos anos reflete, em grande parte, o aumento da participação de títulos pré-fixados e vinculados a índices de preços, bem como de empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de ativos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e das reservas internacionais. Este boxe busca analisar os principais fatores determinantes da evolução do custo médio da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

Tabela 1 – Selic, juros nominais e taxa implícita da DLSP

Período	Selic	Juros nominais (% PIB)	Taxa implícita			% a.a.
			Dívida líquida total	Créditos	Débitos	
2002	19,2	7,7	15,6	8,8	12,9	
2003	23,3	8,5	17,5	12,2	15,0	
2004	16,2	6,6	14,4	8,6	12,7	
2005	19,0	7,4	17,2	6,7	14,0	
2006	15,1	6,8	16,3	6,6	13,0	
2007	11,8	6,1	15,1	5,9	11,7	
2008	12,5	5,5	14,6	7,0	11,9	
2009	9,9	5,4	14,5	2,9	9,9	
2010	9,8	5,3	14,9	4,3	10,1	

A taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) recuou 13,5 p.p. de 2003 a 2010, enquanto a taxa implícita da DLSP decresceu 2,6 p.p., destacando-se a distinção entre as reduções nas taxas implícitas dos créditos, 7,9 p.p. e dos débitos, 4,9 p.p. Na mesma base de comparação, os juros nominais apropriados reduziram-se o equivalente a 3,2 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB). Conforme a Tabela 1, desde 2006 a taxa de juros implícita da DLSP supera a taxa Selic, evolução consistente com as alterações no perfil do endividamento mencionadas no parágrafo anterior.

A análise da composição da DLSP mostra que a parcela pré-fixada aumentou de 9,8%, ao final de 2003, para 41,8%, ao final de 2010. Esse crescimento, em cenário de redução da taxa básica de juros, contribuiu para que o ritmo de redução da taxa implícita dos juros nominais apropriados fosse menos acentuado do que o de recuo da Selic. Isso ocorre porque títulos pré-fixados carregam, até o vencimento, taxas fixadas na data da emissão. Ressalte-se, no entanto, que o crescimento dos títulos pré-fixados, entre outros benefícios, dá maior previsibilidade aos compromissos financeiros assumidos pelo governo, reduzindo a exposição ao risco de mercado.

Tabela 2 – Reservas internacionais

Conceito liquidez

Período	US\$ bilhões	R\$ bilhões	Taxa câmbio (R\$/US\$)
2002	37,8	133,6	3,53
2003	49,3	142,4	2,89
2004	52,9	140,5	2,65
2005	53,8	125,9	2,34
2006	85,8	183,5	2,14
2007	180,3	319,3	1,77
2008	193,8	452,7	2,34
2009	238,5	415,1	1,74
2010	288,6	480,6	1,67
2011-Jan	297,7	497,9	1,67

Tabela 3 – Relação DLSP/PIB

Impacto da Selic

Período	Taxa Selic (% aa) (A)	Elasticidade média Selic ^{1/} (B)	Custo Selic na relação DLSP/PIB ^{2/} (A*B)
2002 Set	17,9		
2003 Mai	26,3		
Varição	8,4	0,25	2,1
2008 Set	13,7		
2009 Jul	8,7		
Varição	-5,0	0,26	-1,3
Total			3,4

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1 p.p. mantido por um ano.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

Tabela 4 – Relação DLSP/PIB

Impacto do câmbio

Período	Tx câmbio R\$/US\$ (A)	Elasticidade média Tx câmbio ^{1/} (B)	Custo câmbio na relação DLSP/PIB ^{2/} (A*B)
2002 Jan	2,42		
Set	3,89		
Varição	61,1	0,22	13,5
2008 Ago	1,63		
2009 Fev	2,38		
Varição	45,5	-0,10	-4,7
Total			18,3

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1% na taxa de câmbio.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

Outro fator que também afasta a trajetória da taxa implícita da taxa Selic é a acumulação de certos ativos com finalidades não financeiras. Por exemplo, deve-se destacar o crescimento das reservas internacionais, de US\$49,3 bilhões, em 2003, para US\$288,6 bilhões, em 2010 (Tabela 2). A propósito, importa destacar que, na ausência de outros fatores que impactam a liquidez, o aumento das reservas implica a contratação em operações de mercado aberto a fim de neutralizar a expansão monetária dela decorrente.

A acumulação de reservas internacionais fez com que, ainda em 2006, a DLSP passasse a registrar posição liquidamente credora em moeda estrangeira, que, entre outros benefícios, introduziu graus de liberdade importantes para a condução da política econômica. Esse benefício, em particular, pode ser ilustrado, no âmbito fiscal, pelo impacto, na relação DLSP/PIB, das variações da taxa de câmbio e da taxa Selic durante dois períodos de *stress* financeiro: o primeiro, em 2002, quando o volume de reservas se mostrou inadequado, diante do quadro de incertezas quanto ao ambiente econômico; e o segundo, em 2008, com a eclosão da crise internacional, quando o estoque de reservas se mostrou mais em linha com as necessidades do país.

A taxa Selic, dado o colchão de liquidez internacional, recuou 5 p.p. de setembro de 2008 a julho de 2009¹. Por outro lado, de setembro de 2002 a maio de 2003, dado a excessiva vulnerabilidade externa, aumentou 8,4 p.p. Considerando as elasticidades da relação DLSP/PIB à taxa Selic nos dois períodos, o ganho estimado alcançou 3,4 p.p. do PIB no episódio recente. Adicionalmente, a depreciação cambial de 45,5%, de setembro de 2008 a fevereiro de 2009, determinou queda de 4,7 p.p. na DLSP/PIB, dada a posição líquida credora em dólar. Por outro lado, a depreciação cambial de 61,1% registrada de janeiro a setembro de 2002 elevou a relação DLSP/PIB em montante correspondente a 13,5 p.p. do PIB. As Tabelas 3 e 4 sumarizam os dados.

Em relação a ativos internos, os créditos vinculados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) passaram de 8,8% da DLSP em 2003 para 26,4%

1/ Considerando a taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

em 2010. Esses ativos se concentram nos recursos dos fundos constitucionais, nas aplicações do FAT e nos créditos constituídos junto às instituições financeiras federais. Esse crescimento ocorreu principalmente nos últimos anos, como consequência dos empréstimos do governo federal ao BNDES, mediante emissão de títulos públicos e criação de crédito correspondente para a União, sem impacto imediato sobre a DLSP e as necessidades de financiamento. Geram-se com essas operações ativo financeiro da União remunerado pela TJLP e passivo com custos associados à taxas de mercado. A Tabela 5 apresenta a evolução do volume dos principais ativos do setor público, onde se destacam os crescimentos recentes dos créditos juntos ao BNDES e os créditos externos líquidos do Banco Central.

Tabela 5 – Evolução dos principais ativos financeiros do setor público

Descrição	R\$ milhões									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Recursos do FAT	-75 840	-88 053	-102 559	-116 890	-130 807	-138 392	-153 635	-159 633	-169 517	
Instrumento híbrido de capital e dívida ^{1/}	0	0	0	0	-2 389	-7 504	-7 633	-15 550	-19 879	
Créditos junto ao BNDES	-11 808	-13 622	-17 773	-16 814	-9 953	-6 645	-35 454	-129 237	-236 723	
Aplicações do Gov. Federal (Fundos) ^{2/}	-42 014	-60 865	-50 305	-57 718	-54 457	-59 175	-66 250	-78 627	-100 984	
Créditos externos líquidos do Bacen	-59 141	-58 490	-73 080	-125 238	-183 111	-319 216	-483 110	-408 188	-473 588	
Aplicações dos Governos Estaduais	-21 620	-20 854	-23 350	-23 578	-22 664	-28 050	-32 315	-34 025	-39 279	
Créditos das estatais federais	-31 098	-29 122	-31 928	-29 087	-27 047	-24 217	-19 475	-15 709	-12 760	
Depósitos a vista	-4 893	-4 469	-4 516	-6 353	-6 099	-8 267	-9 156	-8 331	-8 116	
Total	-246 415	-275 474	-303 512	-375 680	-436 527	-591 467	-807 028	-849 301	-1 060 846	

1/ Instrumentos híbridos de capital e dívida – BNDES, CEF e BNB.

2/ Inclui fundos constitucionais e outros fundos e programas do governo federal.

3/ A taxa implícita da dívida externa líquida não considera variações na taxa de câmbio.

Tabela 6 – Elasticidade DLSP/PIB aos indexadores

Impacto na relação DLSP/PIB

Período	p.p. do PIB						Câmbio ^{2/}
	Taxas de juros ^{1/}		Índices de preços ^{1/}			Total	
	Selic	TJLP	IPCA	IGP-DI	IGP-M		
2002	0,25	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,17
2003	0,26	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,12
2004	0,27	-0,05	0,01	0,01	0,04	0,04	0,08
2005	0,23	-0,05	0,03	0,01	0,03	0,07	0,03
2006	0,21	-0,06	0,06	0,01	0,02	0,07	-0,02
2007	0,23	-0,06	0,07	0,01	0,02	0,10	-0,08
2008	0,24	-0,06	0,09	0,01	0,02	0,12	-0,11
2009	0,26	-0,08	0,08	0,00	0,02	0,10	-0,11
2010	0,27	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,11

1/ Variação de 1 p.p. mantida por um ano.

2/ Variação de 1% na tx. câmbio.

As mudanças na composição da DLSP vêm impactando a elasticidade da relação DLSP/PIB em relação aos indexadores. Assim, a elasticidade em relação à Selic aumentou de 0,26 p.p. do PIB, em 2003, para 0,27 p.p. do PIB, em 2010, conforme a Tabela 6. No mesmo período, a elasticidade em relação à TJLP passou de -0,05 p.p. do PIB para -0,11 p.p. do PIB; em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de 0,01 p.p. do PIB para 0,09 p.p. do PIB; e à variação cambial, de 0,12 p.p. do PIB para -0,11 p.p.

Construída com base em informações coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) junto a um conjunto de analistas, para indicadores como taxa

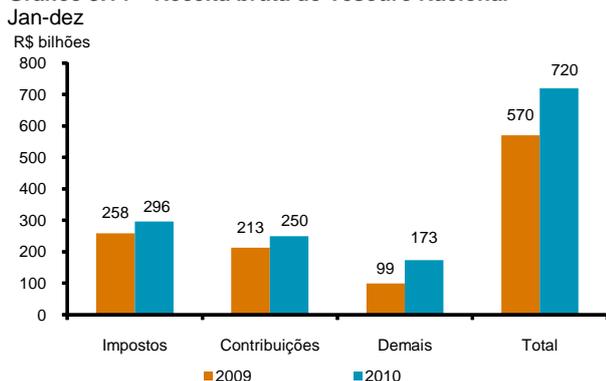
Tabela 7 – Projeção de variáveis fiscais com base em parâmetros de mercado^{1/}

Período	DLSP	Resultado nominal	Juros nominais	% PIB
				Tx. implícita (% a.a.)
2011	38,0	1,9	4,8	14,3
2012	36,0	1,2	4,3	13,1
2013	33,6	0,7	3,8	12,2
2014	31,2	0,4	3,5	12,1

1/ Considerou-se o superávit primário previsto na LDO para 2011 e superávit de 3,1% do PIB para os demais anos, e taxa de crescimento real do PIB de 4% em 2011 e projeção de mercado nos demais anos.

Selic, taxa câmbio, entre outros, a Tabela 7 apresenta a trajetória para a taxa implícita e evolução da razão DLSP/PIB até 2014. Mesmo em 2011, ano em que o mercado projeta aumento da taxa Selic média, a taxa implícita tende a diminuir em relação ao ano anterior, tendência que se estende para os anos seguintes.

Em resumo, as alterações na composição do endividamento público brasileiro nos últimos anos provocaram descolamento entre os ritmos de redução da taxa Selic, do custo médio de endividamento e dos juros nominais apropriados. No médio prazo, a tendência é de que ocorra redução do custo médio do endividamento e dos juros nominais em relação ao PIB.

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional**

Jan-dez

Discriminação	2009		2010	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	344 436	10,8	442 243	12,1
Pessoal e encargos sociais	151 653	4,8	166 486	4,6
Custeio e capital	191 604	6,0	274 514	7,5
FAT	27 433	0,9	30 311	0,8
Subsídio e subvenções	5 190	0,2	7 846	0,2
Loas/RMV	18 496	0,6	22 234	0,6
Investimento	34 137	1,1	47 107	1,3
Outras	106 348	3,3	167 018	4,6
Transferências ao Bacen	1 180	0,0	1 242	0,0

Fonte: Minifaz/STN

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-dez

Discriminação	R\$ bilhões		
	2009	2010	Var. %
Arrecadação bruta	201,2	234,3	16,4
Restituição/devolução	-0,6	-0,7	33,3
Transferência a terceiros	-18,6	-21,5	15,8
Arrecadação líquida	182,0	212,0	16,5
Benefícios previdenciários	224,9	254,9	13,3
Resultado primário	-42,9	-42,9	0,1
Arrecadação líquida/PIB	5,7%	5,8%	
Benefícios/PIB	7,1%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-1,3%	-1,2%	

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Tesouro Nacional

onerosa para exploração de petróleo. Excluindo-se esse ingresso, o crescimento das receitas do governo federal em 2010 atingiu 13,1%, recuando de 0,22 p.p. do PIB, no ano.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$442,2 bilhões em 2010, aumentando 28,4% (1,3 p.p. do PIB) em relação ao ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 9,8%, e os relativos a custeio e capital, 43,3%, com ênfase na expansão de 38% nos investimentos e nas despesas com a capitalização da Petrobras pelo governo federal, realizada em setembro. Excluído o impacto dessa capitalização, o aumento das despesas totais do Tesouro atingiu 15,9% (0,13 p.p. do PIB), e o relativo às despesas com custeio e capital, 20,9%.

O déficit da Previdência Social somou R\$42,9 bilhões em 2010, reduzindo-se 0,17 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Essa evolução refletiu, em especial, o crescimento da massa salarial no período, que contribuiu para o aumento de 16,5% registrado na arrecadação líquida. As despesas com benefícios previdenciários, traduzindo os crescimentos respectivos de 8,8% e 3,2% no valor médio das aposentadorias e auxílios e na quantidade média mensal de benefícios pagos, cresceu 13,3%.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 27,4% em 2010, e as despesas, 22,4%.

As transferências para os governos regionais atingiram R\$140,7 bilhões (3,85% do PIB), elevando-se 10,2% em relação a 2009. Contribuíram para esse desempenho o crescimento dos recursos transferidos por meio dos fundos de participação, reflexo do maior recolhimento de tributos compartilhados; o aumento dos repasses relativos à exploração de petróleo e gás natural, explicado pela elevação do preço internacional; e o crescimento de 14,2% nos repasses do salário-educação.

As receitas relativas ao Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) aumentaram 17,5% e 2,4%, respectivamente, no ano. O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$20,6 bilhões, reduzindo-se 0,09 p.p. do PIB em relação ao ano anterior, enquanto o obtido pelas empresas estatais, concentrado na esfera federal, totalizou 0,06 p.p. do PIB.

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios em 2010

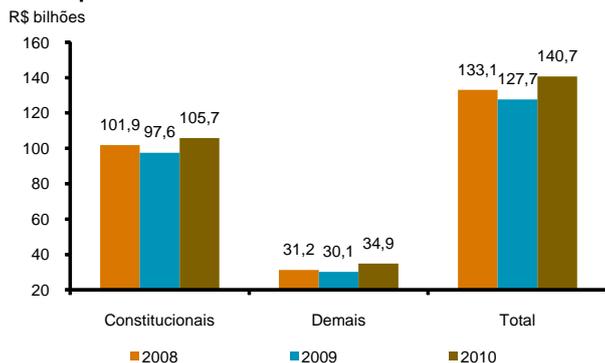


Gráfico 3.17 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

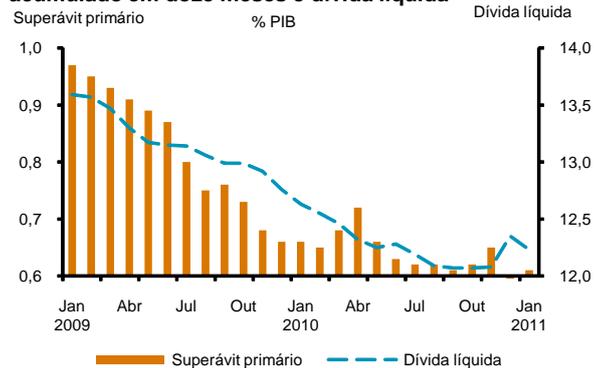
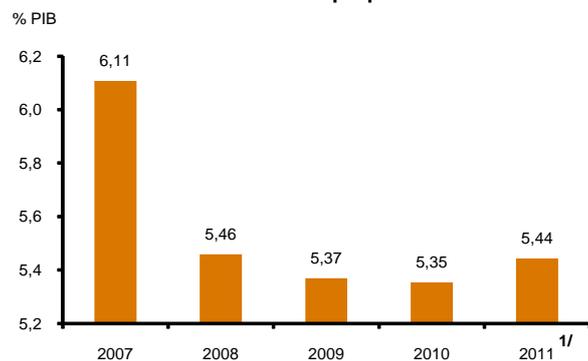


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados



1/ Valores acumulados em doze meses até janeiro.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2009		2010		Jan 2011	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	106,2	3,3	93,7	2,6	1,5	0,5
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-17,7	-5,7
Juros	171,0	5,4	195,4	5,4	19,3	6,2
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,6	1,5	0,5
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	19,8	6,4
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	54,6	17,6
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,8	-23,0	-7,4
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-11,9	-3,8
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-18,3	-5,9

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$195,4 bilhões, 5,35% do PIB, em 2010, reduzindo-se 0,02 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. O déficit nominal do setor público atingiu R\$93,7 bilhões, reduzindo-se 0,77 p.p. no período, resultado financiado mediante expansões da dívida bancária líquida, da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pela redução registrada no financiamento externo líquido.

Evolução em janeiro de 2011

O superávit primário do setor público totalizou R\$17,7 bilhões em janeiro, ante R\$16,1 bilhões em igual período de 2010. Em doze meses, o superávit acumulou 2,81% do PIB, ante 2,29% do PIB em janeiro de 2010.

O Governo Central registrou superávit de R\$13,8 bilhões no mês, ante R\$13,5 bilhões em janeiro de 2010, reflexo do impacto mais acentuado do recuo no déficit da Previdência Social em relação ao decorrente na redução no superávit do governo federal. A receita bruta do Tesouro cresceu 22,5% no período, com ênfase no desempenho da arrecadação do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), e as despesas elevaram-se 30%, ressaltando-se o aumento de 85% nos investimentos. No âmbito da Previdência Social, as receitas cresceram 21,6%, e as despesas com benefícios, 13,2%.

Os juros nominais apropriados, evidenciando os aumentos da taxa Selic e das variações dos índices de preços, somaram R\$19,3 bilhões no mês, ante R\$14,1 bilhões em janeiro de 2010. O déficit nominal atingiu R\$1,5 bilhão no mês, acumulando 2,64% do PIB em doze meses, ante 2,57% do PIB em 2010.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos de R\$63,9 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, resultado de colocações de R\$81,2 bilhões e resgates de R\$145,1 bilhões. As operações de troca, das quais 82,6% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), totalizaram R\$5,5 bilhões, e os resgates antecipados, concentrados em Letras do Tesouro Nacional (LTN), R\$1 bilhão.

Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

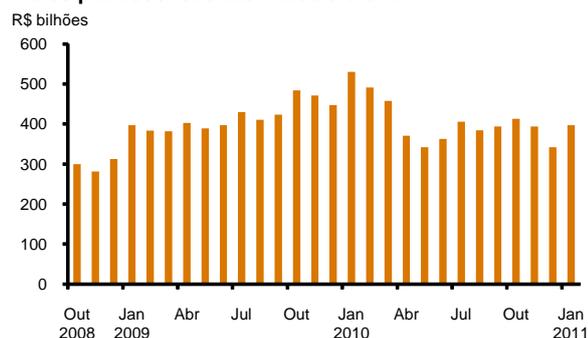


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

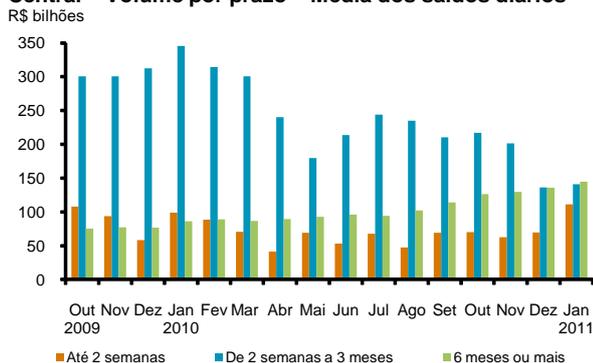
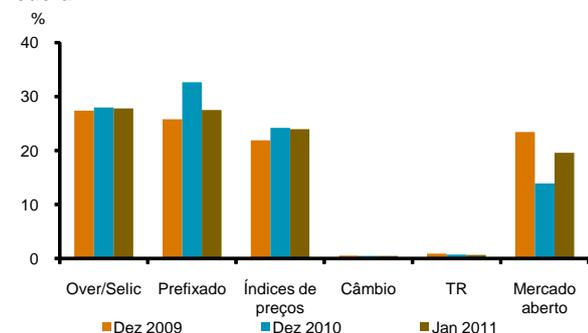
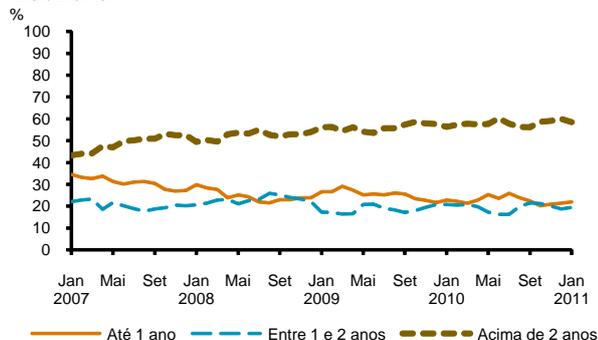


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$397,2 bilhões em janeiro, recuando 3,9% em relação a outubro de 2010. Esse desempenho refletiu a redução, de R\$216,8 bilhões para R\$141,1 bilhões, nas operações de prazo de duas semanas a três meses, e as elevações registradas nas operações de seis meses, de R\$126,3 bilhões para R\$144,8 bilhões, e nas de prazo inferior a duas semanas, de R\$70,2 bilhões para R\$111,4 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.542,5 bilhões em janeiro, 41,9% do PIB, recuando 1,3 p.p. do PIB em relação a outubro e 0,2 p.p. do PIB em doze meses. A redução trimestral traduziu resgates líquidos de R\$61 bilhões realizados no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$51 bilhões, e o impacto de R\$0,2 bilhão decorrente da apreciação cambial de 1,7%, no período.

As participações dos títulos atrelados à taxa *over/Selic* e aos índices de preços, no total da dívida mobiliária federal, registraram acréscimos trimestrais respectivos de 1,1 p.p. e 1,3 p.p. em janeiro, enquanto as relativas aos títulos pré-fixados e aos financiamentos do Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, reduziram-se 1,9 p.p. e 0,5 p.p. respectivamente.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em janeiro: 16,2% do total em 2011; 19,5% em 2012; e 64,3% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vencidos em doze meses representavam 22% do total da dívida mobiliária em mercado, e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 42,4 meses, ambos nos respectivos intervalos estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2011.

O Banco Central, após dezoito meses com exposição líquida nula, voltou a efetuar operações reversas de *swap* cambial em janeiro. O estoque dessas operações ao final do mês alcançou R\$5,8 bilhões, e o resultado obtido, compreendido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$12 milhões no conceito caixa.

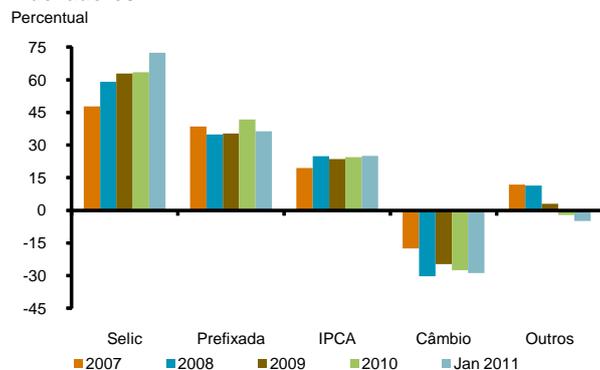
Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Jan 2011	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,4	1 476 105	40,1
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,3	285	-0,4
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	285	0,0
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,6	1 532	0,0
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-17 748	-0,5
Juros	171 011	5,4	195 369	5,4	19 281	0,5
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	-1 682	0,0
Dívida interna ^{1/}	-3414	-0,1	1513	0,0	-143	0,0
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	-1 539	0,0
Outros ^{2/}	10 907	0,3	1 533	0,0	604	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	-170	0,0
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-1,9		-5,4		-0,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.475,8 bilhões em 2010, 40,4% do PIB, reduzindo-se 2,3 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. A relação registrou retrações em todos os segmentos do setor público, com destaque para o recuo de 1,8 p.p no âmbito do Governo Central. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.476,1 bilhões, 40,1% do PIB.

A redução anual da relação DLSP/PIB refletiu o impacto mais intenso das contribuições do superávit primário, 2,8 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 5,4 p.p.; e do efeito das privatizações, 0,1 p.p., em relação aos derivados da apropriação de juros nominais, 5,4 p.p. do PIB; e da apreciação cambial de 4,31% registrada no período, 0,5 p.p.

Em relação à composição da DLSP em 2010, vale mencionar os crescimentos de 6,6 p.p. na parcela credora vinculada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – resultado da elevação dos ativos da União junto ao BNDES, com contrapartida no aumento da dívida mobiliária federal – e de 6,5 p.p. na parcela pré-fixada.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R\$2.011,5 bilhões (55,1% do PIB) em 2010. O recuo anual de 6,8 p.p. do PIB decorreu, em especial, da redução, de 14,3% do PIB em 2009 para 7,9% em 2010, do estoque das operações compromissadas. Em janeiro, a DBGG atingiu 55,9% do PIB.

3.4 Conclusão

Objetivando mitigar riscos identificados no mercado de crédito, foram editadas, em dezembro, medidas macroprudenciais visando aumentar a segurança de operações com prazos mais longos, em especial nas modalidades aquisição de bens e crédito pessoal. Ao impacto dessas medidas, expresso em elevação das taxas de juros e redução dos prazos nas novas operações, serão adicionados os efeitos da elevação da meta para a taxa Selic, decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em janeiro.

Vale ressaltar que as condições de crédito permanecem positivas, com expansão das contratações, reduzidos índices de inadimplência e taxas de juros em

patamares historicamente baixos. Nesse ambiente, embora em ritmo mais moderado, a evolução das operações de crédito em 2011 deverá seguir favorecendo o consumo das famílias e a sustentação dos investimentos.

As trajetórias do PIB e do superávit primário em 2010 resultaram em recuo anual da relação DLSP/PIB, tendência que deverá prosseguir nos próximos meses, afiançando a sustentabilidade da política fiscal.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias desenvolvidas

Componentes do PIB e outros indicadores

Discriminação	Taxa % anualizada							
	2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB								
Estados Unidos	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,6	2,8
Área do Euro	-9,5	-0,6	1,6	0,7	1,6	4,0	1,4	1,1
Reino Unido	-8,6	-3,2	-1,1	1,9	1,3	4,2	2,8	-2,3
Japão	-20,0	10,7	-1,9	7,2	6,1	2,1	3,3	-1,3
Consumo das famílias								
Estados Unidos	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,4	4,1
Área do Euro	-2,1	0,1	-0,8	1,0	1,4	0,7	0,6	1,7
Reino Unido	-5,4	-2,8	0,1	3,9	-0,1	1,9	0,2	-0,4
Japão ^{1/}	-7,4	5,2	0,4	3,9	2,1	-0,1	3,6	-3,2
Investimento empresarial								
Estados Unidos	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,0	5,3
Área do Euro ^{2/}	-19,4	-8,9	-4,7	-4,1	-0,6	8,6	-0,6	-2,4
Reino Unido	-31,1	-33,9	-14,3	-10,9	36,1	1,4	17,2	-9,5
Japão	-23,5	-18,2	-8,3	6,3	2,7	12,0	5,6	2,0
Investimento residencial								
Estados Unidos	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,6	-27,3	2,8
Área do Euro ^{3/}	-3,0	-6,6	-6,8	-6,5	-6,1	3,1	-4,0	-6,5
Reino Unido	-44,0	-17,2	6,8	-10,6	5,9	33,8	16,9	nd
Japão	-23,6	-30,4	-27,9	-15,0	6,5	-1,3	7,5	12,3
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,7	9,6
Área do Euro	-30,6	-4,2	10,9	8,4	11,8	18,9	9,1	7,5
Reino Unido	-25,5	-6,9	3,5	15,5	-3,1	13,0	6,9	9,4
Japão	-68,4	45,1	40,1	28,1	29,3	22,9	6,3	-3,0
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8	-12,4
Área do Euro	-24,8	-10,8	7,2	3,9	14,5	17,7	5,7	4,4
Reino Unido	-25,8	-8,8	4,4	17,7	9,2	7,8	6,7	12,3
Japão	-49,4	-19,7	24,0	4,1	12,7	16,8	12,0	-0,5
Gastos governamentais								
Estados Unidos	-3,0	6,2	1,6	-1,4	-1,6	3,9	3,9	-1,5
Área do Euro ^{4/}	2,8	2,4	2,0	-0,1	-0,1	0,7	1,6	0,5
Reino Unido	-3,1	0,6	-0,7	1,8	2,0	1,2	-1,3	2,8
Japão	5,8	11,2	2,7	4,6	-2,0	1,0	-0,3	-2,6
Produção manufatureira								
Estados Unidos	-21,0	-9,3	10,4	7,1	6,2	9,4	4,3	4,0
Área do Euro	-31,6	-7,1	6,9	6,2	13,0	9,9	3,0	8,8
Reino Unido	-20,4	-0,9	-3,0	4,1	5,4	6,2	3,6	4,6
Japão	-59,5	29,4	22,8	26,1	30,9	6,1	-6,7	-6,4
Taxa de desemprego^{5/}								
Estados Unidos	8,6	9,5	9,8	9,9	9,7	9,5	9,6	9,4
Área do Euro	9,1	9,5	9,8	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Reino Unido	7,1	7,8	7,9	7,8	8,0	7,8	7,7	7,9
Japão	4,8	5,3	5,3	5,2	5,0	5,3	5,0	4,9

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office, Eurostat e elaboração própria

1/ Consumo privado

2/ Inclui investimentos com construções residenciais e investimentos públicos.

3/ Gastos totais com construções.

4/ Exclusivamente gastos com consumo.

5/ Taxa ao final do período.

A economia mundial segue em tendência de recuperação, registrando-se melhoras no mercado de trabalho dos Estados Unidos da América (EUA), ampliação da atividade na Área do Euro, em especial na Alemanha, e solidez da demanda interna chinesa, onde o governo intensificou medidas de restrição à liquidez para conter riscos inflacionários crescentes. Essa perspectiva é compartilhada pelas demais economias emergentes do sudeste asiático e da América Latina, regiões onde a elevação dos preços das *commodities* e o fechamento do hiato do produto, entre outros fatores, têm-se traduzido em elevação dos índices de preços ao consumidor. É relevante considerar, no entanto, que a intensidade da recuperação global está condicionada à normalização das condições de crédito nos EUA e na Área do Euro e aos impactos das crescentes tensões geopolíticas no norte da África e do Oriente Médio.

4.1 Atividade econômica

As taxas de crescimento anualizadas dos PIBs dos EUA e da Área do Euro atingiram 2,8% e 1,1%, respectivamente, no trimestre encerrado em dezembro, ressaltando-se que a expansão registrada nos EUA refletiu, em especial, redução nas importações e aumento no consumo privado. De forma distinta, ocorreram recuos respectivos de 1,3% e 2,3% nos PIBs do Japão e do Reino Unido, resultados decorrentes da exaustão de incentivos à aquisição de bens de consumo e da desaceleração do comércio internacional, no Japão; e do rigor do inverno em dezembro, no Reino Unido.

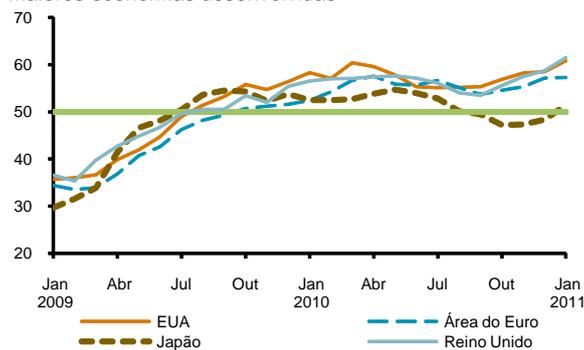
A taxa de crescimento anualizada do consumo das famílias aumentou pela quarta vez consecutiva nos EUA, atingindo 4,1% no último trimestre de 2010, enquanto a renda real disponível cresceu 1,4% e a poupança das famílias recuou 0,4 p.p., para 5,4% da renda pessoal disponível. Adicionalmente, o consumo das famílias registrou variações trimestrais anualizadas de -3,2% no Japão, 1,7% na Área do Euro e de -0,4% no Reino Unido.

No mesmo período, os investimentos empresariais, embora em desaceleração pelo segundo trimestre consecutivo, cresceram 5,3% nos EUA e 2,0% no Japão, seguindo-se as variações assinaladas na Área do Euro, -2,4%, e no Reino Unido, -9,5%. Os investimentos residenciais aumentaram 12,3% no Japão e 2,8% nos EUA.

O setor externo exerceu contribuição de 3,4 p.p. para a variação anualizada do PIB dos EUA no trimestre encerrado em dezembro, seguindo-se os impactos respectivos de 1,2 p.p. e -0,4 p.p. assinalados na Área do Euro e no Japão. As importações de bens e serviços registraram variação anualizada de -12,4% nos EUA, 4,4% na Área do Euro, -0,5% no Japão e 12,3% no Reino Unido. As exportações de bens e serviços dos EUA, Reino Unido e da Área do Euro experimentaram aumentos respectivos de 9,6%, 9,4% e 7,5%, no período, enquanto as vendas externas do Japão recuaram 3,0%.

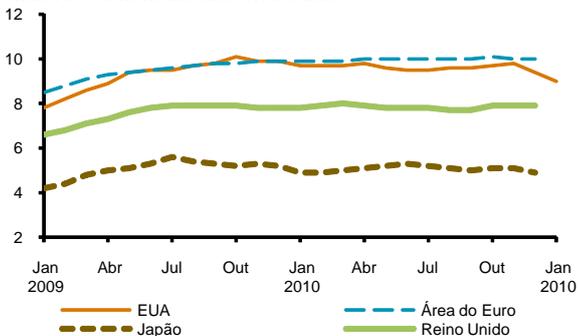
A taxa de crescimento anualizada da produção manufatureira dos EUA atingiu 4% no trimestre encerrado em dezembro, ante 4,3% naquele finalizado em setembro, enquanto as taxas relativas à Área do Euro e ao Reino Unido situaram-se, na ordem, em 8,8% e 4,6%, aumentando 5,8 p.p. e 1,0 p.p., respectivamente, no período. A produção manufatureira do Japão registrou recuos respectivos de 6,4% e 6,7% nos trimestres mencionados. Assinale-se que o PMI⁷ relativo à atividade manufatureira sugere aceleração da atividade nos EUA e na Área do Euro, respectivamente desde agosto e outubro de 2010, e crescimento no Japão desde janeiro deste ano. Em fevereiro, esse indicador atingiu 61,4 pontos nos EUA, 59,0 na Área do Euro, 52,9 no Japão e 61,5 no Reino Unido, este último, o maior valor da série para o país.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

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

Tabela 4.2 – China

Componentes do PIB e outros indicadores

Discriminação	% [(T)/(T-4)]							
	2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB	6,5	7,9	9,1	10,7	11,9	10,3	9,6	9,8
Vendas no varejo	21,6	22,7	23,2	19,6	15,4	15,2	15,0	14,0
Vendas de veículos ^{1/}	3,6	31,6	73,8	85,7	72,5	29,0	16,0	23,2
Investimento em ativos								
fixos totais	30,3	41,2	38,2	25,8	23,2	20,5	18,3	16,8
Exportações de bens ^{2/}	-19,8	-23,5	-20,4	0,1	28,7	40,9	32,2	24,9
Importações de bens ^{2/}	-31,0	-20,3	-11,7	22,8	65,1	43,6	27,1	29,4
Produção industrial	5,1	9,0	12,3	17,9	19,6	16,0	13,5	13,3
Taxa de desemprego ^{3/}	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1

Fonte: Bloomberg, Thomson e elaboração própria.

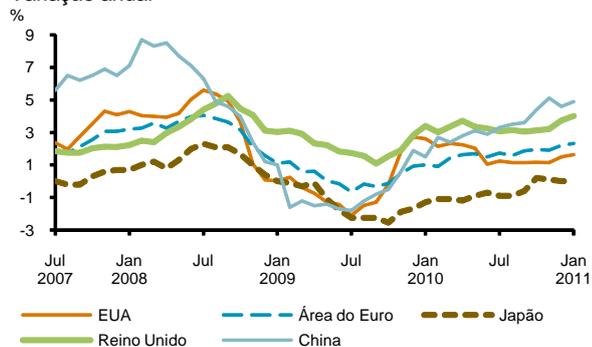
1/ Inclui vendas a empresas.

2/ variações calculadas em US\$ correntes

3/ Taxa de desemprego urbano ao final do período.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

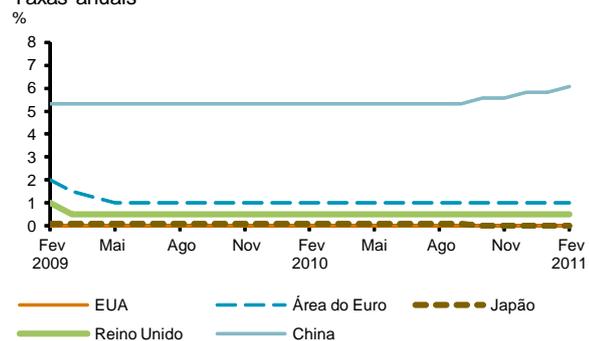
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



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

Na China, apesar dos esforços governamentais para restringir o crédito, atenuar o ritmo de crescimento e intensificar o combate à inflação, a taxa de crescimento anual do PIB atingiu 9,8% no trimestre encerrado em dezembro, ante 9,6% no trimestre finalizado em setembro. O resultado em dezembro refletiu, em especial, os expressivos desempenhos das vendas no varejo, 14%, e dos investimentos em ativos fixos, 16,8.

4.2 Política monetária e inflação

A elevação de preços das *commodities*, que se acentuou no quarto trimestre, vem exercendo pressão relevante sobre os índices gerais de preços, em especial nas economias emergentes, com desdobramentos sobre o patamar das respectivas taxas básicas de juros. De forma diversa, nas economias do G3, onde o ritmo da atividade segue inferior ao potencial e as taxas de desemprego permanecem elevadas, as autoridades mantiveram o caráter acomodaticio da política monetária.

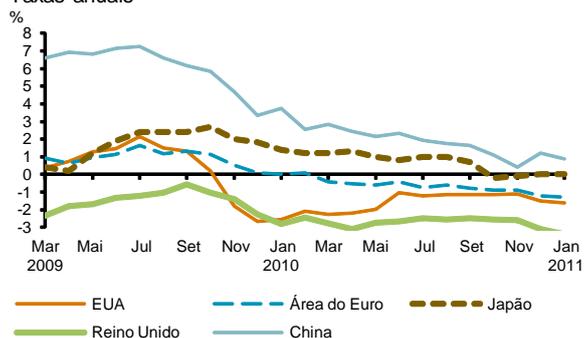
A variação anual do IPC dos EUA, após oscilar entre 1,1% e 1,2% de junho a novembro de 2010, atingiu 1,6% em janeiro, aceleração associada, em especial, ao impacto da elevação dos preços do petróleo sobre a variação anual do índice de preços da energia, que atingiu 7,3% no período. Apesar da tendência de alta, a variação anual do núcleo do IPC atingiu 0,95%, resultado compatível com as restrições para o repasse da elevação dos preços de *commodities* para o consumidor final, em ambiente de recuperação modesta da atividade econômica e elevadas taxas de desemprego.

Diante desse cenário, e visando conter riscos de deflação, o *Federal Reserve* (Fed) manteve inalterados, até fevereiro, o programa de afrouxamento quantitativo II e os limites da banda de flutuação da meta para os *Fed funds*, em 0% e 0,25%. Adicionalmente, em meados de dezembro, em resposta ao agravamento das tensões fiscais nas economias periféricas da Área do Euro, o Fed anunciou, em coordenação com os bancos centrais da Inglaterra (BoE), Japão (BoJ), Europa (BCE), Canadá (BoC) e Suíça (BNS), a prorrogação, até 1º de agosto de 2011, da vigência das linhas de *swap* de moedas entre os respectivos bancos centrais.

No Japão, houve interrupção da deflação, medida pela variação do IPC, que registrou variação nula do índice anual em janeiro pelo segundo mês consecutivo, ante variação negativa nos nove primeiros meses de 2010. Ressalte-se que esse movimento evidenciou o impacto dos aumentos nos

Gráfico 4.5 – Taxas de juros reais

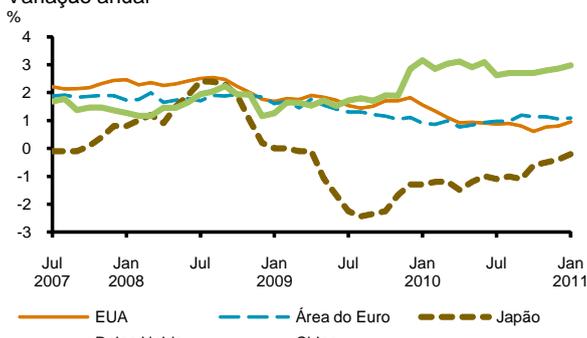
Taxas anuais



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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor

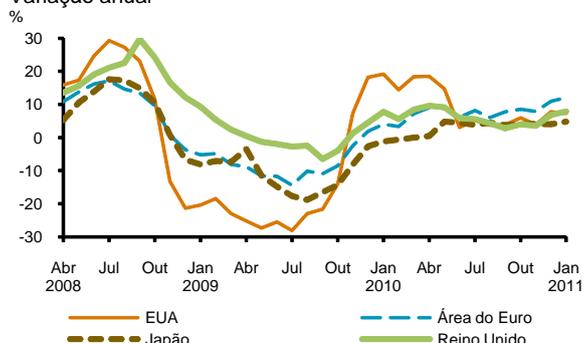
Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Inflação de energia

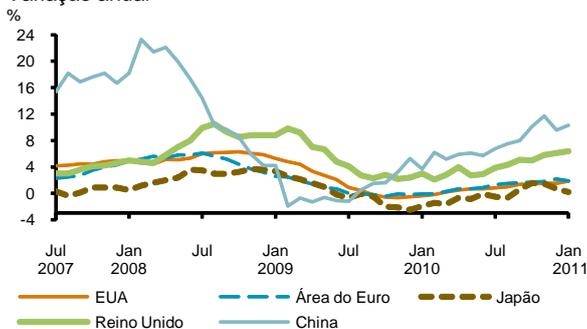
Varição anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.8 – Inflação de alimentos^{1/}

Varição anual



Fonte: Thomson

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

preços da energia e alimentos, respectivamente, de 4,8% e 0,2% em janeiro. A frágil demanda interna e o amplo hiato do produto não favorecem, no entanto, possíveis efeitos de segunda ordem, de modo que as medidas de núcleo por exclusão de alimentos *in natura* e energia apresentam variação negativa desde março de 2009. Nesse ambiente, o BoJ manteve, em fevereiro, a banda de flutuação para a taxa de juros de referência, a *overnight call rate*, no intervalo de 0,1% a 0%, implicando juros reais em patamar nulo.

Na Área do Euro, a variação anual do IPC atingiu 2,3% em janeiro, acima da meta do BCE e a maior alta desde novembro de 2008, com ênfase no impacto do aumento anual de 12% nos preços da energia. No entanto, condicionada pelo nível de utilização da capacidade instalada, a variação anual do núcleo da inflação atingiu 1,1% em janeiro e se mantém entre 0,9% e 1,2% desde março de 2010. Apesar de cenário que engloba aumento dos riscos inflacionários, o BCE manteve, em fevereiro, a taxa básica de juros em 1% a.a. Adicionalmente, devido às dificuldades fiscais em países da região, em coordenação com o Fed, o BCE prorrogou a linha irrestrita de *swap* euro/dólar e anunciou, em conjunto com o BoE, a criação de linha temporária de *swap* euro/libra esterlina de £10 bilhões.

No Reino Unido, a variação anual dos preços ao consumidor mantém-se acima do teto da meta de longo prazo desde janeiro de 2010, atingindo 4,0% em janeiro de 2011, maior variação desde novembro de 2008. Embora a perspectiva para o comportamento dos preços no curto prazo seja de alta – em janeiro, as variações anuais nos preços da energia e dos alimentos atingiram 7,9% e 6,4%, respectivamente, e a relativa ao núcleo, 3% – o BoE manteve, em fevereiro, inalterados o programa de compra de ativos, em £200 bilhões, e a taxa de juros básica, em 0,5% a.a.

Na China, onde a demanda doméstica segue forte e o mercado imobiliário, aquecido, a variação anual do IPC atingiu 4,9% em janeiro, com ênfase no aumento de 10,3% nos preços de alimentos. Em resposta ao processo inflacionário e ao comportamento dos preços dos ativos imobiliários, o governo aprofundou as medidas de restrição ao crédito e a restrição à liquidez, bem como limitou o acesso à aquisição de imóveis.

Nesse sentido, em dezembro, o Banco do Povo da China (BPC) anunciou a extensão, por três meses, do aumento temporário na taxa de recolhimento compulsório aplicada, em outubro, a seis bancos e, em fevereiro, introduziu novo aumento na taxa para todo o sistema bancário. Em janeiro,

visando conter os preços no mercado imobiliário, o BPC elevou, de 50% para 60%, a parcela inicial para a aquisição de segundo imóvel residencial e introduziu restrições fiscais mais severas sobre sua revenda. Em fevereiro, repetindo ação empreendida em janeiro, o BPC voltou a aumentar a taxa básica de juros, fixando-a em 6,06% a.a., patamar mais elevado desde outubro de 2008.

4.3 Mercados financeiros internacionais

O maior otimismo em relação à sustentabilidade da recuperação da economia norte-americana favoreceu a continuidade, no trimestre encerrado em fevereiro, da elevação dos preços dos ativos financeiros iniciada em agosto de 2010. Ressalte-se que esse movimento registrou relativa reversão a partir de meados de fevereiro, em resposta ao agravamento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e norte da África.

Os índices *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA; Nikkei, do Japão; *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, acumularam ganhos respectivos de 12,4%, 8,7%, 8,4% e 6,9% no trimestre encerrado em fevereiro, ressaltando-se que, à exceção do mercado japonês, as bolsas dos mercados maduros atingiram, em janeiro, a maior cotação desde 29 de agosto de 2008, período imediatamente anterior ao colapso do banco de investimentos *Lehman Brothers*.

Nesse cenário, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, atingiu 15,5 pontos em 22 de dezembro de 2010, menor fechamento diário desde julho de 2007. Embora receios sobre a situação fiscal de países europeus e a crise no Oriente Médio contribuíssem para que o indicador totalizasse 18,5 pontos ao final de fevereiro, sua média, evidenciando sensível redução da aversão ao risco, atingiu 17,3 pontos no trimestre encerrado em fevereiro, ante 21 pontos naquele finalizado em novembro de 2010.

Os mercados acionários das principais economias emergentes registraram, em sua maior parte, perdas no trimestre encerrado em fevereiro, resultado consistente com o aumento dos riscos inflacionários e com a retirada dos estímulos fiscais e monetários adotados durante a crise financeira. Adicionalmente, o aumento das expectativas de

Gráfico 4.9 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão

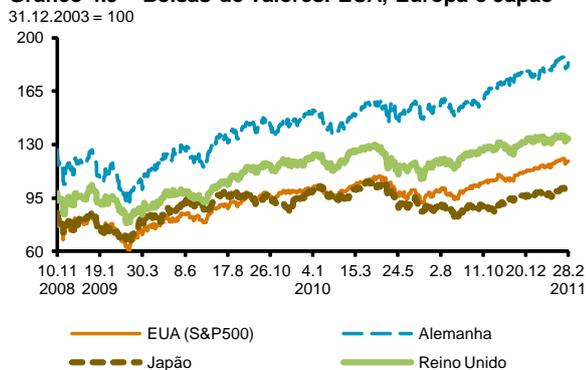


Gráfico 4.10 – VIX

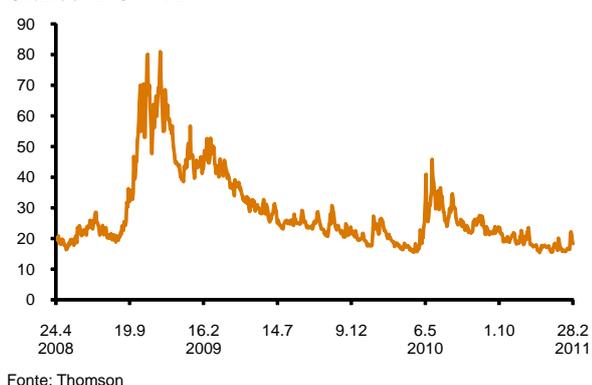
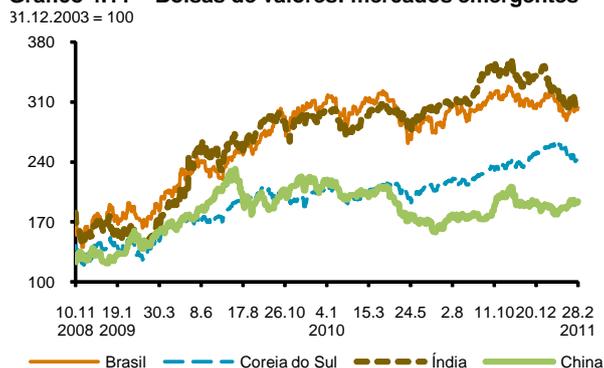
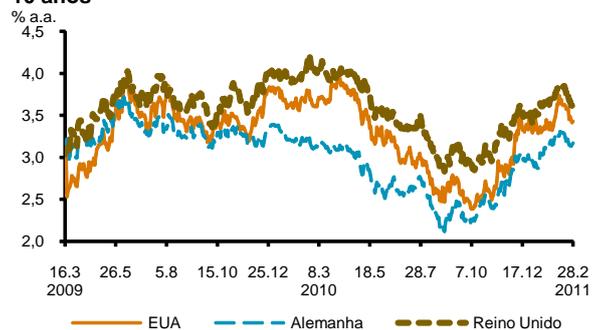


Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: mercados emergentes



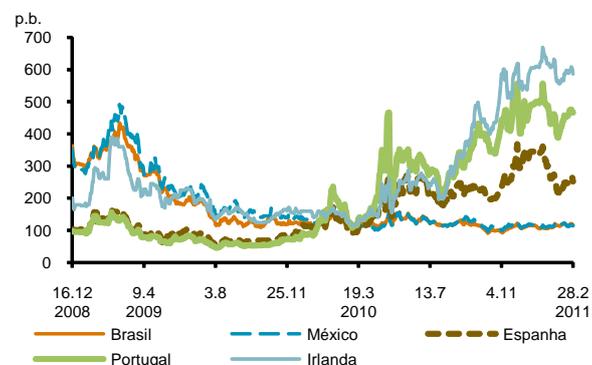
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



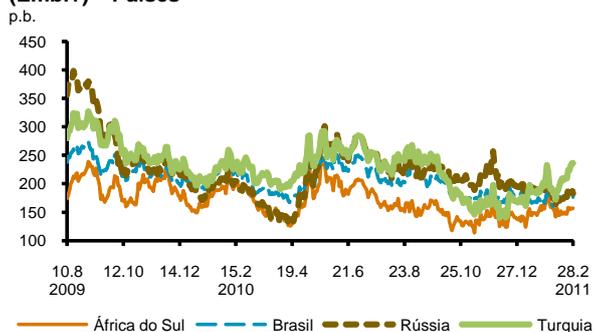
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – CDS Soberanos 5 anos



Fonte: Thomson

Gráfico 4.14 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países



Fonte: Bloomberg

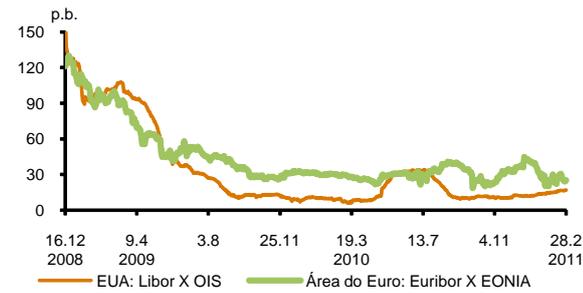
inflação e/ou a melhora nas expectativas de crescimento das economias maduras provocaram elevação das respectivas taxas de juros de longo prazo, elevando o custo de oportunidade de investimentos em portfólio nos mercados emergentes. De fato, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos das economias maduras mantiveram a trajetória de alta iniciada no trimestre anterior. Os papéis dos Alemanha, EUA e Reino Unido apresentaram, na ordem, rendimentos anuais de 3,17%, 3,43%, e 3,60%, ao final de fevereiro. Os índices *Shanghai Composite*, da China; *Ibovespa*, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National 100 Index (XU100)*, da Turquia; e *Bombay Stock Exchange Sensitive Index (Sensex)*, da Índia, registraram variações respectivas de 3,0%, -0,5%, -6,2% e -8,7%, no período.

Os mercados de dívida soberana da Europa refletiram as desconfianças a respeito da solvência de algumas economias da região e sobre a eficácia do *European Stability Mechanism (ESM)*, que substituirá o *European Financial Stability Facility* a partir de junho de 2013. Nesse sentido, os prêmios de risco soberano, medidos através dos *Credit Default Swap (CDS)*, de Irlanda, Portugal e Espanha após atingirem, em 10 de janeiro de 2011, máximas históricas de 667 p.b., 557 p.b. e 361 p.b., encerraram fevereiro em 587 p.b., 467 p.b. e 252 p.b., respectivamente. O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus (Embi+)* continua pouco sensível aos acontecimentos na Europa, recuando 6 p.b., para 272 p.b., no trimestre encerrado em fevereiro.

Os eventos no mercado de dívida têm afetado o comportamento do mercado interbancário da Europa. Nesse sentido, o *spread* entre as taxas Euribor (3 meses) e *European Overnight Index Swap (EONIA)*, que reflete o risco de *default* no mercado interbancário, após atingir 45 p.b., em 22 de dezembro do último ano, maior valor desde julho de 2009, recuou para 25 p.b. ao final de fevereiro. Nos EUA, a evolução trimestral do *spread* entre as taxas Libor (3m) e *Overnight Index Swap (OIS)* registrou menor volatilidade, expressa na variação de 6 p.b. registrada pelo indicador, no período.

O dólar norte-americano, refletindo a persistência do diferencial de taxa de juros entre a taxa do Fed e as dos demais bancos centrais, registrou, no trimestre encerrado em fevereiro, depreciação frente ao euro, 6,0%; à libra esterlina, 4,3%; e frente ao iene, 2,3%. No âmbito das economias emergentes, a cotação da moeda dos EUA depreciou em relação ao rublo russo, 8,3%; ao real, 2,9%; ao rand sul africano, 1,9%; e à rúpia indiana, 1,3%; e ao yuan chinês, 1,4%.

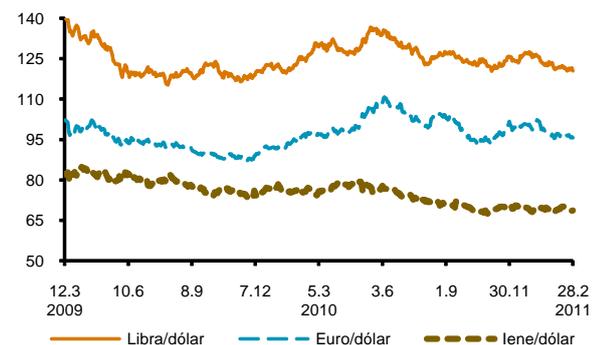
Gráfico 4.15 – Spread interbancário ^{1/}



Fonte: Bloomberg
1/ OIS (Overnight Indexed Swap) e EONIA (European Overnight Indexed Swap) são transações de swap entre taxas de juros, em que uma parte concorda em receber/pagar uma taxa fixa para uma outra parte em troca de pagar/receber uma taxa flutuante.

Gráfico 4.16 – Cotações do dólar

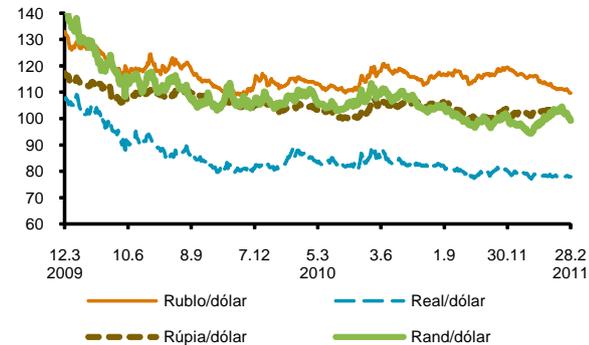
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.17 – Moedas de países emergentes

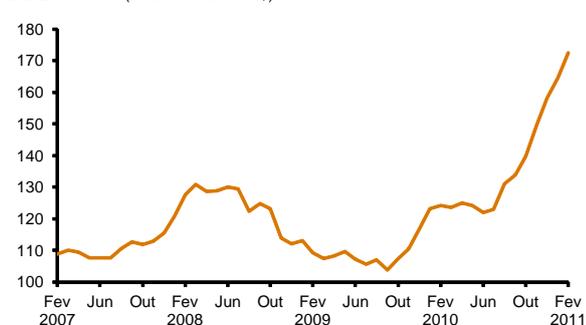
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.18 – Índice Commodities – Brasil (IC-Br)

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

4.4 Commodities

Traduzindo o cenário de elevada liquidez internacional, otimismo quanto ao crescimento das principais economias mundiais e piora nas condições de oferta de importantes produtos agrícolas, as cotações internacionais das *commodities* seguiram em alta ao longo do trimestre encerrado em fevereiro. Esse movimento foi captado pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central do Brasil, que, consideradas médias mensais, aumentou 15,3% em fevereiro, em relação a novembro de 2010, registrando-se elevações nos segmentos de *commodities* agropecuárias, 19,3%; metálicas, 11,3%; e energéticas, 8,8%. Ressalte-se que o indicador assinalou, no mês, o oitavo crescimento mensal consecutivo, acumulando valorização de 41,4% desde junho de 2010, com ênfase na elevação de 60,2% das *commodities* agropecuárias.

A evolução trimestral do índice relativo às *commodities* agropecuárias seguiu refletindo os efeitos do fenômeno *La Niña*⁸ sobre a oferta do setor, em contexto de forte elevação do consumo nas economias emergentes. Considerando o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, registraram-se, no período, elevações médias, em dólar, nos preços médios do algodão, 40,9%; café, 26,3%; milho, 24%; trigo, 21,6%; soja, 11,6%; e açúcar, 4,2%. Vale ressaltar que os preços médios do algodão, em ambiente de forte demanda asiática, adversidades climáticas em importantes regiões exportadoras e reduzidos estoques mundiais, aumentaram 143,9% de julho de 2010 a fevereiro de 2011.

O comportamento dos preços das *commodities* metálicas foi influenciado, no trimestre, pelo desempenho favorável da atividade industrial global, pela expectativa de descompasso entre oferta e demanda ao longo de 2011 e por restrições de oferta associadas à interrupção da produção de cobre no Chile e de níquel no Canadá. Nesse cenário, registraram-se, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, elevações, em dólar, nos preços médios mensais do níquel, 24,1%; cobre, 16,9%; zinco, 8,1%; chumbo, 7,8%; e alumínio, 7,8%.

O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5%, evidenciando a forte demanda das siderúrgicas chinesas e as restrições de oferta nos principais exportadores da *commodity*, aumentou 17,1% no mercado a vista chinês, no trimestre encerrado em fevereiro de 2011, de acordo com

8/ Segundo a Organização Mundial de Meteorologia, a influência do *La Niña* sobre o comportamento do clima em importantes regiões produtoras deve durar até o final de abril ou princípio de maio, perdendo força progressivamente ao longo desse período.

Gráfico 4.19 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

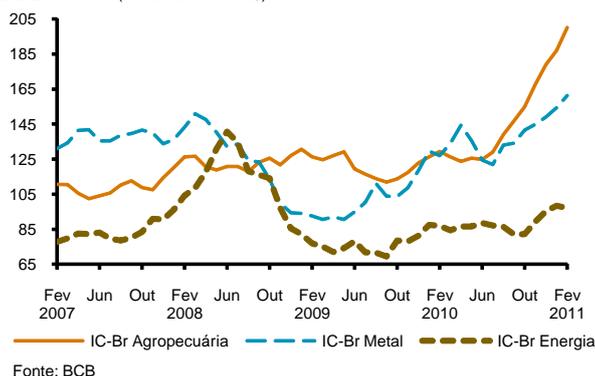


Gráfico 4.20 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

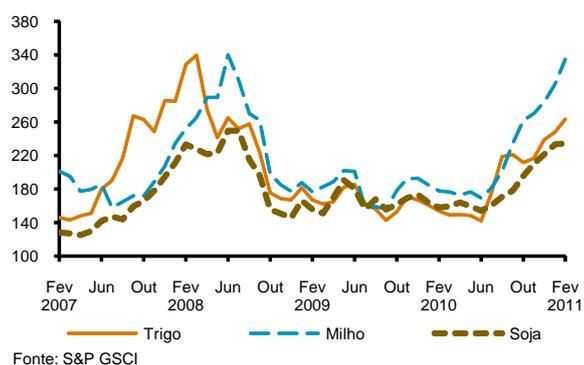


Gráfico 4.21 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

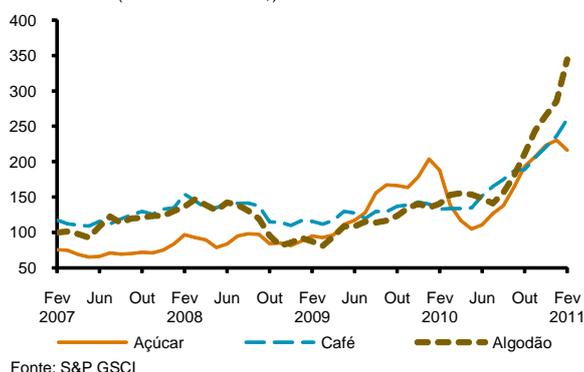
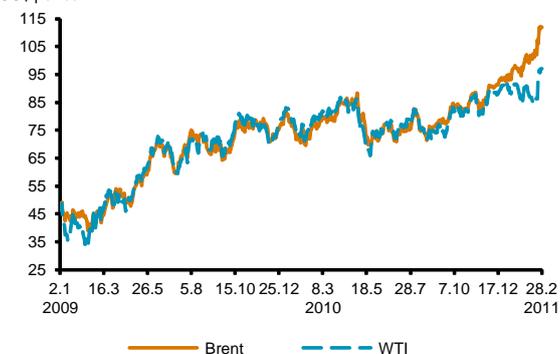


Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado a vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

o *Metal Bulletin*. Consideradas médias trimestrais, o preço do minério de ferro cresceu 17,3% no período encerrado em fevereiro, em relação ao finalizado em novembro de 2010, salientando-se que esse percentual será referência para o reajuste do valor contratual da *commodity* no segundo trimestre de 2011.

As cotações médias dos barris de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* aumentaram, respectivamente, de US\$85,67 e US\$84,24, em novembro de 2010, para US\$103,96 e US\$89,53, em fevereiro de 2011, evolução associada ao rigor do inverno no hemisfério norte e às tensões geopolíticas no norte da África e Oriente Médio. Vale ressaltar que a cotação do barril do tipo *Brent* atingiu US\$111,94 ao final de fevereiro, registrando elevação mensal de 12,2%.

4.5 Conclusão

A continuidade das divergências no ritmo de crescimento acentuou a polarização na atuação dos bancos centrais das economias emergentes e do G3, onde, apesar dos sinais de melhora na atividade, o hiato do produto segue aberto e as taxas de desemprego elevadas, contribuindo para a extensão do período de afrouxamento monetário. Nas economias emergentes, em resposta às pressões inflacionárias decorrentes das elevações nos preços de *commodities*, em especial agrícolas e petróleo, e ao ambiente de maior utilização dos fatores de produção, a retirada dos estímulos monetários foi intensificada, e, em certos casos, já está avançado o processo de aperto monetário.

Observou-se, até meados de fevereiro, aumento do fluxo de capitais para as bolsas dos mercados maduros, que apresentaram melhor desempenho, no início do ano, do que as bolsas dos mercados emergentes.

As tensões geopolíticas no norte da África e no Oriente Médio e a questão fiscal em determinados países da Área do Euro constituem riscos para o fortalecimento do crescimento da economia mundial. Adicionalmente, a persistência do preço do barril de petróleo em patamar superior a US\$100 e eventuais ampliações das restrições fiscais na Europa, entre outros fatores, elevam as incertezas nos mercados financeiros e também podem contribuir para a fragilização da retomada do crescimento econômico global.

O aumento registrado no déficit em transações correntes em 2010 refletiu, além do impacto da recuperação da atividade econômica interna sobre a demanda por bens importados, os efeitos da recuperação da economia mundial sobre as exportações do país. Adicionalmente, ressaltam-se os desdobramentos da trajetória da taxa de câmbio e da massa salarial sobre as despesas líquidas da conta serviços, em especial, das contas associadas ao turismo de residentes no exterior.

Para 2011, projeta-se moderação no crescimento do déficit em conta corrente. O saldo deverá ser financiado essencialmente por ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED). O comportamento desses fluxos deverá refletir a liquidez internacional e, em grande medida, as perspectivas favoráveis em relação ao crescimento da economia brasileira. Os investimentos em portfólio no país deverão permanecer significativos, não obstante a redução dos investimentos estrangeiros em renda fixa, decorrente da elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em outubro passado. A taxa de rolagem da dívida externa de médio e longo prazos em 2011 deverá situar-se em 150%, aumentando a participação do endividamento externo como fonte de financiamento do balanço, sem, no entanto, alterar a estrutura dos passivos externos brasileiros, com os investimentos superando a dívida.

A trajetória do déficit em transações correntes poderá ser influenciada, ainda, pela maturação de investimentos no setor de bens comercializáveis e pela recuperação das receitas líquidas do comércio exterior, em cenário de expectativas mais favoráveis para a economia mundial.

Neste início de 2011, observa-se reação positiva no saldo comercial. A ampliação projetada para o déficit da conta de serviços considera os efeitos das elevações da renda real e do emprego sobre os gastos líquidos em viagens internacionais e despesas vinculadas à ampliação do comércio e da produção industrial, tais como transportes e

aluguel de equipamentos. Os lucros e dividendos deverão apresentar remessas superiores às observadas em 2010, alinhados com a expansão do estoque de investimentos estrangeiros no país e com o aumento da rentabilidade das empresas residentes. O risco-país, que, no início de 2010, encontrava-se em 191 p.b., atingiu 251 p.b. em junho e passou a registrar tendência declinante, situando-se em 189 p.b. ao final de dezembro e em 177 p.b. em 28 de fevereiro de 2011.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado, após registrar ingressos líquidos de US\$24,4 bilhões em 2010, apresentou superávit de US\$22,9 bilhões no primeiro bimestre de 2011, ante US\$676 milhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial atingiu US\$579 milhões, ante déficit de US\$2,4 bilhões no período equivalente de 2010, reflexo de elevações respectivas de 42,9% e 25,5% nas contratações de exportações e de importações. O segmento financeiro, evidenciando as condições do crédito externo, registrou crescimentos de 59,7% nas compras e de 19,9% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US\$22,4 bilhões, ante US\$3,1 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro de 2010.

As intervenções efetuadas pelo Banco Central ao longo de 2010 resultaram em compras líquidas de US\$42 bilhões, das quais US\$41,4 bilhões no mercado *spot* de câmbio. No primeiro bimestre de 2011 as intervenções se intensificaram, implicando compras de US\$17 bilhões. A posição vendida dos bancos, que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as intervenções do Banco Central, passou de US\$16,8 bilhões ao final de dezembro de 2010 para US\$12,7 bilhões ao final de fevereiro de 2011.

5.2 Comércio de bens

A tendência recente de crescimento mais equilibrado entre as exportações e as importações brasileiras manteve-se no primeiro bimestre de 2011, quando as exportações totalizaram US\$31,9 bilhões e as importações, US\$30,3 bilhões, elevando-se 35,9% e 30,2%, respectivamente, em relação a mesmo período de 2010.

As exportações médias diárias nos dois primeiros meses deste ano aumentaram 26% em relação ao período

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010			2011	
	Fev	Jan- Fev	Ano	Fev	Jan- Fev
Comercial	-2,3	-2,4	-1,7	-0,5	0,6
Exportação	10,1	20,8	176,6	14,7	29,7
Importação	12,4	23,2	178,2	15,2	29,2
Financeiro ^{1/}	1,9	3,1	26,0	7,9	22,4
Compras	23,8	46,8	378,4	32,1	74,8
Vendas	21,9	43,7	352,4	24,2	52,4
Saldo	-0,4	0,7	24,4	7,4	22,9

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-Fev	2011	31 947	30 325	1 622	62 272
Jan-Fev	2010	23 502	23 292	210	46 795
Var. %		35,9	30,2	672,4	33,1

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

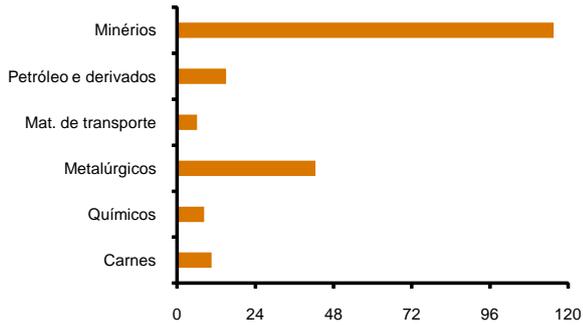
Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2010	2011	Var. %
Total	618,5	779,2	26,0
Básicos	232,4	342,6	47,4
Industrializados	369,2	419,0	13,5
Semimanufaturados	92,4	112,4	21,6
Manufaturados	276,8	306,7	10,8
Operações especiais	16,9	17,5	3,9

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores

Janeiro -fevereiro – 2011/2010^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

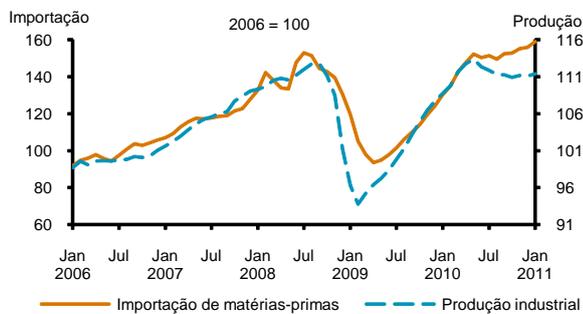
Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2010	2011	Var. %
Total	613,0	739,6	20,7
Bens de capital	134,0	165,5	23,6
Matérias-primas	296,5	342,2	15,4
Bens de consumo	103,6	135,7	31,0
Duráveis	59,2	80,3	35,5
Automóveis de passageiros	25,6	37,4	46,2
Não duráveis	44,4	55,4	24,9
Combustíveis e lubrificantes	78,8	96,2	22,0
Petróleo	40,3	15,3	-62,1

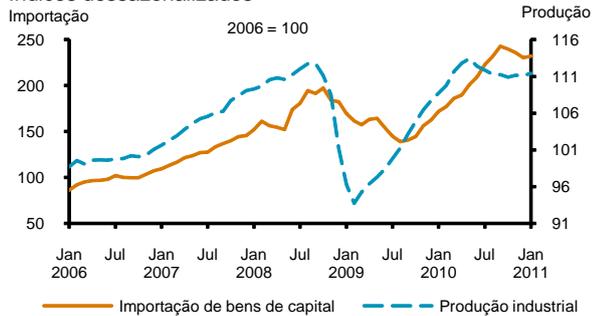
Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.2 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

equivalente de 2010, resultado de crescimentos em todas as categorias de fator agregado. A evolução dos preços de diversas *commodities* relevantes para a pauta de exportações contribuiu para que os embarques de produtos básicos e de semimanufaturados aumentassem 47,4% e 21,6%, respectivamente, no período. A participação das vendas de produtos básicos nas exportações totais cresceu 6,4 p.p., para 44% no período, contrastando com a retração de 5,4 p.p., para 39,4%, na referente manufaturados, cujas vendas externas elevaram-se 10,8%, no período.

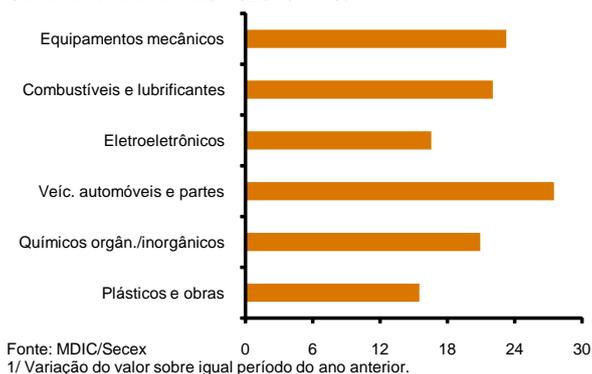
A média diária das importações cresceu 20,7% no primeiro bimestre deste ano, em relação ao mesmo período de 2010, registrando-se aumentos em todas as categorias de uso final. As importações de bens de consumo duráveis aumentaram 35,5%, impulsionadas pelo crescimento de 46,2% nas aquisições de automóveis de passageiros, enquanto as relativas a bens de consumo não duráveis e a bens de capital elevaram-se 24,9% e 23,6%, respectivamente.

O comércio com os principais blocos econômicos e países parceiros apresentou crescimento generalizado, no período, destacando-se os aumentos nas transações com a Europa Oriental, 33,2%; Ásia, 32,2%; e Mercosul, 23,9%. No âmbito das exportações, ressaltam-se os aumentos nas destinadas à Ásia, 40%, com ênfase na expansão de 57,5% nos embarques para a China, ao Mercado Comum do Sul (Mercosul), 30,3%, e à União Europeia, 19,9%. Em relação às importações, salientem-se os crescimentos nas provenientes da Europa Oriental, 62,4%, e EUA, 27,4%.

A expansão das exportações no primeiro bimestre do ano, em relação a igual período de 2010, resultou dos aumentos de 25,1% nos preços e de 8,6% no *quantum* exportado, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Os preços dos produtos básicos cresceram 42%, seguindo-se as expansões nas categorias de semimanufaturados, 20,6%, e de manufaturados, 11,6%, enquanto a evolução do *quantum* traduziu elevações respectivas de 12,2%, 8,8% e 7,1%, nas categorias mencionadas.

O crescimento das importações, na mesma base de comparação, decorreu de crescimentos de 18,5% no *quantum* e de 10% nos preços dos produtos adquiridos. Ocorreram elevações no volume importado em todas as categorias de uso, com ênfase nos relacionados a bens de consumo duráveis, 33,8%; bens de consumo não duráveis, 32,7%; e bens de capital, 27%. A trajetória dos preços refletiu os aumentos assinalados nas categorias de combustíveis

Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-fevereiro – 2011/2010^{1/} – %



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

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

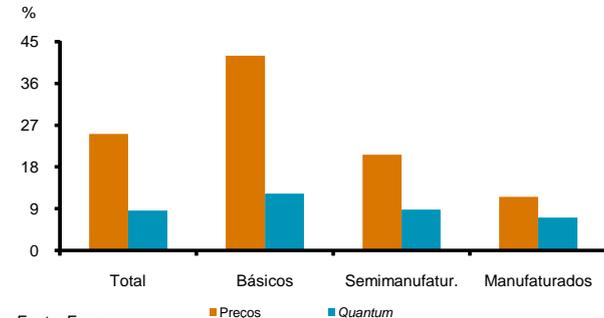
Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2010	2011	Var. %	2010	2011	Var. %	2010	2011
Total	618	779	26,0	613	740	20,7	6	40
A.Latina e Caribe	154	185	20,4	109	128	17,4	45	58
Mercosul	70	91	30,3	59	69	16,5	10	22
Argentina	56	74	30,8	51	60	17,1	5	14
Demais	13	17	28,2	9	10	12,4	5	8
Demais	84	95	12,3	50	59	18,6	35	36
EUA ^{1/}	71	82	14,9	88	113	27,4	-17	-31
UE	143	171	19,9	132	150	13,7	11	21
Europa Oriental	16	19	17,3	9	14	62,4	7	5
Ásia	142	198	40,0	188	238	26,4	-47	-40
China	62	97	57,5	84	115	36,4	-23	-18
Outros	142	101	-28,4	188	123	-34,8	-47	-21
Demais	93	123	33,3	87	97	11,9	6	26

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-fevereiro – 2011/2010



Fonte: Funcex

e lubrificantes, 24,8%; bens de consumo duráveis, 9,2%; bens intermediários, 10,9%; bens de capital, 4,9% e bens de consumo não duráveis, 1,5%.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes totalizou US\$47,5 bilhões em 2010, ante US\$24,3 bilhões no ano anterior. Nos dois primeiros meses de 2011, o déficit atingiu US\$8,8 bilhões, elevando-se 23,8% em relação ao mesmo período de 2010. O déficit acumulado em 12 meses totalizou US\$49,2 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,31% do PIB.

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$4,5 bilhões, elevando-se 37,5% em relação ao primeiro bimestre de 2010, com ênfase na expansão de 66,7%, para US\$1,9 bilhão, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais, mantendo-se em trajetória crescente, atingiram US\$3,1 bilhões, e as receitas de gastos de turistas estrangeiros somaram US\$1,2 bilhão, registrando aumentos respectivos de 38,5% e 8,6%.

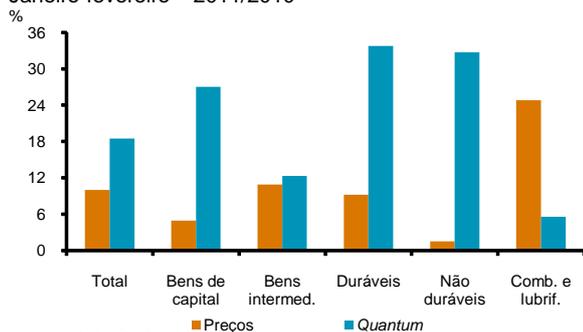
A evolução das importações e das viagens de brasileiros ao exterior impactaram os gastos com fretes e passagens, contribuindo para que as despesas líquidas com transportes atingissem US\$865 milhões no primeiro bimestre, elevando-se 23,2% em relação a igual período de 2010. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US\$2,2 bilhões, aumentando 37,8%, na mesma base de comparação.

As despesas líquidas de juros recuaram 22,8% em relação ao primeiro bimestre de 2010 e somaram US\$2 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$3,3 bilhões e as receitas, refletindo a elevação recente das taxas de juros internacionais, aumentaram 55,8%, para US\$1,4 bilhão. As receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais somaram US\$4,5 bilhões no período de doze meses encerrado em fevereiro. As despesas líquidas de juros totalizaram US\$9,1 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$4,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, aumentando 125,5% em relação a igual período de 2010. As empresas do setor industrial foram responsáveis pelo envio de 54,6% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com ênfase nas relacionadas ao segmento veículos automotores, 36,2%. Considerados períodos de

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e quantum

Janeiro-fevereiro – 2011/2010



Fonte: MDIC e BCB

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2010			2011		
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,3	-7,1	-47,5	-3,4	-8,8	-60,0
Balança comercial	0,4	0,2	20,3	1,2	1,6	15,0
Exportações	12,2	23,5	201,9	16,7	31,9	240,0
Importações	11,8	23,3	181,6	15,5	30,3	225,0
Serviços	-2,0	-3,3	-31,1	-2,2	-4,5	-34,8
Transportes	-0,4	-0,7	-6,4	-0,4	-0,9	-7,5
Viagens internacionais	-0,5	-1,1	-10,5	-0,8	-1,9	-12,0
Computação e informática	-0,2	-0,5	-3,3	-0,2	-0,6	-3,8
Aluguel equipamentos	-0,7	-1,6	-13,7	-1,2	-2,2	-14,5
Demais	-0,2	0,7	2,8	0,4	1,1	3,0
Rendas	-1,8	-4,5	-39,6	-2,9	-6,6	-43,2
Juros	-0,6	-2,5	-9,7	-0,1	-2,0	-9,8
Lucros e dividendos	-1,3	-2,1	-30,4	-2,8	-4,7	-34,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,6
Transferências correntes	0,2	0,5	2,8	0,5	0,7	3,0

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2010			2011		
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	4,6	10,7	99,0	12,8	26,7	89,4
Investimentos diretos	-1,3	-2,1	37,0	9,8	19,1	50,0
Brasileiros no exterior	-4,2	-5,6	-11,5	2,1	8,4	-5,0
Estrangeiros no país	2,8	3,4	48,5	7,7	10,7	55,0
Participação	2,1	2,9	40,1	5,7	7,5	43,0
Intercompanhias	0,8	0,6	8,3	2,1	3,1	12,0
Investimentos em carteira	1,9	5,2	64,5	2,4	7,3	24,6
Ativos	-0,1	-0,4	-3,3	1,3	2,9	-
Passivos	2,0	5,7	67,8	1,1	4,5	24,6
Derivativos	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-
Outros investimentos	4,1	7,6	-2,3	0,6	0,4	14,8
Ativos	-3,8	0,7	-51,5	-3,6	-6,6	-23,3
Passivos	7,9	6,9	49,2	4,2	7,0	38,2

1/ Projeção.

doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$33 bilhões em fevereiro, dos quais US\$25 bilhões referentes a IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$673 milhões, elevando-se 33,8% em relação ao primeiro bimestre de 2010. Os ingressos decorrentes de remessas para manutenção de residentes somaram US\$336 milhões no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira totalizou superávit de US\$26,7 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro de 2011, com ênfase no impacto dos investimentos estrangeiros diretos, das amortizações líquidas de empréstimos recebidas por matrizes de empresas brasileiras de suas filiais no exterior, e das captações privadas de títulos no mercado externo.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior acumularam aplicações líquidas de US\$11,5 bilhões em 2010, refletindo a retomada da internacionalização das empresas brasileiras. No primeiro bimestre de 2011, as subsidiárias de empresas brasileiras proporcionaram retornos líquidos de US\$8,4 bilhões, resultado de amortizações de US\$9,6 bilhões de empréstimos intercompanhia e aumento de US\$1,2 bilhão na participação de capital de empresas subsidiárias no exterior.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$10,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, dos quais US\$7,5 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$3,1 bilhões relativos a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu o recorde histórico de US\$55,7 bilhões em fevereiro, 2,62% do PIB.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$4,5 bilhões no primeiro bimestre de 2011, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$1,3 bilhão. Evidenciando o impacto da elevação do IOF, os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram saídas líquidas de US\$524 milhões, constituindo o quarto resultado mensal negativo em sequência.

O Tesouro Nacional, em prosseguimento à política de melhoria do perfil temporal do endividamento externo

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Discriminação	US\$ bilhões					
	2010			2011		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,6	4,8	36,5	3,5	8,3	19,3
Bônus públicos	-	-	2,8	-	-	-
Títulos privados	1,1	3,2	23,0	1,0	4,0	7,8
Empréstimos diretos	0,5	1,6	10,7	2,6	4,3	11,5
Empréstimos de curto prazo (líq.) ^{2/}	4,6	3,8	21,7	1,9	5,0	10,0
Títulos de curto prazo (líquido)	-0,1	-0,1	5,4	0,2	2,3	10,0
Portfólio no país (líquido)	3,2	5,7	45,2	0,8	1,0	15,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	131%	261%	244%	538%	311%	150%
Títulos	94%	214%	248%	355%	970%	150%
Empréstimos diretos	614%	476%	237%	664%	190%	150%

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.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2009	2010		2011	
	Ano	Jan-Fev	Ano	Jan-Fev	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	193,8	238,5	238,5	288,6	288,6
Compras líquidas do Bacen	36,5	2,3	42,0	17,0	24,4
A termo	-	-	-	1,0	1,3
Spot	24,0	2,1	41,4	16,1	23,2
Linhas com recompra	8,3	-	-	-	-
Empréstimos em moeda estr.	4,2	0,3	0,5	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-2,2	-2,3	-5,2	-2,4	-0,4
Juros	0,7	-0,9	0,2	-0,4	2,4
Receita	4,8	0,6	4,1	1,0	6,0
Despesa	-4,0	-1,5	-3,9	-1,4	-3,6
Amortização	-2,9	-1,4	-5,4	-2,0	-2,8
Desembolsos	1,8	-	1,2	-	-
Organismos multilaterais	-	-	-	-	-
Bônus da República	1,8	-	1,2	-	-
Demais ^{2/}	1,7	-0,4	2,8	0,9	0,9
Compras do Tesouro Nacional	7,0	2,9	9,3	3,4	6,4
Variação de haveres	44,7	2,6	50,1	18,9	31,3
Posição de reservas – Caixa	238,5	241,1	288,6	307,5	319,9
Saldo de linhas com recompra	-	-	-	-	-
Saldo de empréstimo em m.e.	0,5	0,3	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	239,1	241,3	288,6	307,5	319,9

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).

público, realizou resgate antecipado de US\$2,2 bilhões de bônus no primeiro bimestre de 2011, sendo US\$2 bilhões relativos ao valor de face dos títulos e US\$185 milhões, ao ágio dessas operações.

A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 970% no período bimestre encerrado em fevereiro, ante 214% em 2010. Os desembolsos líquidos de *notes* e *commercial papers* somaram US\$3,6 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$4 bilhões e amortizações de US\$412 milhões. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$2,3 bilhões no período.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aplicação líquida de haveres no exterior de US\$6,6 bilhões no bimestre, registrando-se aumentos respectivos de US\$1,8 bilhão e US\$33 milhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e do setor não financeiro. A concessão líquida de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$4,3 bilhões no primeiro bimestre de 2011.

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e junto a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registraram receitas líquidas de US\$7 bilhões no bimestre. Os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores somaram US\$2,4 bilhões, destacando-se os desembolsos líquidos de empréstimos diretos, US\$2 bilhões, indicando taxa de rolagem de 190% no bimestre; de compradores, US\$427 milhões; e de empréstimos de agências, US\$123 milhões, enquanto os empréstimos de organismos apresentaram amortizações líquidas de US\$186 milhões. Os empréstimos de curto prazo totalizaram desembolsos líquidos de US\$5 bilhões.

As reservas internacionais do Brasil totalizaram US\$307,5 bilhões em fevereiro, aumentando US\$18,9 bilhões em relação a dezembro de 2010. No bimestre, as compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio somaram US\$16,1 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$973 milhões; as despesas líquidas de juros, US\$383 milhões, resultado de receita de US\$1 bilhão com a remuneração das reservas e de despesa de US\$1,4 bilhão com os juros de bônus; as despesas de amortização, US\$2 bilhões; e as demais operações exerceram impacto de US\$894 milhões para o aumento do estoque das reservas.

Estima-se crescimento de US\$31,3 bilhões nas reservas internacionais em 2011, para US\$319,9 bilhões.

Incluídos os eventos do primeiro bimestre de 2011, estão previstas despesas líquidas de US\$404 milhões com o serviço da dívida externa, resultado de receita de remuneração de reservas de US\$6 bilhões, despesas projetadas de US\$3,6 bilhões de juros e de US\$2,8 bilhões de amortizações. Nesse cálculo foram incluídas, ainda, liquidações das compras já ocorridas de US\$24,4 bilhões do Banco Central e de US\$6,4 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada de fevereiro de 2011 para a dívida externa, o serviço da dívida externa e as exportações apresentaram elevações respectivas de 4,1% e 4,2% em relação a dezembro de 2010, reduzindo a razão entre esses indicadores de 23% para 22,9%.

A dívida total cresceu 5,6%, a dívida total líquida recuou 20,6%, e o PIB em dólares aumentou 1,7%, resultando em elevação, de 12,3% para 12,8%, da relação dívida total/PIB, e retração, de -2,4% para -2,9%, da relação dívida total líquida/PIB.

As relações entre a dívida total e a dívida total líquida (superavitária) e as exportações mantiveram-se estáveis, respectivamente, em 1,3 e -0,3, no período. Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa total passou de 112,4% para 113,4%.

5.6 Conclusão

A perspectiva de elevação moderada do déficit em transações correntes em 2011, expressa na análise efetuada neste capítulo e no boxe Projeções para o Balanço de Pagamentos, reflete a expectativa de redução do superávit comercial e aumento das despesas líquidas nas contas de serviços e rendas. A elevada liquidez internacional e, sobretudo, as perspectivas favoráveis quanto ao comportamento da economia brasileira, devem assegurar o confortável financiamento do déficit projetado, mantendo-se a possibilidade do fortalecimento das reservas internacionais. Ressalte-se que a revisão das perspectivas para os ingressos líquidos de IED permite que essa modalidade de investimentos possa responder até mesmo pelo financiamento integral do déficit em conta corrente do país.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009		2010			2011
	Jun	Dez	Jun	Set	Dez	Fev ^{2/}
Exportações de bens	177,2	153,0	172,2	186,1	201,9	210,4
Exportações de bens e serviços	206,3	180,7	202,1	216,6	233,7	243,2
Serviço da dívida	38,7	43,6	46,5	47,7	46,3	48,2
Dívida externa total	199,0	198,2	228,6	247,8	256,8	271,1
Dívida externa total líquida	-28,0	-61,8	-42,2	-44,9	-50,6	-61,1
Reservas internacionais						
Conceito caixa	201,5	238,5	253,1	275,2	288,6	307,5
Conceito liquidez	208,4	239,1	253,1	275,2	288,6	307,5
PIB	1 462	1 598	1 998	2 074	2 090	2 126
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	13,6	12,4	11,4	11,9	12,3	12,8
Dívida total líquida/PIB (%)	-1,9	-3,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,9
Dívida total/exportações	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	21,9	28,5	27,0	25,6	23,0	22,9
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	18,8	24,1	23,0	22,0	19,8	19,8
Reservas – Conceito caixa/ dívida externa total (%)	101,2	120,3	110,7	111,1	112,4	113,4
Reservas – Conceito liquidez/ dívida externa total (%)	104,7	120,6	110,7	111,1	112,4	113,4

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

2/ Dados estimados.

Projeções para o Balanço de Pagamentos Relativas a 2011

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2010			2011		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Usos	-6,2	-11,9	-81,4	-5,3	-15,7	-89,0
Transações correntes	-3,3	-7,1	-47,5	-3,4	-8,8	-60,0
Amortizações de MLP ^{2/}	-2,9	-4,8	-33,8	-1,9	-6,9	-29,0
Papéis	-2,3	-3,1	-15,7	-0,6	-2,6	-8,2
Créditos de fornecedores	-0,2	-0,4	-2,6	-0,2	-0,4	-3,2
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,4	-1,3	-15,5	-1,1	-3,9	-17,7
Fontes	6,2	11,9	81,4	5,3	15,7	89,0
Conta capital	0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	1,0
Invest. estrangeiros diretos	2,8	3,4	48,5	7,7	10,7	55,0
Papéis domésticos ^{4/}	3,2	5,6	52,3	0,5	0,7	15,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	5,2	9,0	62,6	4,8	10,5	49,8
Papéis	1,1	3,2	25,8	1,0	4,0	7,8
Créditos de fornecedores	0,1	0,2	2,1	0,1	0,2	6,9
Empréstimos ^{6/}	3,9	5,5	34,6	3,8	6,2	35,1
Ativos brasil. no exterior	-8,1	-5,3	-66,2	-0,2	4,7	-28,3
Demais ^{7/}	3,7	1,9	32,2	1,9	7,1	27,0
Ativos de reservas	-0,7	-2,9	-49,1	-9,6	-18,1	-30,4

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 ações e em títulos de dívida negociados no mercado doméstico.

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 box apresenta as projeções para o balanço de pagamentos relativas a 2011, revisadas em relação às publicadas no Relatório de Inflação de dezembro de 2010. A revisão incorpora estatísticas recentes relativas ao comércio de bens e serviços, ao endividamento externo do país e ao serviço dessa dívida, às intervenções efetuadas pelo Banco Central no mercado doméstico de câmbio e às recompras de dívida soberana pelo Tesouro Nacional, realizadas em janeiro e fevereiro.

As exportações estão projetadas em US\$240 bilhões e as importações, em US\$225 bilhões, resultados US\$5 bilhões e US\$1 bilhão superiores aos estimados em dezembro e 18,9% e 23,9% maiores do que os registrados em 2010. Nesse cenário, em que o saldo da balança comercial deverá totalizar US\$15 bilhões, ante US\$11 bilhões na projeção anterior, e os valores projetados para as despesas líquidas de serviços e rendas e para as transferências unilaterais mantiveram-se inalterados, o déficit em transações correntes está previsto em US\$60 bilhões, equivalente a 2,57% do PIB.

O déficit na conta de serviços foi reduzido de US\$35 bilhões, na projeção de dezembro, para US\$34,8 bilhões, resultado 12,1% superior ao observado em 2010. As despesas líquidas de aluguel de equipamentos, US\$14,5 bilhões, e as relativas a viagens internacionais, US\$12 bilhões, mantiveram-se inalteradas, e o déficit na conta de transportes, acompanhando a expectativa de maior volume no comércio externo, elevado para US\$7,5 bilhões.

As despesas líquidas com juros, reduzidas em US\$900 milhões em relação à projeção realizada em dezembro, deverão aumentar US\$100 milhões em

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2010			2011		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,6	-7,7	-51,6	-3,9	-9,8	-66,0
Capitais (líquido)	4,2	5,1	93,6	13,5	28,7	101,7
Investimento Estrangeiro						
Direto	2,8	3,4	48,5	7,7	10,7	55,0
Em carteira	3,2	5,6	51,1	0,5	0,8	15,0
Empréstimos de médio e longo prazos	1,6	3,4	22,2	2,5	3,2	11,5
Crédito com. de curto, médio e longo prazos	4,7	4,0	33,8	2,6	5,9	26,1
Bancos	5,3	4,7	26,5	2,4	5,5	15,4
Demais	-0,6	-0,7	7,3	0,2	0,4	10,7
Investimentos brasileiros no exterior	-7,9	-10,3	-66,5	0,3	6,6	-17,0
Demais	-0,3	-1,2	4,6	-0,3	1,5	11,2
Hiato financeiro	0,6	-2,6	42,0	9,5	18,9	35,7
Compras líquidas do Banco Central	-0,4	-2,3	-42,0	-9,0	-17,0	-24,4
Depósitos de bancos	-0,2	5,0	0,0	-0,5	-1,9	-11,3

1/ Projeção.

relação a 2010, com ênfase na elevação de US\$1,7 bilhão nas despesas brutas, US\$300 milhões acima da projeção anterior e superior em 10,8% ao resultado do ano, já incorporada a posição do estoque da dívida em dezembro de 2010. As receitas brutas estão projetadas em US\$7,5 bilhões, 27,1% acima do resultado de 2010 e US\$1,2 bilhão superiores às projeções de Relatório anterior, das quais US\$6 bilhões relativas a remuneração das reservas internacionais e US\$1,5 bilhão provenientes de receitas de juros privados.

A estimativa relacionada às despesas líquidas de lucros e dividendos, incorporadas remessas de US\$4,7 bilhões efetuadas no primeiro bimestre do ano, foi elevada de US\$33 bilhões para US\$34 bilhões. Vale mencionar que o estoque de investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), que atingira US\$70,7 bilhões em fevereiro de 2009, impactado pelas saídas líquidas de capitais e pela depreciação cambial decorrentes da crise financeira de 2008/2009, totalizava US\$254,2 bilhões ao final de dezembro de 2010, incremento que em parte decorre de entradas líquidas de capitais e da apreciação cambial decorrentes.

O superávit da conta financeira, estimado em US\$67,8 bilhões na projeção de dezembro, está previsto em US\$89,4 bilhões, enfatizando-se o aumento, de US\$45 bilhões para US\$55 bilhões, na projeção de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, que deverão representar 2,36% do Produto Interno Bruto (PIB) anual. A elevação da projeção para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED), em US\$10 bilhões, reflete acréscimos respectivos de US\$8 bilhões e US\$2 bilhões nas modalidades participação no capital e empréstimos intercompanhia, além dos ingressos líquidos de US\$10,7 bilhões no primeiro bimestre de 2011.

A projeção relativa a ingressos líquidos em ações e papéis domésticos recuou de US\$40 bilhões, em dezembro, para US\$15 bilhões, alteração compatível com os resultados ocorridos no primeiro bimestre de 2011.

A previsão de aplicações líquidas de investimentos brasileiros diretos no exterior foi

reduzida para US\$5 bilhões, US\$11 bilhões abaixo da projeção de dezembro, reflexo do ocorrido no primeiro bimestre de 2011, com retornos líquidos de US\$8,4 bilhões, mesmo com a retomada, em curso desde 2010, do processo de internacionalização das empresas brasileiras.

As amortizações de dívida externa de médio e longo prazos para 2011, considerado o novo esquema da dívida externa com posição em dezembro de 2010, aumentaram em US\$100 milhões, para US\$29 bilhões. Considerando que os desembolsos deverão superar as amortizações de médio e longo prazos, a projeção para a taxa de rolagem foi mantida em 150%. Os ingressos de investimentos estrangeiros de curto prazo, que incluem títulos, créditos comerciais e empréstimos, estão estimados em US\$27 bilhões.

Conforme essas projeções, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado permanecerá superavitário, atingindo US\$35,7 bilhões, dos quais o Banco Central já absorveu US\$24,4 bilhões, enquanto os haveres dos bancos comerciais no exterior deverão elevar-se em US\$11,3 bilhões.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em dezembro de 2010. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2013 e para o crescimento do PIB até o final de 2011. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 11,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 1º e 2 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,65/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. Para um terceiro cenário, denominado cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados em passado recente, e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, são apresentadas as projeções de inflação para os anos fechados de 2011 e de 2012. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem, nem devem ser vistas, como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até a data de corte de 11 de março de 2011.

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 precípua.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA, após alcançar 4,31% em 2009, 1,59 p.p. inferior à observada em 2008, voltou a subir em 2010, atingindo 5,91%. Nos dois primeiros meses de 2011, as variações no IPCA foram de 0,83% em janeiro e de 0,80% em fevereiro. Assim, a inflação acumulada em doze meses alcançou 6,01% em fevereiro. O aumento da inflação nos últimos doze meses foi determinado pela variação nos preços livres. De fato, enquanto os preços monitorados acumularam, em doze meses até fevereiro, variação de 3,29%, os preços livres aumentaram 7,17%. No conjunto dos preços livres, destaca-se tanto a variação nos preços dos itens comercializáveis (6,31%), influenciada pela dinâmica recente da inflação de alimentos, quanto a verificada nos preços dos itens não comercializáveis (7,91%). Evidenciando o dinamismo da demanda doméstica, a inflação do setor de serviços vem se mantendo sistematicamente em patamar superior à dos preços livres. Em doze meses até fevereiro, a variação dos preços dos serviços atingiu 8,39% (ante 6,23% no acumulado até fevereiro de 2010). Por sua vez, a variação acumulada em doze meses nos preços administrados tem contribuído de forma positiva para a dinâmica inflacionária recente, posicionando-se abaixo do valor central da meta para a inflação desde abril de 2010.

Assim como a inflação plena, as três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostraram aumento recente no resultado acumulado em doze meses e se encontram acima da meta para a inflação. O núcleo por exclusão (IPCA-EX), que havia se deslocado de 5,72% em dezembro de 2008 para 4,73% em dezembro de 2009, aumentou para 5,45% em dezembro de 2010 e novamente para 5,63% e 5,92% em janeiro e fevereiro deste ano, respectivamente. De modo similar, a variação do núcleo de médias aparadas com suavização (IPCA-MS), que atingira 4,82% em dezembro de 2008 e havia recuado para 4,38% em dezembro de 2009, alcançou 5,63% em dezembro de 2010 e aumentou nos dois meses seguintes, para 5,69% e 5,70%. Por sua vez, a inflação medida pelo núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP), que atingira 6,06% em dezembro de 2008 e havia recuado para 4,73% em dezembro de 2009, atingiu 5,62% em dezembro de 2010 e subiu nos dois meses

seguintes, para 5,83% e 6,07%. Em fevereiro, a variação média dos três núcleos ficou estável, situando-se em 0,69%, ante 0,70% registrados em janeiro.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 61,72% em fevereiro de 2011, mesmo valor registrado em fevereiro de 2010. Embora tenha havido recuo com relação ao índice de janeiro deste ano (69,27%), o índice de difusão situa-se ainda em patamar elevado, segundo o qual as evidências suportam a hipótese de aceleração nos preços.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, após forte redução em 2009 (-1,43% ante 9,10% em 2008), atingiu 11,30% em 2010. Nos dois primeiros meses de 2011, as variações no IGP-DI foram de 0,98% (janeiro) e de 0,96% (fevereiro). Assim, a inflação acumulada em doze meses permaneceu em patamar elevado, acumulando alta de 11,27% em janeiro e de 11,12% em fevereiro de 2011. O patamar elevado de variação do índice advém, basicamente, do seu principal componente, o IPA-DI, cuja variação em doze meses foi de 13,85% em dezembro de 2010, de 13,85% em janeiro de 2011 e de 13,69% em fevereiro. Por origem e para os mesmos períodos, os preços de produtos agropecuários apresentaram variação acumulada de 25,59%, 28,39% e 29,83%, e os de produtos industriais, de 10,13%, 9,32% e 8,65%. Segundo o Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), a inflação acumulada em doze meses chegou a 6,24% em dezembro, 6,21% em janeiro e 6,02% em fevereiro. Também a variação acumulada do INCC apresentou ligeira queda nos dois primeiros meses de 2011, após ter apresentado crescimento em todos os meses de 2010. Segundo esse índice, a inflação acumulada em doze meses, que era de 7,77% em dezembro, reduziu para 7,52% em janeiro e 7,44% em fevereiro. Nota-se que todos os componentes do IGP-DI continuam registrando inflação significativa. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e das perspectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

O IBC-Br incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Após desacelerar e atingir o crescimento trimestral mínimo de 0,2% entre junho e agosto, a taxa de crescimento, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, aumentou até alcançar 1,0% entre outubro e dezembro de

2010. Em 2010, o IBC-Br registrou aumento de 7,8% em relação ao ano anterior. O ICS, da FGV, recuou 3,0% em janeiro de 2011, ante dezembro de 2010; 1,3% quando comparado ao ICS de janeiro de 2010; e 3,3% em relação ao índice médio de 2010.

A produção industrial aumentou 0,2% em janeiro na comparação com dezembro de 2010, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, e a média móvel trimestral da produção industrial registrou recuo de 0,2%, considerando o período de novembro de 2010 a janeiro de 2011, mesmo valor registrado no último trimestre de 2010. No resultado acumulado em doze meses, a produção mostrou expansão de 9,4% em janeiro, ante 10,4% registrados em dezembro. Na comparação com dezembro de 2008, quando a produção industrial registrou o nível mais baixo durante a crise de 2008/2009, o avanço até janeiro foi de 23,1%. O índice de difusão, que mede o percentual de produtos que registraram aumento de produção em relação ao mesmo mês do ano anterior, situou-se em 56% em janeiro, ante 55,4% registrados em dezembro de 2010.

Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a maior contribuição em janeiro de 2011, em relação ao mês anterior, refere-se à variação de 6,0% na produção de bens de consumo duráveis. No mesmo período, a produção nos setores de bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostrou expansão de 0,2%, e a produção de bens de capital cresceu 1,8%. Já a produção de bens intermediários recuou 0,4%. Considerando a média móvel trimestral para janeiro, a categoria de bens de consumo duráveis apresentou crescimento de 1,8%, a produção de bens de capital aumentou 1,4%, e a de bens intermediários registrou avanço de 0,1%. Já no caso de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, houve retração de 0,2%. Cabe ressaltar que o crescimento do indicador de atividade na indústria de bens de capital atingiu 20,4% no acumulado em doze meses até janeiro, sendo essa a maior expansão entre as categorias de uso. Isso evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

As taxas de utilização da capacidade instalada permanecem em patamares elevados. A reduzida margem de ociosidade é resultado da expansão recente da atividade econômica, ainda não totalmente compensada pela maturação dos investimentos. De fato, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, com ajuste sazonal calculado pela FGV, situou-se em 84,5% em fevereiro, ante 84,7% registrados em janeiro. Segundo

os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci de dezembro se manteve estável em 82,8%, ante 82,7% em novembro. Note-se que, no período de doze meses encerrados em janeiro, o crescimento anual da absorção de bens de capital se situava em 26,1%. A produção de insumos para a construção civil registrou elevação de 11,5% na mesma base de comparação. O indicador de nível de estoques da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV, livre de influências sazonais, situou-se em 101,3 em dezembro de 2010. Em janeiro, esse indicador apresentou recuo ao atingir 97,7, seguido por ligeira recuperação no mês de fevereiro, 98,8. Enquanto em dezembro de 2010, 5,2% dos respondentes caracterizavam seu nível de estoque como sendo excessivo, na série com ajuste sazonal, essa fração se situou em 6,3% em janeiro e 5,7% em fevereiro de 2011. Em síntese, os dados sugerem que as taxas de utilização seguiram em patamares elevados nos últimos meses, evidenciando margem estreita de ociosidade da indústria, a despeito da retomada dos investimentos.

Diferentemente da produção industrial, o volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento significativo, na margem, no final de 2010. Em dezembro de 2010, o volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento de 14,8% em relação ao mesmo mês de 2009, ante 17,0% registrados em novembro. Note-se que essas taxas são consideravelmente superiores à expansão de 2,5% da produção industrial em dezembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, bem como do crescimento de 3,7% do IBC-Br na mesma base de comparação. Dessa forma, há evidências de que a acomodação da atividade industrial ainda não teve correspondência no comércio, embora esse quadro tenda a se alterar em 2011. O dinamismo do comércio se refletiu, por exemplo, na importação de bens de consumo duráveis e não duráveis, que apresentaram altas de 27,7% e 24,8% no *quantum* em dezembro de 2010, em relação ao mesmo mês do ano anterior, respectivamente. Em 2010, o volume de vendas no comércio ampliado cresceu 12,2% em relação ao ano anterior, depois de registrar crescimento de 6,8% em 2009 e de 9,9% em 2008. Para os próximos trimestres, o comércio deve continuar a ser beneficiado pelo crescimento da massa salarial real, pelas transferências governamentais, pela expansão, ainda que com certa moderação, do crédito e pela confiança dos consumidores.

Após crescer 5,2% em 2008 e recuar 0,6% em 2009, a economia voltou a se expandir em 2010, apresentando crescimento expressivo de 7,5% – a maior taxa desde 1986. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB apresentou

taxas de crescimento elevadas no primeiro (2,2%) e no segundo trimestre (1,6%). A partir do segundo semestre houve desaceleração, e o crescimento foi de 0,4%, no terceiro trimestre de 2010, e de 0,7% no quarto. O comportamento do PIB indica que a economia brasileira retomou a trajetória de expansão vigente antes do recrudescimento da crise financeira de 2008/2009 e, recentemente, em ritmo condizente com taxas de crescimento avaliadas como sustentáveis a longo prazo. Sob a ótica da produção, o setor de serviços, cujas taxas de crescimento são menos voláteis, foi o único a apresentar crescimento positivo (1,0%) no último trimestre de 2010, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, oitavo crescimento consecutivo. A produção agropecuária se retraiu 0,8% no quarto trimestre de 2010, ante queda de 1,6% no trimestre anterior. Também a indústria apresentou retração de 0,3% no quarto trimestre de 2010, ante redução de 0,6% no trimestre anterior.

Sob a ótica da demanda, após ter recuado 10,3% em 2009, a FBCF cresceu 21,8% em 2010. Na comparação com o trimestre anterior e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a FBCF registrou expansão de 4,0%, 3,9%, 3,1% e 0,7% nos quatro trimestres de 2010, respectivamente. Apesar de ter pequena participação na demanda agregada, quando comparado ao consumo, o elevado crescimento do investimento tem contribuído para a sustentação da atividade econômica no período pós-crise. Adicionalmente, a perspectiva de novos investimentos de larga escala, coordenados pelo setor público, como no caso do setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, favorece as expectativas dos agentes econômicos e a manutenção da elevada expansão da FBCF. O consumo das famílias – componente mais importante da demanda agregada – cresceu 1,8%, 1,1%, 1,8% e 2,5%, na mesma base e períodos de comparação. O consumo do governo apresentou elevação apenas no segundo trimestre de 2010, de 1,8%, e retração de 0,2%, 0,1%, e de 0,3% no primeiro, no terceiro e no quarto trimestre do ano. O setor externo contribuiu negativamente para o crescimento do PIB de 2010 (-2,8 p.p.), com as importações aumentando 36,2% no ano, e as exportações, 11,5%. Em suma, a demanda doméstica, impulsionada pela expansão do crédito, do emprego e da renda, tem sido o principal fator de sustentação da atividade e deve continuar evoluindo favoravelmente nos próximos trimestres, embora em ritmo menor.

De fato, após haver crescido 9,1% em 2008 e 5,9% em 2009, as vendas reais do comércio varejista cresceram 10,9% em 2010, segundo o IBGE, com destaque para aumentos das vendas nos segmentos de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (24,1%)

e de móveis e eletrodomésticos (18,3%). O comércio varejista ampliado, que inclui segmentos mais sensíveis às condições de crédito, apresentou desempenho robusto em 2010, impulsionado tanto pelas vendas de materiais de construção, que registraram crescimento de 15,6%, como pelas de veículos e motos, partes e peças, cuja expansão alcançou 14,1%.

O mercado de trabalho tem desempenhado papel importante no atual ciclo da economia. O desemprego, medido pela taxa de desocupação no total das seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa mensal do IBGE, tem registrado tendência de queda ao longo dos últimos anos, atingindo o mínimo histórico de 6%, na série dessazonalizada, em novembro de 2010. Desde então, essa taxa se elevou, registrando 6,3% em janeiro de 2011. Na série sem ajuste sazonal, a taxa de desemprego se situou em 6,1% em janeiro – menor taxa para janeiro na série iniciada em março de 2002. Em relação ao mesmo mês de 2010, a taxa de desemprego apresentou queda de 1,1 p.p. Note-se que a queda na taxa de desocupação, nessa base de comparação, deu-se em todas as seis regiões pesquisadas. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada aumentou 5,3%, em janeiro de 2011, em relação ao mesmo mês de 2010. O número total de pessoas ocupadas nas seis regiões atingiu 22,1 milhões em janeiro de 2011, ante 21,6 milhões em janeiro de 2010. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, após quedas intensas no fim de 2008 e no início de 2009, a geração de postos voltou a se expandir de forma bastante robusta em 2010. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 2,47 milhões de postos de trabalho entre fevereiro de 2010 e janeiro de 2011. Dessa forma, a massa salarial real expandiu 7,7%, na comparação com mesmo mês de 2010; 9,5%, na comparação com 2009; 18,1%, na comparação com 2008; e 26% na comparação com janeiro de 2007.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito para as famílias – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais conquistados nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. Após serem adversamente afetadas pela crise de 2008/2009, as condições de crédito retornaram a padrões mais favoráveis e, assim, impulsionaram o volume de financiamentos. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 19,1% em janeiro de 2011, em relação ao mesmo mês do ano anterior. No mesmo período, o crédito habitacional, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento de 50,2%.

Apesar desse comportamento, espera-se moderação, para 2011, no crédito a pessoas físicas e a pessoas jurídicas, em parte devido à recente adoção de medidas macroprudenciais. De modo geral, os indicadores de inadimplência têm se mantido em patamares compatíveis com a fase do ciclo. De fato, a participação do saldo em atraso superior a 90 dias sobre o saldo total de crédito com recursos livres e referenciais para taxas de juros passou de 5,5% em janeiro de 2010 para 4,6% em janeiro de 2011.

O volume total de crédito às pessoas jurídicas cresceu 18,8% em janeiro de 2011, na comparação com mesmo mês de 2010, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R\$927,5 bilhões. A expansão do crédito foi favorecida pelos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R\$359,4 bilhões em janeiro de 2011 – incremento de 24,6% em relação ao mesmo período de 2010. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$145,2 bilhões em 2010, com destaque para a emissão de R\$120,2 bilhões da Petrobras em setembro de 2010, maior valor já registrado na bolsa brasileira. Por sua vez, os lançamentos de debêntures (excluindo as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil), após atingirem R\$11,1 bilhões em 2009, alcançaram R\$15,6 bilhões no acumulado de 2010.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses seguiu trajetória de crescimento desde o último Relatório, alcançando US\$21,7 bilhões em fevereiro de 2011. Esse resultado adveio de exportações de US\$210,4 bilhões e importações de US\$188,7 bilhões, o que representa variações de 33,9% e 42,0%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2010. A retomada da demanda externa tem contribuído para o crescimento, ainda modesto, do *quantum* exportado. De fato, no período de doze meses encerrado em janeiro de 2011, o *quantum* exportado registrou alta de 9,7% em relação aos doze meses imediatamente anteriores. No mesmo período, o preço médio das exportações se elevou em 21,7%. Já o *quantum* importado aumentou 37,5% nesse período, refletindo, em parte, o dinamismo da demanda doméstica. O preço médio das importações variou 4,3% em doze meses acumulados até janeiro.

O déficit em transações correntes, acumulado em doze meses, aumentou de US\$47,5 bilhões em dezembro de

2010 para US\$49,1 bilhões em janeiro de 2011, 2,35% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que acumularam US\$31,4 bilhões no mesmo período. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$50,8 bilhões em doze meses até janeiro de 2011, equivalente a 2,43% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde o último Relatório, alimentadas pelos extraordinários níveis de liquidez global e pelo cenário de incerteza política nos países do Oriente Médio e do norte da África. Embora a percepção de risco sistêmico tenha diminuído de forma significativa nos últimos meses, cresceram as preocupações com os efeitos da recente alta nos preços do petróleo sobre economias desenvolvidas, principalmente sobre a atividade. Também persistem dúvidas quanto à sustentabilidade do nível de endividamento de alguns países europeus, à possibilidade de desaceleração da China e aos efeitos do forte terremoto e tsunami da tarde de 11 de março no Japão.

A respeito do ritmo da atividade econômica global, consolida-se a perspectiva de recuperação mais rápida do que antecipado e de menor possibilidade de reversão desse processo, mas prevalece o entendimento de que haverá forte assimetria entre os países no que se refere ao ritmo de crescimento. A tendência de consolidação da recuperação é global, mas é particularmente importante na economia americana, cuja demanda doméstica tem mostrado certo dinamismo, em especial no consumo das famílias, em ambiente em que se reduzem incertezas relativas ao desempenho do mercado de trabalho. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro ainda se mostram assimétricas, enquanto o ritmo de expansão continua forte na Alemanha, país que tem apresentado crescimento mais vigoroso. Embora tenha havido crescimento nos índices de inflação plena ao consumidor nos países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), os núcleos das taxas de inflação nesses países continuam em níveis moderados – a despeito do caráter ainda fortemente expansionista das ações de política econômica, tanto no lado fiscal como no lado monetário. Nos mercados emergentes, de certa forma, as pressões inflacionárias têm se generalizado. Desde a divulgação do último Relatório, destacaram-se as elevações das taxas de juros promovidas pelos bancos centrais do Chile, da China, da Colômbia, da Índia, da Indonésia, do Peru e da Rússia, bem como os sucessivos aumentos do requerimento de depósitos compulsórios no caso da China.

O preço do petróleo do tipo *Brent* voltou a patamares superiores a US\$110 o barril. Embora nas últimas semanas a alta tenha sido impulsionada pela elevada instabilidade política em alguns países do Oriente Médio e, especialmente, do norte da África, destaque-se que o processo de elevação no preço da *commodity* é consistente com um quadro de fortalecimento da demanda global. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, o cenário central adotado pelo Copom utiliza a hipótese de preços domésticos da gasolina constantes nos níveis atuais em 2011. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também por meio da cadeia produtiva do setor petroquímico e do canal de expectativas. Entre as demais *commodities*, observou-se expressiva alta nos preços internacionais dos alimentos desde a divulgação do último Relatório. O índice de preços de alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) registrou alta de 11,1% nos últimos três meses e de 34,2% no período de doze meses encerrado em fevereiro de 2011. Já o índice de preços baseado em 22 *commodities*, divulgado pela *Commodity Research Bureau* (CRB), atingiu novo recorde na primeira semana de março. Na data de corte de 11 de março, o índice acumulava alta de 11,2% em três meses e de 29,1% em doze meses. O comportamento dos preços de *commodities* e de ativos continua envolto em elevada incerteza, em contexto de volatilidade nos mercados financeiros e de moedas.

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

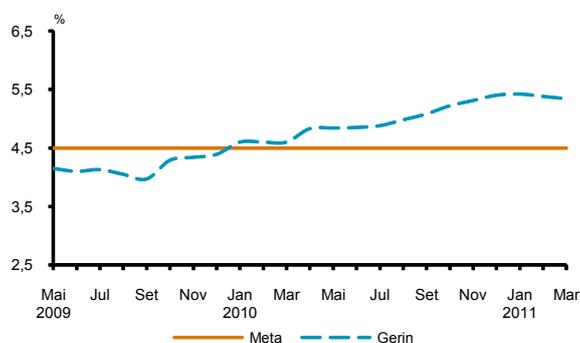
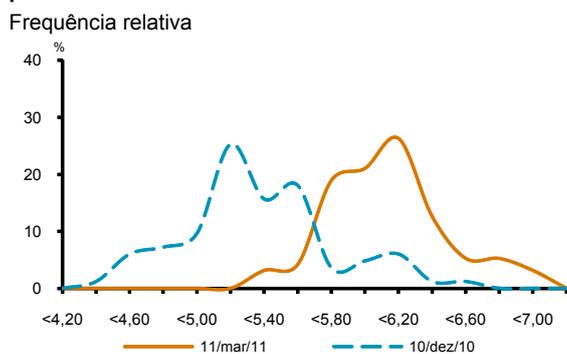


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2011



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2011 recuou desde a divulgação do último Relatório, ao passar de 4,50% em 10 de dezembro de 2010 para 4,10% em 11 de março de 2011. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação, em 2011, deslocou-se de 5,21% para 5,82%; e, em 2012, de 4,50% para 4,80%. Houve pequena redução na dispersão das expectativas de inflação para doze meses à frente, com o desvio-padrão passando de 0,46% para 0,44%.

De modo geral, desde a divulgação do último Relatório, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2011, e aumento para 2012, como ilustra o Gráfico 6.2. A propósito, conforme a teoria econômica, a presença de agentes heterogêneos numa pesquisa de expectativas, por si só, justificaria a existência de dispersão de “crenças” dentro do grupo. Uma das abordagens utilizadas para a questão relaciona a existência de expectativas distintas à estrutura de incentivos. Em outra frente, diferenças entre

as funções-objetivo (*loss functions*) dos agentes também fornecem essa explicação.

Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2011

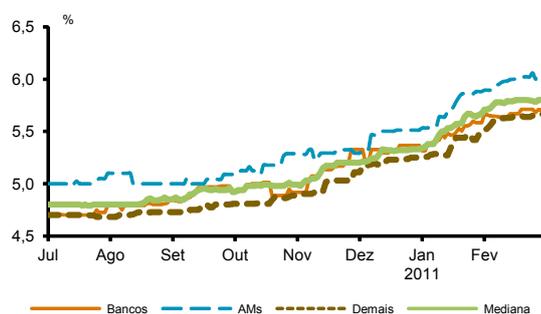
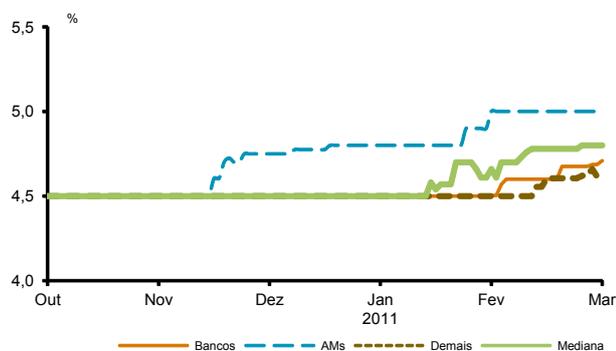


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012



A evidência internacional sobre análises de pesquisas de expectativas, de modo geral, aponta significativo grau de dispersão das informações, tanto quando trata de expectativas de consumidores, como quando trata de analistas profissionais. De fato, no caso específico do Brasil, ao se reagruparem as instituições participantes da pesquisa conduzida pelo Gerin em três segmentos – bancos, gestoras de recursos (ou *asset managers* – AMs) e demais instituições (setor real, distribuidoras/corretoras, consultorias e outras) –, encontram-se evidências de que há heterogeneidade na visão dos agentes sobre o cenário prospectivo para a inflação. Dessa forma, para cada segmento, foram construídas séries de medianas das respectivas expectativas para a inflação, conforme os Gráficos 6.3 e 6.4, que sugerem comportamentos diferenciados entre os grupos, em particular no grupo dos AMs.

Na data de corte de 11 de março, as medianas das expectativas de bancos, AMs, e demais instituições para 2011 se encontravam, respectivamente, em 5,68%, 6,00% e 5,67%. Para 2012, em 4,71%, 5,00% e 4,62%, segundo a mesma ordem. Com o objetivo de reduzir a assimetria de informações entre os participantes do mercado, provendo mais informações para os agentes, a partir deste Relatório o Banco Central passará a divulgar, sistematicamente, as expectativas de inflação de cada um dos referidos segmentos, sem nenhum prejuízo para a continuidade da publicação das medianas para a amostra total.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, o cenário prospectivo contempla, do lado externo, a tendência de consolidação da recuperação da atividade econômica global e certa disseminação de pressões inflacionárias, maior em economias emergentes. Do lado interno, o cenário prospectivo envolve moderação da atividade econômica, balanço de riscos para a inflação que mostra certo avanço, embora as projeções de inflação

para 2011 sejam menos favoráveis do que as constantes do último Relatório de Inflação.

No âmbito externo, o principal risco inflacionário advém do comportamento dos preços das *commodities*. Desde o último Relatório, a perspectiva para a evolução dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, inclusive petróleo, apresenta-se envolta em incerteza. Por exemplo, depende das repercussões do recente terremoto no Japão, de fatores geopolíticos em países do norte da África e do Oriente Médio e da evolução da demanda, em contexto de retomada assimétrica da economia mundial, de possibilidade de desaceleração da China e de volatilidade nos mercados financeiros internacionais. Nesse período, diminuíram as chances de haver nova rodada de ações monetárias não convencionais, as quais têm sido vistas como elemento de apoio para a escalada recente dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

O recente aumento de preços no atacado está estreitamente relacionado ao dos preços de *commodities* no mercado internacional. Em particular, os preços no atacado de produtos agrícolas aceleraram fortemente entre agosto de 2010 e fevereiro de 2011, acumulando aumento de 24,3%. Entretanto, parte substancial da elevação dos preços das *commodities* já foi incorporada aos preços ao consumidor. De fato, o grupo alimentação e bebidas do IPCA acumulou aumento de 8,15% entre setembro de 2010 e fevereiro de 2011. Ainda assim, um risco presente é de que as pressões oriundas do mercado de *commodities* perdurem, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos, o que poderia levar a pressões inflacionárias adicionais, como ocorreu recentemente.

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

Em relação à recuperação da economia mundial, o cenário central contempla hipótese de continuidade de recuperação da atividade, com assimetria ainda acentuada entre os blocos econômicos, e com menor possibilidade de reversão.

Do lado interno, o Comitê avalia que o principal risco é de que o aumento recente da inflação seja transmitido ao cenário prospectivo em contexto de estreita margem de ociosidade nos mercados de fatores – em especial o de trabalho. Esse importante fator de risco pode se agravar pela presença, na economia, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. Note-se que a inflação dos últimos meses foi forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços dos alimentos, decorrente, em parte, de choques de oferta domésticos e externos, acrescido de fatores sazonais característicos da inflação do primeiro bimestre e de concentração atípica de reajuste de preços administrados no mesmo período. Esses aumentos ocorrem ainda em contexto de descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a recuar.

Depois de acentuada queda no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009, os investimentos vinham se expandindo sistematicamente acima do crescimento do PIB, mas as taxas convergiram no último trimestre de 2010. A taxa de investimento – proporção da FBCF em relação ao PIB – recuperou-se de forma vigorosa, embora ainda se encontre em nível inferior ao verificado antes da crise de 2008/2009. A combinação do ritmo menos intenso de crescimento da demanda agregada e da recuperação dos investimentos tem se manifestado em valores mais estáveis para o Nuci industrial, o qual vinha em processo de contínuo crescimento ao longo de 2009 e no início de 2010.

A elevada taxa de crescimento do PIB de 2010, de 7,5%, em grande parte, reflete o efeito do carregamento estatístico decorrente das taxas de crescimento registradas no segundo semestre de 2009. De modo geral, entretanto, as perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica seguem favoráveis, embora esteja em curso moderação, em ritmo ainda incerto, da expansão da demanda doméstica. Essa avaliação é sustentada, entre outros, pelos sinais de que a expansão da oferta de crédito tende a persistir – embora em ritmo ainda mais moderado após a recente adoção de medidas macroprudenciais – tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas e pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de alguma acomodação na margem. Cabe adicionar, ainda, o vigor do mercado de trabalho, os efeitos remanescentes dos estímulos fiscais e das políticas dos bancos oficiais e a retomada da atividade global.

Um risco importante advém do mercado de trabalho. Em geral, o nível de emprego tem crescido de forma vigorosa

e gerado as mais baixas taxas de desemprego desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002). Notam-se, entretanto, na margem, alguns sinais de moderação no crescimento do emprego. Nesse sentido, o rendimento médio real, depois de crescer de forma vigorosa em 2010, mostra sinais de moderação, em parte, pelo crescimento recente da inflação. Um aspecto crucial em ciclos como o atual é a possibilidade de que o aquecimento no mercado de trabalho leve à concessão de aumentos nominais dos salários em níveis não compatíveis com o crescimento da produtividade, o que de fato tem ocorrido. Em ambiente de demanda aquecida, esses aumentos salariais tendem a ser repassados aos preços ao consumidor. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, evidencia que moderação salarial constitui elemento-chave para obtenção de ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

O Copom entende que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase automáticos de reajuste, *de jure* e/ou *de facto*, que contribuem para prolongar, no tempo, pressões inflacionárias observadas no passado. Como se sabe, mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduzem a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. De modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o “ponto de partida” da taxa de inflação em ciclos de recuperação econômica e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo. De fato, a taxa de inflação de 2011 incorporará efeito do elevado ponto de partida deixado pela inflação de 2010.

Os riscos associados aos mecanismos de indexação tornam-se particularmente importante em 2011. De um lado, porque a inflação do ano anterior, principalmente a do último trimestre em termos anualizados, posicionou-se bem acima da trajetória de metas. De outro, porque nos próximos dois trimestres a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares similares ou mesmo superiores àquele em que atualmente se encontra. Isso, em parte, explica-se pela elevada inércia trazida de 2010, e pelo fato de as projeções, contrastando com o observado em 2010, apontarem para taxas de inflação próximas ao padrão histórico no trimestre junho-agosto de 2011.

Potenciais repercussões sobre os preços ao consumidor da elevação recente dos preços no atacado também devem ser monitoradas. As evidências indicam presença de defasagens

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

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

No que se refere à política fiscal o Copom avalia que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. Importante destacar que o Comitê reafirma que seu cenário prospectivo central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais e parafiscais. Nesse sentido, importantes decisões de contenção do gasto governamental foram tomadas e executadas, as quais apoiam a visão de que, no início deste ano, teve início um processo de consolidação fiscal.

A dinâmica do mercado de crédito também merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação, quanto por riscos macroprudenciais que pode originar. O dinamismo do mercado de crédito tem determinado crescimento persistente da relação crédito/PIB. Como ressaltado no box Poder da Política Monetária no Brasil, constante do Relatório de junho de 2010, esse aprofundamento do mercado de crédito, entre outros fatores, deve ter contribuído para ampliar o poder da política monetária no Brasil. Por outro lado, note-se que a política de acumulação de reservas busca adquirir o fluxo no médio e longo prazo, mas, ainda assim, parte dos recursos tem sido destinada ao mercado de crédito. Nesse sentido, excesso de entrada de capitais externos pode enfraquecer o canal do crédito, suavizar sua contribuição

para a contenção de demanda agregada, bem como causar distorções nos preços de ativos domésticos.

De qualquer maneira, o Copom avalia que a moderação da expansão do mercado de crédito constitui elemento importante para que se concretize seu cenário central. A esse respeito, considera oportuna a introdução de iniciativas para moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito. Em relação ao quadro vigente no último Relatório, prevalece a visão de que houve substancial aumento na probabilidade de concretização da hipótese de moderação da expansão do mercado de crédito de um modo geral. A propósito, informações disponíveis evidenciam alterações relevantes tanto nos preços praticados quanto nas quantidades de recursos transacionados no mercado de crédito após a introdução das iniciativas macroprudenciais. O Comitê ressalta que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária, apesar de as primeiras terem foco na estabilidade sistêmica. Nesse sentido, reafirma sua visão de que não se pode desvincular a estratégia de política monetária dos desenvolvimentos no âmbito macroprudencial.

Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual e identifica riscos elevados à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Desde o último Relatório, no âmbito externo, fatores de estímulo e seus reflexos sobre preços de ativos apontam menor probabilidade de reversão do processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Em outra perspectiva, ainda revelam influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudenciais – um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda – foram implementadas, assim como ações convencionais de política monetária, e, nos dois casos, ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços.

Embora incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões recentes, o Comitê avalia que o balanço de riscos atual, em comparação ao observado no último Relatório, mostra-se, em algum grau, mais favorável à concretização de cenário benigno. A propósito, note-se que, desde então, ações de política monetária foram implementadas, emergiram fortes evidências de eficácia das ações macroprudenciais introduzidas em dezembro, e importantes decisões foram

tomadas e executadas no âmbito fiscal. Além disso, mais recentemente a dinâmica dos preços das *commodities* oferece sinais de moderação, apesar de desenvolvimentos desfavoráveis no campo geopolítico, como a crise no norte da África e Oriente Médio.

O Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic, de 10,75%, para 11,25% e 11,75% a.a., sem viés, nas reuniões de janeiro e março, respectivamente.

Em 2010, a inflação superou o valor central de 4,5% para a meta de inflação, resultado que, em parte, deveu-se aos efeitos primários de choques negativos de oferta (*vide* exercício apresentado em box constante deste Relatório), em particular, à escalada dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. Numa perspectiva temporal, entretanto, o choque de *commodities* esteve concentrado no segundo semestre de 2010 e nos meses iniciais de 2011 – de julho a fevereiro, por exemplo, o IC-Br variou 41,4% e, no caso específico das *commodities* agrícolas, 60,2%. Estima-se que os efeitos primários desse extraordinário choque de oferta, por si sós, determinariam variação em torno de 2,5 p.p. no IPCA. Parte desse efeito se materializou ainda em 2010, mas as estimativas sugerem que aproximadamente um terço do impacto inflacionário do choque de *commodities* deve repercutir sobre os preços ao consumidor somente este ano.

Em conjunturas como a atual, naturalmente emerge a discussão sobre como a política monetária deve ser conduzida na presença de choques de oferta. A teoria recomenda que, na presença de choques negativos, a política monetária ótima não reaja aos efeitos de primeira ordem (efeitos primários). Entretanto, também recomenda que seja ativa no sentido de restringir a possibilidade de que os efeitos desses aumentos localizados de preços – advindos de setores onde os choques de oferta se originaram – propaguem-se para salários nominais, expectativas de inflação de médio e de longo prazo e para os outros preços (efeitos de segunda ordem). A experiência internacional corrobora essa visão, e existe consenso entre os formuladores de política de que os efeitos primários de choques de oferta representam alterações nos preços relativos da economia e que, na presença de rigidez de preços e de salários, manifestam-se em crescimento do nível agregado de preços. Ao mesmo tempo, existe consenso de que os bancos centrais devem conter a propagação dos choques, pois, dessa forma, diminuem os riscos de contaminação dos processos de formação de preços e de salários, ou seja, de que a inflação se desloque permanentemente para patamares mais elevados.

O Copom entende que os custos, em termos de nível de atividade, de se evitar que os efeitos primários do choque de oferta levassem a inflação, em 2011, para um nível acima do valor central de 4,5% para a meta seriam demasiado elevados. Por outro lado, está em curso moderação da expansão da demanda doméstica, em ritmo que, apesar de incerto, tende a se acentuar devido a ações de política já implementadas. Além disso, o Comitê pondera que a flexibilidade inerente ao regime de metas para a inflação permite que os efeitos primários do choque sejam acomodados. Dito de outra forma, nas atuais circunstâncias, a boa prática recomenda buscar uma convergência mais suave da inflação para a trajetória de metas, à semelhança de estratégia adotada no passado pelo Banco Central.

Nesse contexto, então, o Copom ressalta que a estratégia de política monetária será implementada com vistas a conter os efeitos de segunda ordem do choque de oferta e a garantir a convergência da inflação para a meta em 2012. Para tanto, importa destacar que, considerando as perspectivas de desaceleração da atividade doméstica, bem como a complexidade que ora envolve o ambiente internacional, entre outros fatores, a estratégia de política monetária pode eventualmente ser reavaliada, em termos de sua intensidade, de sua distribuição temporal ou de ambos.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 11 de março de 2011 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,65/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de março – ante R\$1,70/US\$ e 10,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2010. A projeção para a variação, em 2011, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, no cenário de referência, é de 4,0%, mesmo valor considerado no último Relatório. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2011, nas hipóteses de estabilidade nos preços da gasolina e do gás de bujão; de variação de 2,8% nos preços da eletricidade; e de 2,9% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais,

inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2012 é de 4,4%, mesmo valor utilizado no Relatório de dezembro de 2010 e, para 2013, encontra-se em 4,3%.

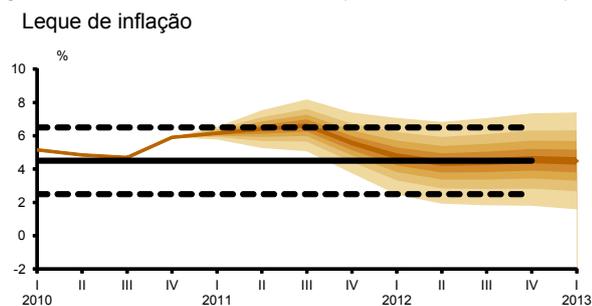
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin junto a um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média se reduziram, em comparação com os valores divulgados no Relatório de Inflação de dezembro de 2010. Para o último trimestre de 2011, passaram de R\$1,75/US\$ para R\$1,70/US\$ e, para o último trimestre de 2012, de R\$1,80/US\$ para R\$1,75/US\$. Para o primeiro trimestre de 2013, projetam taxa de câmbio média de R\$1,76/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas se elevaram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2011, a taxa média deslocou-se de 12,25% a.a. para 12,50% a.a. e, para o último trimestre de 2012, de 10,92% a.a. para 11,33% a.a. Para o primeiro trimestre de 2013, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,13% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 116 p.b. e -6 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (11,75% a.a.), no quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 4,1% e de 4,5% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2011 e em 2012, respectivamente, e de 4,5% para 2013.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento da meta de superávit primário de R\$117,9 bilhões (ou cerca de 2,9% do PIB), sem ajustes, em 2011 (conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias – 2011). Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário de 3,1% em 2012.

Cabe informar ainda que, no conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro de 2010.

Com base nos pressupostos acima, utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (11 de março de 2011), foram construídas as projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,75% a.a. (cenário de referência)



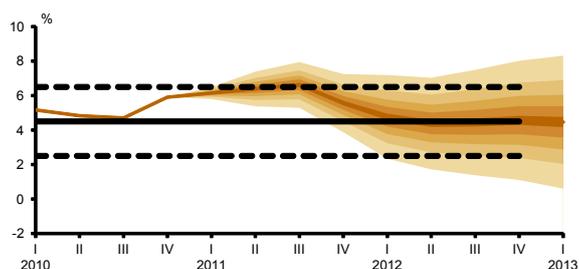
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11,75% a.a.
(Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%						
	30%						
10%							
2011 1	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,2
2011 2	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	6,4
2011 3	6,0	6,3	6,5	6,7	7,0	7,3	6,6
2011 4	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	5,6
2012 1	3,8	4,2	4,6	4,9	5,3	5,7	4,8
2012 2	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,4	4,4
2012 3	3,4	3,8	4,2	4,6	5,1	5,5	4,4
2012 4	3,4	3,9	4,4	4,8	5,2	5,7	4,6
2013 1	3,3	3,8	4,3	4,7	5,2	5,7	4,5

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

Gráfico 6.6 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



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

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

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%						
	30%						
10%							
2011 1	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,2
2011 2	6,0	6,2	6,3	6,5	6,6	6,8	6,4
2011 3	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,2	6,6
2011 4	4,9	5,2	5,4	5,7	6,0	6,3	5,6
2012 1	3,8	4,2	4,6	5,0	5,3	5,8	4,8
2012 2	3,3	3,8	4,2	4,6	5,0	5,5	4,4
2012 3	3,2	3,7	4,2	4,7	5,2	5,7	4,4
2012 4	3,1	3,8	4,3	4,8	5,4	6,0	4,6
2013 1	2,9	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0	4,5

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

^{1/} De acordo com o Gerin.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,6% em 2011, 0,6 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro de 2010. Conforme o Gráfico 6.5, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) até o primeiro trimestre de 2012, quando alcança 4,8%, em torno da meta nos trimestres posteriores. De acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 6,2% no primeiro trimestre de 2011, desloca-se para 6,6% no terceiro, mas recua e encerra o ano em 5,6%. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2012 se encontra em 4,8%, recua para 4,4% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,6%. O recuo da projeção de inflação ao longo do primeiro semestre de 2012, em comparação a 2011, reflete, em parte, os efeitos da elevação da taxa básica de juros determinada pelo Copom em suas duas últimas reuniões e dos recolhimentos compulsórios em dezembro último. Para o primeiro trimestre de 2013, a projeção se encontra em 4,5%.

Cabe informar, ainda, que a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2011, segundo o cenário de referência, situa-se em 20%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 13%.

No cenário de mercado, a previsão de 5,6% para a inflação em 2011 é igual à associada ao cenário de referência e 0,8 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Conforme se pode inferir do Gráfico 6.6 e da Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses, seguindo padrão semelhante ao observado no cenário de referência, oscila em patamares superiores à meta até o primeiro trimestre de 2012. Nesse cenário, a projeção parte de 6,2% no primeiro trimestre de 2011, desloca-se para 6,6% no terceiro trimestre e encerra o ano em 5,6%. Nesse mesmo cenário, a projeção se encontra em 4,8% no primeiro trimestre de 2012, recua para 4,4% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,6%. Para o primeiro trimestre de 2013, a projeção se encontra em 4,5%.

Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2011 situa-se em 18%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 18%.

Assim como verificado no último Relatório, as dinâmicas das projeções nos dois cenários considerados se aproximam em 2011 e 2012, haja vista que o efeito da

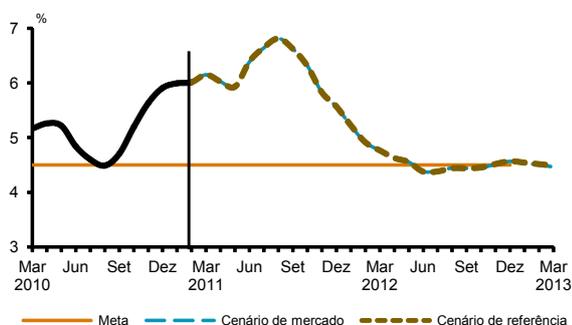
diferença entre as trajetórias para a taxa de juros, em certa medida, compensa o efeito da diferença entre as respectivas trajetórias de taxa de câmbio. Um aspecto a destacar é que, de modo geral, as projeções para a inflação se elevaram em comparação com os números constantes do último Relatório, ainda assim, aproximam-se do valor central da meta ao final do horizonte considerado.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2010 IV	5,9	5,9
2011 I	5,7	5,7
2011 II	5,7	5,7
2011 III	5,8	5,8
2011 IV	5,0	4,8
2012 I	4,5	4,4
2012 II	4,3	4,1
2012 III	4,6	4,4
2012 IV	4,8	4,5

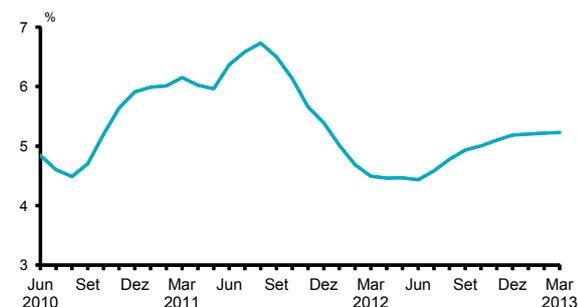
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – estas últimas constantes da Tabela 6.3 – mostra, para o cenário de referência, elevação nas projeções ao longo de 2011 refletindo, em parte, as taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2012, o movimento reflete, em parte, expectativas de inflação mais elevadas. No cenário de mercado, as mudanças nas projeções também refletem esses movimentos. Em relação ao segundo semestre de 2012, há redução das projeções para a inflação, no cenário de referência, e relativa estabilidade no cenário de mercado, em relação ao Relatório de dezembro de 2010.

Gráfico 6.7 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



O Gráfico 6.7 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o primeiro trimestre de 2013, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2011, 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 2011. Em ambos os cenários, a trajetória indica redução da inflação acumulada em doze meses no quarto trimestre de 2011 e direciona-se para o valor central da meta ao longo do primeiro e segundo trimestres de 2012, oscilando em torno desse valor até o final do horizonte de projeção.

Gráfico 6.8 – Projeção de inflação: modelos VAR



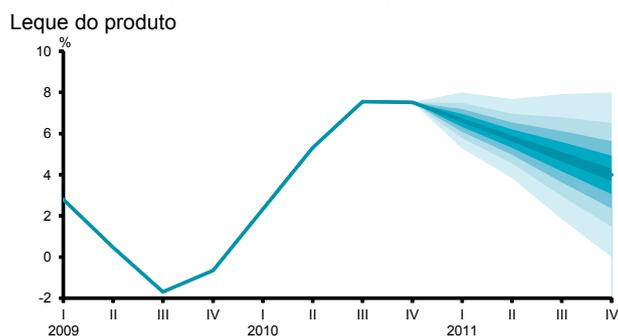
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).
Média das projeções dos modelos.

Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente, e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação se encontra em 5,5% para 2011 e em 4,4% para 2012. No primeiro trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,3%.

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.8. Até fevereiro de 2011, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Quando comparadas com os dados do

Relatório anterior, assim como nas projeções para os cenários de referência e de mercado, nos modelos VAR observa-se elevação das previsões para a inflação acumulada em doze meses ao longo de 2011. As previsões para 2012, em geral, se reduzem em comparação com dados do Relatório anterior, mas encerram o ano em patamar superior. As previsões dos modelos VAR, em comparação com 2011, reduzem-se no primeiro e no segundo trimestres de 2012. A seguir se elevam no terceiro e no quarto trimestres e tendem para a média incondicional da inflação ao final do horizonte considerado.

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 11,75% a.a. (cenário de referência)



O Gráfico 6.9 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2011 é de 4,0%, percentual 0,5 p.p. menor do que o projetado no Relatório de Inflação de dezembro de 2010.

Decomposição da Inflação de 2010

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este boxe apresenta estimativas, baseadas nos modelos de projeção utilizados pelo Banco Central, para a contribuição de diversos fatores para a inflação em 2010. Nesse sentido, decompõe-se a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em seis componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta, acumulada a partir do último trimestre do ano anterior; (iii) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; (iv) choque de oferta; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos dos itens (i) e (ii)¹. Vale ressaltar que as estimativas apresentadas nesse processo de decomposição são aproximações, baseadas em modelos, e estão, portanto, sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Em relação ao apresentado em anos anteriores, a metodologia adotada neste boxe se diferencia por incluir o item (iv), choque de oferta. O choque de oferta foi identificado em dois passos: na primeira etapa calculou-se o erro de previsão um passo a frente, proveniente da curva de *Phillips* de preços livres. Esse erro de previsão inclui um componente que pode ser identificado como choque de oferta, o qual impacta a inflação de preços livres. Na segunda etapa, o erro de previsão foi projetado no espaço gerado por inovações em índices de preços de *commodities* em reais – medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB) e pelo Índice de *Commodities*

1/ O procedimento básico utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002), “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 22. Neste boxe, em adição ao descrito no procedimento básico, foi estimado o componente “choque de oferta”.

Brasil (IC-Br)² –, no preço internacional do petróleo, em reais, e no descasamento entre índices de preços no atacado e no varejo domésticos. Essas variáveis servem como instrumentos para identificar o choque de oferta utilizado na decomposição.

Antes de se apresentarem as estimativas da decomposição da inflação, cabe fazer breve contextualização sobre choques de oferta.

Choques de oferta são definidos como surpresas que afetam diretamente as condições de produção, tais como quebras de safras agrícolas, racionamentos de energia, aumento da produtividade das empresas ou melhoria dos termos de troca, entre outros, e podem ser positivos ou negativos. Apesar de as definições serem bastante simples, em geral a identificação dos choques é complexa, pois muitas vezes os choques não são facilmente classificáveis, ou podem embutir elementos de demanda e de oferta, tornando o processo incerto e dependente da utilização de modelos econômicos.

Para efeitos de condução da política monetária, a relevância de um choque depende de sua magnitude e de sua persistência, bem como das características estruturais da economia. Por exemplo, variações cambiais persistentes tendem a ser mais intensamente repassadas aos preços. Ou ainda, economias com participação elevada de alimentos na cesta de consumo das famílias tendem a ser mais fortemente impactadas quando há aumentos desses preços nos mercados internacionais. Em outra perspectiva, uma vez que a magnitude do choque, em geral, revela-se ao longo do tempo, uma regra usualmente aceita em bancos centrais sugere que se calibre a resposta, à medida que os efeitos forem se manifestando (Blinder, 1998)³.

No caso específico de choque de oferta, a política monetária pode enfrentar *trade-off* entre estabilizar o produto e controlar a inflação. Se o choque for positivo – por exemplo, ganhos de produtividade – a situação não é conflitante, uma vez que o choque contribui para aumentar a oferta agregada e se alinha

2/ CRB é o índice de *commodities* produzido pelo *Commodity Research Bureau* e IC-Br é o Índice de *Commodities* Brasil apresentado no box “Repasse dos Preços das *Commodities* para o IPCA e Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)” do Relatório de Inflação de dezembro de 2010.

3/ “*Step 1: Estimate how much you need to tighten or loosen monetary policy to “get it right”. Then do less. Step 2: Watch developments. Step 3a: If things work out about as expected, increase your tightening or loosening toward where you thought it should be in the first place. Step 3b: If the economy seems to be evolving differently from what you expected, adjust policy accordingly.*” (Blinder, 1998, pp. 17-18).

ao esforço da política monetária para manter os preços estáveis. Se for negativo – por exemplo, apagão elétrico, quebra de safra ou aumento do preço do petróleo – contrai a oferta e pressiona a inflação para cima. A teoria⁴ recomenda que, na presença de choques negativos de oferta, a política monetária ótima não reaja aos efeitos de primeira ordem (efeitos primários). Tal política deve evitar que os efeitos de aumentos localizados de preços – advindos de setores onde os choques de oferta se originaram – propaguem-se para salários nominais, expectativas de inflação de médio e de longo prazo e preços não afetados diretamente pela variação de custos (efeitos de segunda ordem).

Gráfico 1 – Índice de commodities CRB e IC-Br



Em 2010, conforme ilustra o Gráfico 1, os preços de *commodities*, em reais, elevaram-se significativamente. Esse processo, uma decorrência, ao menos em parte, de choques de oferta, repercutiu rapidamente na dinâmica dos preços ao consumidor, de modo que a inflação medida pela variação do IPCA atingiu 5,91% em dezembro de 2010, ante 4,31% no ano anterior. Considerando os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 7,08%, e a dos preços administrados, em 3,13%.

De acordo com a Tabela 1, controlando-se para efeitos do repasse cambial, da inércia, das expectativas e de choques de oferta, a maior parte da variação do IPCA, em anos recentes, deveu-se ao comportamento dos preços livres, seguido pelo do choque de oferta. Em 2007 e 2008, o choque de oferta contribuiu com 47,6% e 25,8%, respectivamente, da inflação total. Em 2009, apresentou-se desinflacionário.

Tabela 1 – Decomposição da inflação de 2003 a 2010 – Em p.p.

Componente	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
IPCA (variação %)	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46	5,90	4,31	5,91
Inércia	5,92	0,28	0,77	0,47	0,01	0,23	0,00	-0,09
Expectativa	1,71	0,37	0,27	-0,13	-0,43	0,22	-0,10	0,21
Repasso cambial	-1,11	-0,34	-2,06	-0,55	-1,12	0,63	-0,24	-0,22
Choque de oferta	1,24	3,52	-0,88	0,18	2,12	1,52	-0,25	1,97
Inflação livre*	-0,12	0,83	4,29	1,58	2,91	2,25	3,72	2,95
Inflação administrados**	1,66	2,93	3,31	1,60	0,96	1,05	1,18	1,10

* Excluindo repasse cambial, inércia, expectativas e choque de oferta.

** Excluindo repasse cambial e inércia.

4/ Ver, por exemplo, os modelos estocásticos de equilíbrio geral dinâmico de Aoki (2001) e de Bodenstein *et al* (2008).

Em 2010, conforme o Gráfico 2 e a Tabela 1, descontados os efeitos do repasse cambial, inércia, expectativas e choque de oferta, os preços livres contribuíram com 2,95 p.p. da inflação, e os administrados, com 1,10 p.p.

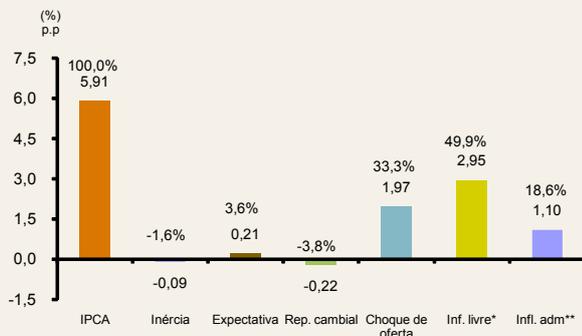
Em termos relativos, os efeitos de preços livres e administrados sobre a inflação atingiram 49,9% e 18,6%, respectivamente em 2010 (Gráfico 2). Em relação ao conjunto dos itens descritos em (i), (ii), (iii) e (iv), estima-se que, no agregado, elevaram o IPCA em 1,87 p.p. (31,5%), contrastando com o ocorrido em 2009, quando reduziram a inflação em 0,59 p.p., mas em linha com o ocorrido em 2007 e 2008, anos em que a inflação foi fortemente influenciada por choques de oferta.

O Gráfico 2 e a Tabela 1 indicam que a variação da taxa de câmbio contribuiu para reduzir a taxa de inflação em 2010, repetindo o que se observa desde 2003, exceto em 2008. De fato, a variação da taxa de câmbio foi responsável por redução de 0,22 p.p. no IPCA, equivalente a 3,8% da inflação total. A inércia também contribuiu para o recuo do IPCA em 0,09 p.p., equivalente a 1,6% na inflação total em 2010. Por sua vez, as contribuições do choque de oferta e do componente dado pela diferença entre expectativas de inflação e meta foram positivas em 2010, elevando o IPCA em 1,97 p.p. e 0,21 p.p., respectivamente, equivalentes a 33,3% e 3,6% da inflação.

Em comparação com o ano anterior, o Gráfico 3 ilustra que a inflação de livres (excluídos os efeitos do repasse cambial, da inércia, das expectativas e do choque de oferta) e a inflação de administrados (excluídos os efeitos do repasse cambial e da inércia) responderam pela maior parte da inflação de 2009.

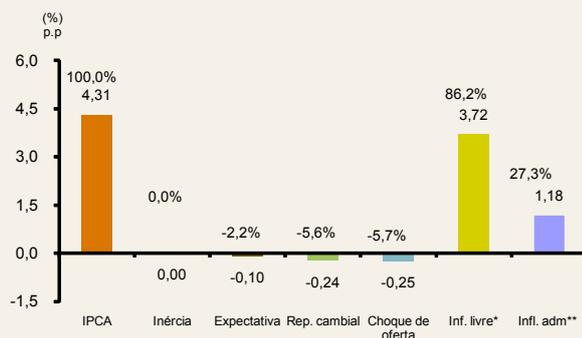
Em resumo, em 2004, 2007, 2008 e 2010, o componente “choque de oferta” explicou mais de 25% da inflação observada e se aproximou da metade em alguns episódios. Especificamente em 2010, a contribuição do choque de oferta foi de aproximadamente um terço. Cabe lembrar que esse choque está associado, em grande parte, à dinâmica dos preços das *commodities* no segundo semestre de 2010. De fato, a elevação dos preços das *commodities*

Gráfico 2 – Decomposição da taxa de inflação de 2010



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
 ** Excluindo repasse cambial e inércia.

Gráfico 3 – Decomposição da taxa de inflação de 2009



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
 ** Excluindo repasse cambial e inércia.

se refletiu, com pequena defasagem, nos índices de inflação, principalmente no grupo alimentação e bebidas – a variação dos preços desse grupo em apenas quatro meses (setembro a dezembro de 2010) alcançou 6,67%. Por fim, é importante destacar que, conforme recomendado pela teoria, no que é seguida pela experiência internacional, a política monetária deve acomodar os efeitos de primeira ordem do choque de oferta e se manter vigilante para conter sua propagação e tentativas de recomposição de preços relativos (os efeitos de segunda ordem).

Referências

AOKI, K. (2001). *Optimal Monetary Policy Responses to Relative-Price Changes*. Journal of Monetary Economics, 48, 55-80.

BLINDER, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press.

BODENSTEIN, M.; ERCEG, C. J.; GUERRIERI, L. (2008). *Optimal Monetary Policy with Distinct Core and Headline Inflation Rates*. Journal of Monetary Economics, 55, 18-33.

Hiato do Produto – Estimções recentes

O hiato do produto, definido como a diferença entre produto efetivo e potencial, é variável importante para indicar pressões inflacionárias na economia. Valores positivos do hiato do produto indicam que o produto efetivo é superior ao potencial e sugerem a possibilidade de elevação futura do nível de preços e vice-versa. Ao funcionar como indicador de flutuações econômicas, o hiato, entre outras variáveis, proporciona aos formuladores de política a possibilidade de antecipar potenciais pressões de demanda sobre preços.

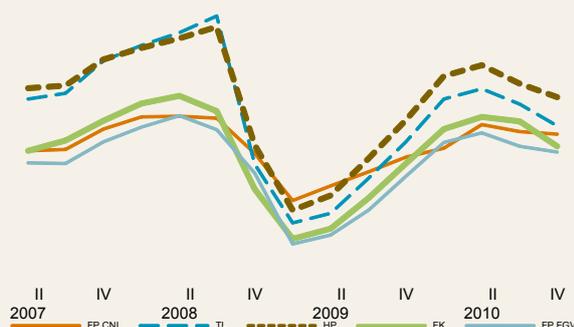
Como, entretanto, o hiato do produto não pode ser diretamente mensurado, ou seja, é uma variável não observável, torna-se necessária sua estimação, a qual envolve elevado grau de incerteza¹. Não há consenso na literatura sobre a técnica mais adequada para estimação do produto potencial e, por conseguinte, do hiato do produto. Dessa forma, o Banco Central do Brasil, à semelhança do que ocorre na maioria das economias importantes, utiliza diversos métodos para mensurar o hiato do produto: i) extração de tendência linear (TL); ii) filtro Hodrick-Prescott (HP); iii) função de produção (FP)², e iv) filtro de Kalman (FK)³. Os métodos (i) e (ii) são univariados, e os (iii) e (iv) são multivariados.

-
- 1/ Na literatura sobre metodologia de cálculo do hiato, há, basicamente, duas vertentes. Uma é baseada em modelos mais simples, em geral univariados, que empregam filtros estatísticos para extrair o produto potencial e, por resíduo, o hiato do produto. Outra, mais complexa, faz uso de modelos multivariados que buscam maior fundamentação econômica nas estimativas para o hiato. A vantagem da primeira abordagem é a simplicidade do processo de estimação, e a da multivariada reside na imposição de relações ou características econômicas.
 - 2/ Calculada com dados de taxa de desemprego e de Utilização da Capacidade Instalada (UCI), usando tanto a UCI elaborada pela Confederação Nacional da Indústria (FP-CNI) quanto a UCI da Fundação Getúlio Vargas (FP-FGV);
 - 3/ Os métodos de estimação por extração de tendência linear e de filtro HP estão descritos no Relatório de Inflação de setembro de 1999. O método de estimação da função de produção está descrito nos Relatórios de dezembro de 2000 e de dezembro de 2003, e vem sendo aprimorado nos últimos anos com alterações metodológicas e de variáveis. O método que utiliza o filtro de Kalman com restrições advindas da teoria econômica foi apresentado no Relatório de dezembro de 2007.

O objetivo deste boxe é avaliar a evolução recente das diferentes medidas do hiato do produto calculadas pelo Banco Central, atualizando as estimativas apresentadas no Relatório de Inflação de março de 2010. Adicionalmente, apresenta-se a evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) da economia brasileira.

Gráfico 1 – Evolução do hiato do produto – 2007-II a 2010-IV

Função de produção, tendência linear, filtro HP e filtro de Kalman



Utilizando-se amostra que vai do segundo trimestre de 2007 ao quarto trimestre de 2010, verifica-se, no Gráfico 1, que as diversas medidas de hiato são bastante correlacionadas, embora difiram em nível. Os distintos níveis refletem, principalmente, as diferenças dos modelos econômicos empregados no processo de projeção de inflação⁴.

Em relação à evolução recente das diferentes medidas de hiato, pode-se notar forte queda do hiato do produto entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro de 2009, em virtude da crise de 2008/2009. Importante destacar que essa redução do hiato do produto não se restringiu à economia brasileira, ocorreu também em outras economias emergentes, bem como em economias desenvolvidas⁵. Como mostra o Gráfico 1, a partir do segundo trimestre de 2009, todos os hiatos passam a mostrar elevação. Esse movimento vai até o segundo trimestre de 2010 e é compatível com o aumento observado no grau de utilização dos fatores de produção. Finalmente, no terceiro e quarto trimestres de 2010, novamente ocorre redução do hiato, independente da medida considerada.

Gráfico 2 – Formação Bruta de Capital Fixo – 2007-II a 2010-IV

Taxa de crescimento trimestral



Cada medida de hiato gera uma medida correspondente para o produto potencial da economia brasileira. A propósito, nos exercícios aqui apresentados, apesar de as informações sobre investimento não serem diretamente utilizadas no cálculo do produto potencial, existe correlação entre taxa de crescimento do produto potencial e taxa de crescimento da FBCF. O Gráfico 2 apresenta a taxa de crescimento da FBCF da economia brasileira. Após alcançar crescimento de cerca de 4,5% no terceiro trimestre de 2008, essas taxas caíram para -10,6% e -14,6% nos dois trimestres seguintes, refletindo

4/ Considerando as distintas curvas de *Phillips* baseadas nos diferentes hiatos utilizados, os hiatos calculados pelo método da função de produção não implicarão projeções de inflação consistentemente inferiores, ou superiores, às projeções obtidas com as demais medidas.

5/ Ver, por exemplo, IMF (2010) e Cardenas e Levy-Yeyati (2010).

a forte retração resultante da crise financeira de 2008/2009. A partir do segundo trimestre de 2009, a FBCF voltou a crescer, atingindo 9,3% no terceiro trimestre de 2009. Desde então, como ocorreu com diversos outros índices de atividade econômica, a variação da FBCF apresentou arrefecimento, com variação de 3,1% no terceiro trimestre de 2010 e 0,7% no último. É plausível afirmar que, nesse período, as taxas de crescimento do produto potencial tenham observado trajetória com dinâmica similar.

Em suma, a boa prática na condução da política monetária requer mensurações adequadas do hiato do produto. Nesse sentido, torna-se importante o acompanhamento de indicadores elaborados por diferentes metodologias, além da estreita vigilância na consistência das séries e do aprimoramento constante das metodologias utilizadas, haja vista as dificuldades relacionadas ao processo de estimação dos hiatos. De certo modo, tendências similares de medidas de hiatos obtidas por diferentes métodos tendem a conferir maior conforto às análises sobre as flutuações cíclicas da economia.

Referências

IMF. (2010). *World Economic Outlook*. October.

CARDENAS, M.; LEVY-YEYATI, E. (2010). *Brookings Latin America Economic Perspectives*. September.

Multiplicador Fiscal, Produto e Inflação

Em virtude da crise financeira internacional de 2008/2009, muitos países implementaram políticas monetárias acomodáticas, a fim de contrabalançar a forte retração de produto que então se observava. O *mix* de políticas envolveu a redução da taxa nominal de juros, em alguns casos para valores próximos a zero (*zero lower bound*); a utilização de instrumentos não convencionais, como injeção direta de liquidez em moeda doméstica (*quantitative easing*), por vezes, também em moeda estrangeira; e, até mesmo, a modificação nos balanços dos bancos centrais (*qualitative easing*).

Diante da amplitude e da profundidade dos impactos sobre a atividade, decorrentes da crise financeira, e dos limites naturais dos estímulos monetários, diversas economias desenvolvidas e emergentes também adotaram políticas fiscais fortemente expansionistas, por meio de redução de impostos e/ou aumento de gastos. No caso específico das economias latino-americanas, de modo geral, as políticas anticíclicas contribuíram para recuperação econômica relativamente rápida. Ainda assim, em algumas dessas economias os estímulos fiscais não foram totalmente revertidos¹.

Este box tem dois objetivos. Primeiro, contextualiza o tema ao apresentar breve resenha sobre a teoria e a evidência empírica sobre o multiplicador fiscal. Segundo, avalia o potencial impacto da política fiscal sobre a inflação no Brasil.

1/ Ver, por exemplo, Cárdenas e Levy-Yeyati (2010).

Multiplicador Fiscal: teoria e evidência

O efeito sobre a demanda agregada da variação de uma unidade monetária no gasto do governo e/ou nos impostos é proporcional ao tamanho do impulso fiscal e o coeficiente de proporcionalidade, conhecido como “multiplicador fiscal”. Em tese, para a autoridade fiscal, conhecer o tamanho do multiplicador é importante para a escolha do *mix* de políticas adequado (gastos, impostos e/ou transferências), bem como para calibrar a magnitude e a duração do estímulo. Em outra perspectiva, para a autoridade monetária, conhecer o multiplicador é relevante para avaliar o impacto de estímulos fiscais sobre o hiato do produto e, por conseguinte, sobre a inflação.

Modelos macroeconômicos, mesmo os mais simples, sugerem que o tamanho e o sinal do multiplicador fiscal resultam de combinação não trivial de diversos fatores – por exemplo, grau de abertura da economia, regime cambial, postura da política monetária, entre outros. Esses modelos sugerem que a política fiscal tende a ser mais potente em economias fechadas; em situações parecidas com a da armadilha da liquidez, nas quais a política monetária mantém-se acomodatória e, portanto, não anula parte dos efeitos fiscais; e em economias abertas com regime de câmbio fixo. Em geral, modelos keynesianos tradicionais geram multiplicador fiscal maior do que 1. Em casos extremos de economia fechada, propensão marginal a consumir entre 0,5 e 0,9 (Auerbach e Gorodnichenko, 2010) e curva LM pouco inclinada poderiam atingir valores entre 2 e 10.

Modelos estocásticos de equilíbrio geral dinâmico (modelos DSGE), mesmo com características keynesianas, como rigidez de preços e salários, produzem multiplicadores inferiores a 1. Dois aspectos ajudam a explicar as diferenças entre os modelos DSGE e os puramente keynesianos. Primeiro, os modelos DSGE combinam alguma dose de equivalência ricardiana e expectativas racionais (ou *forward-looking*). Nesse sentido, consumidores antecipam que uma redução persistente do gasto público determinará menor carga de impostos no futuro, o que pode induzi-los

a consumir mais no presente e gerar pressões inflacionárias². Segundo, dado que a contenção fiscal contribui para a redução da inflação, a autoridade monetária pode responder por meio de menores taxas nominais de juros, caso estas sejam determinadas por alguma regra (e.g., regra de Taylor). Com preços relativamente rígidos, a resposta da inflação demora, e a taxa real de juros também recua no curto prazo e, assim, estimula consumo e investimento. Essa reação anula parte do efeito almejado pela autoridade fiscal, e, no limite, uma contenção fiscal provoca apenas redistribuição da demanda agregada entre seus diversos componentes, não uma redução. No entanto, há pelo menos uma exceção relevante à regra: quando a taxa nominal de juros permanece próxima a zero no horizonte relevante, os multiplicadores dos modelos DSGE atingem 2 ou mais (Christiano *et al.* (2009), Hall (2009), Woodford (2010), entre outros).

Coenen *et al.* (2010) simulam o impacto de estímulos fiscais nos Estados Unidos da América (EUA) e na Área do Euro, utilizando sete modelos estruturais, incluindo modelos DSGE³. A Tabela 1 ilustra os efeitos computados sobre inflação e produto dos Estados Unidos da América (EUA), de elevação no consumo do governo equivalente a um ponto percentual (p.p.) do Produto Interno Bruto (PIB). Na segunda e terceira colunas constam os multiplicadores em cada cenário, e, nas duas últimas colunas, apresentam-se os efeitos máximos sobre a inflação. Nota-se que quanto maior a duração do estímulo fiscal e mais acomodatória a política monetária, maiores os efeitos sobre produto e inflação. Como, em geral, os modelos são linearizados, o efeito de uma redução no gasto do governo seria simétrico.

Hemming *et al.* (2002) coletam, com base em modelos semiestruturais e modelos DSGE, evidências para os EUA e outras economias da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Parte dos modelos semiestruturais gera multiplicadores de curto prazo entre 0,6 e 1,4 para variação no consumo do governo e entre 0,3 e 0,8 para variação nos impostos.

2/ A consideração de aspectos não ricardianos nos modelos DSGE – por exemplo, agentes que consomem toda a sua renda corrente (*hand-to-mouth households*) – tendem a enfraquecer a equivalência ricardiana.

3/ Comissão Europeia (QUEST), Fundo Monetário Internacional (GIMF), Fed (FRB-US e SIGMA), Banco do Canadá (BoC-GEM), Banco Central Europeu (NAWM) e Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD Fiscal)

E o que os modelos puramente estatísticos têm a dizer sobre os multiplicadores fiscais? Boa parte da evidência baseada em técnicas econométricas utiliza Vetores Autoregressivos (VARs) e se concentra na economia norte-americana durante a segunda metade do século XX, com destaque para o trabalho seminal de Blanchard e Perotti (2002). As estimativas apresentam amplitude significativa, mas a maioria tende a apontar multiplicadores de gasto do governo entre 0,5 e 1,0⁴. Visto que esses exercícios econométricos identificam o comportamento médio da economia durante o período amostral – não em eventos específicos como a Grande Depressão ou a crise de 2007/2010 –, Auerback e Gorodnichenko (2010) tentam superar tal limitação. Para tanto, utilizam um VAR estrutural com mudança de regime (*regime-switching* SVAR) capaz de diferenciar os multiplicadores durante recessões e expansões econômicas. Os resultados para a economia americana suportam as conjecturas de Christiano *et al.* (2009) e outros no contexto de modelos DSGE: os multiplicadores estimados são maiores em períodos de recessões do que em expansões.

Na visão de alguns, as técnicas econométricas tradicionais teriam problemas de identificação, o que reduziria o grau de confiança nas estimativas obtidas. Diante disso, Ramey (2009) recorre à chamada evidência narrativa (*narrative approach*), que estaria menos sujeita a problemas de identificação. Ao aplicar essa metodologia não convencional para os EUA, no período 1939-2008, encontra multiplicadores fiscais entre 0,6 a 1,1. Portanto, a partir de modelos VAR – usando técnicas de identificação convencionais ou o *narrative approach* – a evidência também aponta magnitudes relativamente modestas para os multiplicadores, mais próximos dos sugeridos por modelos DSGE com política monetária não acomodatória do que dos sugeridos por modelos puramente keynesianos.

No que tange especificamente às economias emergentes, a evidência é escassa, em razão da limitação de dados, da instabilidade macroeconômica e/ou da dificuldade de se identificarem choques de natureza fiscal, entre outros fatores. A literatura

4/ Limitações impostas pelos dados e por problemas de identificação não descartam a possibilidade de os multiplicadores serem superiores a 1 (Hall, 2009).

sugere que os multiplicadores fiscais em economias emergentes são menores do que nas economias maduras. Por exemplo, Ilzetzki e Vegh (2008) estimam multiplicador máximo de 0,6 para uma amostra de países em desenvolvimento, ante 0,91 para uma amostra de países desenvolvidos. Segundo esse estudo, em média, a política fiscal seria pró-cíclica nas economias emergentes, ao passo que seria anticíclica ou acíclica nas industrializadas. Dessa forma, a política fiscal tenderia a amplificar, ao invés de suavizar, os ciclos econômicos nos países em desenvolvimento⁵.

Por sua vez, Ilzetzki *et al.* (2010) utilizam amostra de 44 países – 20 desenvolvidos e 24 em desenvolvimento, incluindo o Brasil –, cobrindo o período 1960-2007 e utilizando VARs estruturais (SVARs). Os resultados sugerem que o multiplicador de gasto é maior em economias fechadas, em economias abertas com regimes de câmbio fixo, bem como em economias maduras. Em particular, os autores estimam que, nas economias maduras, o multiplicador de consumo do governo varia entre 0,37 no impacto e 0,80 no longo prazo. Por outro lado, nas economias em desenvolvimento, o multiplicador é negativo no impacto (-0,21) e 0,18 no longo prazo.

O que a literatura diz sobre o Brasil? As estimativas de Ilzetzki *et al.* (2010) capturam o multiplicador médio para dois grupos de países, mas são pouco informativas sobre economias específicas. Embora incluída na amostra, o trabalho não fornece estimativa sobre o multiplicador fiscal para a economia brasileira. Também existe pouca evidência sobre o impacto de choques fiscais no Brasil utilizando a metodologia DSGE⁶. Algumas características da economia brasileira, entretanto, permitem conjecturar que o multiplicador fiscal no Brasil provavelmente seria maior do que em outras economias emergentes com nível similar de desenvolvimento. Primeiro, a economia brasileira é relativamente fechada, o que tende a arrefecer

5/ Para Levy-Yeyati (2010) e outros, o atual ciclo de expansão fiscal na América latina, que durante a crise internacional de 2008/2009 desempenhou papel anticíclico, haveria se prolongado em demasia e exacerbado o ciclo econômico.

6/ No entanto, já há alguma evidência disponível baseada em modelos DSGE. Por exemplo, Valli e Carvalho (2010) calibram um modelo DSGE de grande porte para a economia brasileira e encontram que um aumento da razão entre superávit fiscal e PIB da ordem de 1 p.p. levaria a uma queda do hiato do PIB em 1 p.p. no impacto.

os “vazamentos” externos. Segundo, a propensão média a poupar é relativamente baixa. Por fim, parte relevante dos estímulos fiscais no Brasil refere-se a gastos correntes, bem como transferências para grupos com baixa taxa de poupança/alta propensão a consumir.

Em pesquisa conduzida pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)⁷, participantes de mercado responderam que um esforço fiscal por um ano, equivalente a 1% do PIB, combinado com política monetária acomodatória no primeiro ano, em média determinaria recuo de 0,34 p.p. na inflação (no máximo, 0,8 p.p.). A grande heterogeneidade entre os efeitos esperados pelos participantes de mercado, conforme capturado pela consulta, indica que considerável grau de incerteza cerca as estimativas para o multiplicador fiscal no Brasil, à semelhança do que a evidência empírica internacional sugere para outras economias.

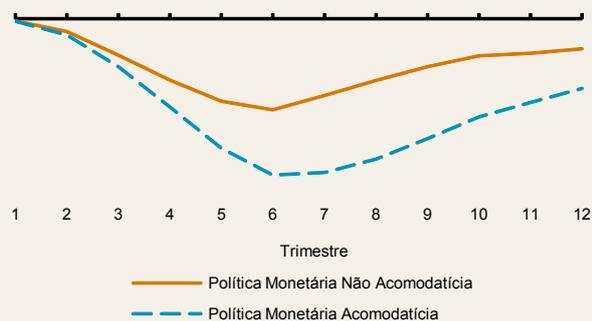
Simulações para o Brasil

As simulações seguem a linha adotada por Coenen *et al.* (2010), entretanto, utilizam um modelo semiestrutural de médio porte⁸, que tem a vantagem de ser uma ferramenta intermediária entre modelos DSGE e modelos puramente econométricos, como os VARs. O esforço fiscal é modelado exogenamente, sendo descrito por um corte no gasto do governo equivalente a 1% do PIB por quatro trimestres consecutivos. Consideram-se dois cenários para a política monetária: (1) a taxa básica de juros reage ao esforço fiscal de acordo com a regra de Taylor estimada no modelo (*política monetária não acomodatória*); e (2) taxa básica de juros constante no primeiro ano da simulação, reagindo conforme a regra de Taylor a partir do segundo ano (*política monetária acomodatória*).

7/ Disponível no sítio do Banco Central em <http://www.bcb.gov.br/Pre/ASIMP/bcimprensa/2774-Pesquisa%20sobre%20Política%20Monetária.pdf>.

8/ Ver Minella e Souza-Sobrinho (2009). Visando tornar as simulações mais representativas, foram feitas duas modificações no modelo original: (i) as expectativas de inflação são resultado da combinação de um componente consistente com o modelo e de outro atrelado à meta para a inflação; e (ii) a regra de Taylor também responde ao hiato do produto.

Gráfico 1 – Efeito sobre a inflação de um esforço fiscal igual a 1% PIB, por 1 ano



No Gráfico 1, a linha sólida mostra os efeitos sobre a inflação, de uma redução de 1 p.p. na razão gasto público/PIB (estimativa em torno de 0,9 para o multiplicador), com duração de um ano e sem acomodação monetária. O exercício sugere que uma contenção fiscal tende a impactar significativamente e rapidamente a inflação, por um período de tempo prolongado, e que o efeito máximo sobre a inflação ocorreria cerca de seis trimestres após o início da contenção fiscal. A linha pontilhada ilustra a evolução da inflação no caso de política monetária acomodatória (juros nominais constantes), que, aliada à queda da expectativa de inflação, provoca aumento maior do que o verificado no exercício anterior na taxa real de juros e, assim, amplifica os efeitos da contenção fiscal sobre a inflação – o efeito máximo também ocorre por volta do sexto trimestre.

Nos dois exercícios, a transmissão da política fiscal para preços se materializa essencialmente por meio de desaceleração da demanda agregada (ou, de modo equivalente, pelo alargamento do hiato do produto). Em linha com os resultados encontrados por Coenen *et al.* (2010), a segunda simulação indica que os efeitos sobre o hiato do produto e a inflação podem ser amplificados se a política monetária se mantiver temporariamente acomodatória. Esse efeito amplificador ocorre porque o esforço fiscal, combinado à acomodação monetária temporária, resulta em maior elevação das taxas reais de juros, variável-chave para decisões de consumo e investimento.

Em suma, a despeito das incertezas que envolvem as estimativas do multiplicador fiscal, as simulações apresentadas indicam que uma contração fiscal pode ter impactos importantes sobre a dinâmica inflacionária no Brasil, mesmo em situações em que o esforço fiscal tenha curta duração. É plausível afirmar que alterações mais duradouras no regime fiscal teriam implicações relevantes, no médio e longo prazo, sobre a sustentabilidade da dívida pública e, fundamental, sobre as condições de oferta de poupança na economia. Por conseguinte, certamente teriam repercussões ainda mais importantes sobre todo o sistema de preços da economia.

Referências

AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. (2010). *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*. NBER Working Paper, nº 16311

BLANCHARD, O.; PEROTTI, R. (2002). *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output*. Quarterly Journal of Economics, Vol. 117(4), pp. 1.329-68.

CÁRDENAS, M.; LEVY-YEYATI, E. (2010). *Brookings Latin America Economic Perspectives*. Latin America Initiative at Brookings, Washington, D.C.

CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. (2009). *When is the Government Spending Multiplier Large?* NBER Working Paper, nº 15.394.

COENEN, G.; ERCEG, C.; FREEDMAN, C.; *et al.* (2010). *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*. IMF Working Paper, nº 10/73.

HALL, R. (2009). *By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output?* NBER Working Paper, nº 15.496.

HEMMING, R.; KELL, M.; MAHFOUZ, S. (2002). *The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature*. IMF Working Paper, nº 2/208.

ILZETZKI, E.; VEGH, C. (2008). *Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: truth or fiction?* NBER Working Paper, nº 14.191.

ILZETZKI, E.; MENDOZA, E.; VEGH, C. (2010). *How Big (Small) Are Fiscal Multipliers?* NBER Working Paper, nº 16.479.

MINELLA, A.; SOUZA-SOBRINHO, N. (2009). *Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Modelo*. BCB Working Paper Series, nº 181.

RAMEY, V. (2009). *Identifying Government Spending Shocks*: it's all in the timing. NBER Working Paper, nº 15.464.

VALLI, M.; CARVALHO, F. (2010). *Fiscal and Monetary Policy Interaction*: a simulation-based analysis of a two-country new keynesian DSGE model with heterogeneous households. BCB Working Paper Series, nº 204.

WOODFORD, M. (2010). *Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier*. NBER Working Paper, nº 15.714.

Anexo

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

Data: 18 e 19/01/2011

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

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

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

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Chefes de Departamento (presentes no dia 18)

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

Altamir Lopes – Departamento Econômico

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

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 18)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Consultor da Diretoria

Eugênio Pacceli Ribeiro – Consultor do Departamento Econômico

Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

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

Evolução recente da economia

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

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

2. A trajetória dos preços dos alimentos desempenhou papel relevante no comportamento da inflação plena de 2010. De fato, no primeiro quadrimestre o IPCA registrou alta pronunciada, quando alimentos e bebidas variaram 5,19%, enquanto, no segundo quadrimestre, houve relativa estabilidade no índice, quando alimentos e bebidas recuaram 1,61%. Já no último quadrimestre, a inflação mensal registrou valores significativos em todos os meses, com alimentos e bebidas aumentando 6,67%. Note-se que a variação em doze meses dos preços da alimentação no domicílio passou de 6,67%, em abril de 2010, para 2,29%, em agosto, e se deslocou para 10,69% em dezembro. Ao mesmo tempo, a do IPCA se posicionou em 5,26%, 4,49%, e 5,91%, respectivamente. A elevação recente nos preços dos alimentos reflete, em grande parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e pelo aumento da demanda global.

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

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 0,38% em dezembro, valor inferior ao observado em novembro (1,58%). Em 2010, a inflação acumulada de janeiro a dezembro atingiu 11,30%, valor superior ao registrado em 2009 (-1,43%). A inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) alcançou 13,85% no ano (-4,08% em 2009), refletindo variação de 10,13% no IPA industrial e de 25,61% no IPA agrícola. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 6,24% em 2010, superior aos 3,95% registrados no ano anterior. Na mesma base de comparação, a inflação medida pelo Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso do IGPDI, variou 7,77%, superior aos 3,25% registrados no ano anterior. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br, que vinha se mostrando relativamente estável, com crescimento de apenas 0,1% entre abril e agosto de 2010, voltou a apresentar crescimento significativo em setembro (0,4%), outubro (0,5%) e novembro (0,4%), indicando que o período de arrefecimento mais intenso da atividade econômica pode ter se esgotado.

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

entre abril e novembro. A taxa de crescimento da média móvel trimestral atingiu 0,1% no período de agosto a novembro, igual à registrada no período de julho a outubro. Na comparação com o mesmo mês de 2009, a produção aumentou, em novembro e em outubro, em 5,3% e 1,8%, respectivamente. No acumulado em doze meses, a produção industrial mostrou expansão pela oitava vez consecutiva, de 11,7% em novembro, mesmo valor registrado em outubro. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, a recuperação até novembro de 2010 foi de 24,1%. Essa dinâmica tem sido amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a maior contribuição em novembro, em relação ao mês anterior, veio da produção de bens de capital, com crescimento de 3,2%. As variações nos setores de bens de consumo e de bens intermediários também foram positivas, de 0,4% e de 1,0%, respectivamente. Considerando a média móvel trimestral para novembro, todas as categorias apresentaram crescimento. A produção de bens de capital avançou 0,2%, a de bens de consumo, 0,3%, valor este também registrado pela produção de bens intermediários. Vale ressaltar que o crescimento da atividade na indústria de bens de capital é o maior entre as categorias de uso, não apenas na comparação mensal, mas também quando se compara o índice médio até novembro de 2010, que alcançou expansão de 22,7% na comparação com o mesmo período de 2009. Tal comportamento evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,1%, em outubro de 2010, para 5,7% em novembro de 2010, inferior aos 7,4% registrados em novembro de 2009. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente até novembro, mas atingiu o mínimo histórico da série iniciada em março de 2002. Também na série dessazonalizada, a taxa de novembro atingiu novo

mínimo histórico, de 6,0%. O emprego, medido pelo número de ocupados nas regiões metropolitanas, na comparação com os mesmos meses de 2009, apresentou elevação de 3,9% em outubro e de 3,7% em novembro de 2010. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicaram crescimento no setor formal em todos os meses de 2010, exceto dezembro. Em dezembro, houve redução de 407,5 mil postos de trabalho (415,2 em dezembro de 2009), enquanto em novembro de 2010 foram criados 138,2 mil postos de trabalho (246,7 mil em novembro de 2009). No acumulado do ano, foram criados 2,14 milhões de postos (2,52 milhões no critério que utiliza as informações entregues em atraso pelas empresas), expansão de 114,7% em relação ao mesmo período de 2009, o que representa o maior saldo acumulado de janeiro a dezembro desde o início da série. O setor que mais contribuiu para a redução de empregos em dezembro foi a indústria, com 37,5% da redução de saldo no mês. No acumulado de 2010, o setor de serviços foi o que mais contribuiu, com 40,4% do saldo gerado no ano. O rendimento médio real habitual observado em novembro recuou 0,8% em relação ao recorde histórico registrado em outubro e avançou 5,7% ante novembro de 2009. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 9,6% em novembro, na comparação com mesmo mês de 2009, e permanece como fator-chave para a sustentação do crescimento da demanda doméstica.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 17,0% em novembro, 11,1% em outubro e 6,0% em setembro, na comparação com os mesmos meses do ano anterior. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal no volume de vendas apresentou aumento de 1,4% em novembro, após haver crescido nos seis meses anteriores. A média do volume de vendas no trimestre encerrado em novembro aumentou 3,4% em relação à do trimestre anterior, encerrado em agosto. Dos dez segmentos pesquisados, oito tiveram variações mensais positivas em novembro, na comparação mês a mês. Foi novamente destaque o segmento de equipamentos e materiais para escritório, com variação de 10,5%. Nos próximos meses, a trajetória

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

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, situou-se em 85,3% em dezembro, ante 86,1% em novembro, valores próximos aos verificados antes da crise de 2008/2009. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 84,9% em dezembro, ante 84,5% em novembro. As quatro categorias de uso registraram redução, na comparação com o mês anterior. O nível de utilização para as indústrias do setor de bens de consumo recuou 0,8 p.p., alcançando 85,0%, e o nível para as indústrias de bens de capital recuou 0,3 p.p., alcançando 84,50%. Nos setores de materiais de construção e de bens intermediários, o recuo foi menor e idêntico, de 0,1 p.p. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci de outubro se manteve estável em 82,2%, ante 82,1% em setembro e 82,2% em agosto. Assim, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado estáveis e em patamares elevados. O elevado nível de ocupação reflete a expansão recente da atividade econômica, cujos efeitos não foram compensados totalmente pela maturação dos investimentos. A propósito, a absorção de bens de capital voltou a apresentar alta, de 4,4% em novembro, em relação ao mês anterior, e crescimento de 16,4% em relação a novembro de 2009. Na comparação do índice médio até novembro, o aumento é de 28,0%, em relação ao de 2009. A produção de insumos para a construção civil registrou elevação em novembro, de 1,4%, em relação ao mês anterior, e de 7,6% em relação ao mesmo mês de 2009. Conforme assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

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

em relação a 2009. De fato, o maior dinamismo da demanda doméstica ante a externa explica em grande parte a redução verificada no superávit comercial. O comportamento das remessas de lucros e dividendos, que também reflete o diferencial de crescimento entre a economia brasileira e a de outros países, vem contribuindo para elevar o déficit em conta corrente. O déficit acumulado em doze meses aumentou de US\$48,0 bilhões, em outubro, para US\$49,4 bilhões em novembro, equivalente a 2,43% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$38,2 bilhões em doze meses até novembro, equivalente a 1,88% do PIB, o que resulta em necessidade de financiamento externo de 0,55% do PIB.

12. Desde a última reunião, observou-se certa tendência de consolidação da recuperação da economia global, principalmente da economia americana, cuja demanda doméstica mostra algum dinamismo, em especial no consumo das famílias. O indicador de antecedentes divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – frequentemente utilizado para inferências sobre o comportamento futuro da produção industrial global –, por exemplo, registrou a terceira alta mensal consecutiva em novembro. Os indicadores desagregados por países sugerem aceleração do ritmo de crescimento nos Estados Unidos e na França, e expectativa de crescimento continuado nos demais países do G7, exceto Japão. As perspectivas para a Zona do Euro, em particular, mostram-se bastante assimétricas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua forte na Alemanha. As taxas de inflação têm permanecido em níveis bastante reduzidos nos países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), a despeito das ações de política econômica de caráter fortemente expansionista, tanto no lado fiscal como no lado monetário. Nos doze meses terminados em novembro, a variação do núcleo de inflação – que exclui produtos alimentares e de energia – situou-se em apenas 0,8% nos Estados Unidos, 1,1% na Zona do Euro e em -0,8% no Japão. Desde a última reunião houve aperto das condições monetária em diversas economias, entre as quais na China. O banco central chinês anunciou, em janeiro deste ano, o quarto aumento do requerimento de

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

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

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 2,9% e 2,8%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2011, segundo o cenário de referência, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de dezembro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,00% do total do IPCA de dezembro;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, foi mantida em 4,4%. Essa projeção se baseia em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 13 p.b. e 62 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e 2012, respectivamente.

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

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

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 se deslocou de 5,20% para 5,42%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se manteve em 4,50%.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,70 R\$/US\$ e da taxa Selic em 10,75% ao ano (a.a.) em todo o

horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de dezembro, e se encontra acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pela Gerin, junto a analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também se elevou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção se encontra acima do valor central da meta no cenário de referência e ao redor da meta no cenário de mercado.

Implementação da política monetária

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

20. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios

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

21. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos sete anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

22. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram elevadas desde sua última reunião, em parte, alimentadas pelos extraordinários níveis de liquidez global e pelas perspectivas de que esse processo possa eventualmente se acentuar. Nesse contexto, mantiveram-se altas as preocupações com dívidas soberanas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que aumentou a confiança na sustentabilidade da recuperação da economia americana. Os preços de importantes *commodities* se elevaram, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos e, de modo geral, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra elevação de pressões inflacionárias em algumas economias relevantes, enquanto tendem a se exaurir preocupações com a perspectiva de deflação em outras.

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

24. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente desde sua última reunião. De fato, no último trimestre do ano passado, a inflação foi forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços de alimentos, em parte, reflexo de choques de oferta domésticos e externos. Esses desenvolvimentos tendem a ser transmitidos ao cenário prospectivo, entre outros mecanismos, via inércia, como, de resto, apontam as projeções de inflação com as quais o Comitê trabalha, bem como as projeções de analistas de mercado. O Comitê avalia como relevantes

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

25. O Copom reafirma que seu cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto.

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

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

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

29. A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, embora tendam a arrefecer, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a expansão da atividade e, conseqüentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009, os das perspectivas ainda não muito favoráveis para a economia global e, especialmente, os das recentes ações macroprudenciais. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal são

parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vista a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 1º de março de 2011, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 20.223, de 15 de outubro de 2010.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

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

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

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

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

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

Atividade econômica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Expectativas e sondagens

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

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

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

Mercado de trabalho

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

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

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

Crédito e inadimplência

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

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

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

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

Ambiente externo

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

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

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

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

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

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

Comércio exterior e reservas internacionais

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

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

Mercado monetário e operações de mercado aberto

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

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

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

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

67. Entre 7 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões tradicionais, somaram R\$35,2 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$19,8 bilhões, sendo R\$18,1 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011, 2012, 2013 e 2015 e R\$1,7 bilhão em Notas do Tesouro Nacional – Série F

(NTN-F) com vencimentos em 2015, 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$11,5 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2015 e em 2017. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2014, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$3,9 bilhões.

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

Data: 1º e 2/3/2011

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

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

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

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes (presente somente no dia 2)

Alvir Alberto Hoffmann (presente somente no dia 1º)

Anthero de Moraes Meirelles

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

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Sidnei Corrêa Marques (presente somente no dia 2)

Chefes de Departamento (presentes no dia 1º)

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

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento de Operações das

Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Relacionamento com Investidores e

Estudos Especiais

Rodrigo Collares Arantes – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 1º)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de

Gabinete da Diretoria

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Chefe de Gabinete

da Diretoria

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Assessor Sênior

do Departamento de Estudos e Pesquisas

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

Evolução recente da economia

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

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

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

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

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 0,98% em janeiro de 2011, valor superior ao observado em dezembro de 2010 (0,38%). Nos últimos doze meses, essa variação atingiu 11,27%, valor superior ao registrado no acumulado em doze meses até janeiro de 2010 (-0,45%). A inflação medida pelo seu principal componente, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), alcançou 13,85% no acumulado em doze meses até janeiro de 2011 (-2,84% na mesma base de comparação), refletindo variação de 9,32% no IPA industrial e de 28,40% no IPA agrícola. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI), outro componente no IGP-DI, registrou alta de 6,21% no acumulado em doze meses até janeiro de 2011, superior aos 4,42% registrados até janeiro de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,52%, superior aos 3,56% registrados no período anterior. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou crescimento positivo em todos os meses do segundo semestre de 2010, mas apresentou relativa estabilidade em dezembro de 2010 (0,1%). Na comparação com dezembro de 2009, o índice apresentou crescimento de 3,7% e, na comparação do índice médio de 2010, o crescimento foi de 7,8% em relação ao ano anterior. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 3,0% em janeiro de 2011, ante dezembro de 2010; 1,3% quando comparado ao ICS de janeiro de 2010; e 3,3% em relação ao índice médio de 2010.

6. A atividade fabril ainda não mostrou sinais consistentes de entrada em novo ciclo de alta. A produção industrial registrou alta de 0,2% em janeiro, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), após registrar recuo de 0,8%, em dezembro, e de 0,1% em novembro, na comparação mensal. A produção no mês de janeiro ainda é 2,6% inferior ao recorde de produção observado em março de 2010. Já a taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em -0,2% no período de outubro a janeiro – mesma taxa observada no último trimestre de 2010. Na comparação com o mesmo mês do ano imediatamente anterior, a produção aumentou 2,5% em janeiro. No acumulado de doze meses, a produção industrial mostrou expansão de 9,4% em janeiro, ante 10,4% registrados em dezembro, continuando em processo de redução do ritmo de crescimento. O índice de difusão, que mede o percentual de produtos que registraram aumento de produção em relação ao mesmo mês do ano anterior, situou-se em 56% em janeiro, ante 55,4% registrados em dezembro. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até janeiro foi de 23,1%. A dinâmica de recuperação foi amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a de bens de consumo duráveis apresentou crescimento de 6% em janeiro, em relação ao mês anterior, enquanto a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis apresentou expansão de 0,2%. No mesmo período, a produção de bens de capital cresceu 1,8%, enquanto a de bens intermediários registrou recuo de 0,4%. Considerando a média móvel trimestral para janeiro, a produção de bens de consumo duráveis registrou expansão de 1,8%, enquanto a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis apresentou recuo de 0,2%. Pelo mesmo critério, a produção de bens de capital expandiu 1,4%, enquanto a de bens intermediários mostrou avanço de 0,1%. Vale ressaltar, no entanto, que o crescimento da atividade da indústria de bens de capital, no acumulado de doze meses, é o maior entre as categorias de uso, com expansão de 20,4%. Tal comportamento evidencia a

robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

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

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

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

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

cresceu 26,1% em relação ao ano anterior. Já a produção de insumos para a construção civil registrou elevação de 11,9%. Conforme assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

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

12. Desde a última reunião, persistiu a tendência de consolidação da recuperação da economia global, principalmente da economia americana, cuja demanda doméstica mostra algum dinamismo, em especial no consumo das famílias, apesar das continuadas incertezas relativas ao mercado de trabalho. O indicador de antecedentes divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – frequentemente utilizado para inferências sobre o comportamento futuro da produção industrial global –, por exemplo, registrou a quarta alta mensal consecutiva em dezembro. Os indicadores desagregados por países sugerem aceleração do ritmo de crescimento ou crescimento continuado em todos os países do G7, exceto a Itália. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro, em particular, mostram-se assimétricas, pois persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua forte na Alemanha. Os núcleos das taxas de inflação ainda continuam em níveis moderados no grupo de países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), a despeito das ações de política econômica de caráter fortemente expansionista,

tanto no lado fiscal quanto no monetário. Já os índices de inflação plena ao consumidor variaram 1,6% nos Estados Unidos e 2,3% na Zona do Euro, no acumulado em doze meses até janeiro de 2011, devido, sobretudo, às altas nos preços de energia. Nos países emergentes, observam-se pressões inflacionárias na América Latina, na Ásia e no Leste Europeu. Desde a última reunião houve moderado aperto das condições monetárias em diversas economias – entre elas China e Índia. O banco central chinês anunciou o quinto aumento, desde novembro do ano passado, do requerimento de depósitos compulsórios por parte dos bancos.

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

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

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

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

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 2,9% e 2,8%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2011, segundo o cenário de referência, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de janeiro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 28,90% do total do IPCA de janeiro;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, reduziu-se para 4,3%, ante 4,4% considerados na reunião do Copom de janeiro. Essa projeção se baseia em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 29 p.b. e 46 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e 2012, respectivamente.

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

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

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

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

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,65 R\$/US\$ e da taxa Selic em 11,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro, e se encontra acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin, junto a analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também se elevou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção recuou no cenário de referência, mas ainda se encontra acima do valor central da meta, e, no de mercado, apesar de haver se elevado, permanece ao redor da meta.

Implementação da política monetária

19. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da

inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

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

21. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação

nos últimos sete anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

22. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde sua última reunião, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez global, apesar de terem diminuído as chances de nova rodada de ações monetárias não convencionais, e por desenvolvimentos adversos no âmbito geopolítico. Nesse contexto, mantiveram-se altas as preocupações com dívidas soberanas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração na China, ao mesmo tempo em que aumentou a confiança na sustentabilidade da recuperação da economia americana. Os preços de importantes *commodities* se elevaram, sem a contrapartida de movimentos, em sentido contrário, de ativos domésticos e, de modo geral, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra certa disseminação de pressões inflacionárias nas principais economias.

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

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

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

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

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

26. O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. A propósito, cabe enfatizar que, desde a última reunião do Comitê, importantes decisões foram tomadas e executadas, as quais apoiam a visão de que, no início deste ano, teve início um processo de consolidação fiscal.

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

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

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

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

30. A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, em que pese iniciativas recentes apontarem certa contenção das despesas do setor público, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a expansão da atividade e, conseqüentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009 e, especialmente, os das recentes ações macroprudenciais e os das ações convencionais de política monetária. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal e para-fiscal são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vista a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

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

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

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 19 de abril de 2011, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 20.223, de 15 de outubro de 2010.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

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

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

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

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

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

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

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

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

Atividade econômica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Expectativas e sondagens

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

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

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

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

Mercado de trabalho

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

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

Crédito e inadimplência

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

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

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

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

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

Ambiente externo

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

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

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

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

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

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

Comércio exterior e reservas internacionais

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

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

Mercado monetário e operações de mercado aberto

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

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

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

médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$129,9 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 31 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$95,4 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$358,5 bilhões, entre 7 de dezembro de 2010 e 17 de janeiro de 2011, para R\$387,1 bilhões, entre 18 de janeiro e 28 de fevereiro. Considerando-se o período mais recente, houve redução do saldo dos compromissos de recompra em R\$37,2 bilhões, passando o estoque total de R\$396,7 bilhões, em 17 de janeiro, para R\$359,5 bilhões, em 28 de fevereiro. Os principais fatores condicionantes para a retração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

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

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Alexandre Antonio Tombini

Presidente

Aldo Luiz Mendes

Diretor

Altamir Lopes

Diretor

Anthero de Moraes Meirelles

Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva

Diretor

Sidnei Correa Marques

Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Alexandre Antonio Tombini

Presidente

Aldo Luiz Mendes

Diretor

Altamir Lopes

Diretor

Anthero de Moraes Meirelles

Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva

Diretor

Sidnei Correa Marques

Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel

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)

Daso Maranhão Coimbra

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

Chefe do Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)

Siglas

a.a.	ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
AM	<i>Asset manager</i>
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	BNDES Participações S.A.
BNS	Banco Nacional da Suíça
BoC	Banco do Canadá
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRM	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EONIA	<i>European Overnight Index Swap</i>
ESM	<i>European Stability Mechanism</i>
EUA	Estados Unidos da América
Eurostat	<i>Statistical Office of the European Communities</i>
FAO	Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
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
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FK	filtro de Kalman
FP	função de produção
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
HP	filtro Hodrick-Prescott
HSBC	<i>Hong Kong and Shanghai Banking Corporation</i>
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
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
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
IGMI-C	Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial
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
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-DI	Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
ISA	Índice da Situação Atual
LOA	Lei Orçamentária Anual
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OIS	<i>Overnight Index Swap</i>
p.b.	pontos base
p.p.	pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento

PEA	População Economicamente Ativa
Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A.
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TL	tendência linear
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VAR	Vetores Autorregressivos
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
XU100	<i>Istanbul Stock Exchange National 100 Index</i>