

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.