

Relatório de Inflação

Março 2012

Volume 14 | Número 1



Relatório de Inflação

Março 2012

Volume 14 | Número 1



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 14	nº 1	mar.	2012	p. 1-145
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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)

Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 14, nº 1.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Comun/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) 3414-1898
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/Comun/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>>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	15
Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil	16
1.3 Mercado de trabalho	16
1.4 Produto Interno Bruto	20
1.5 Investimentos	20
1.6 Conclusão	21
Preços	27
2.1 Índices gerais	27
2.2 Índices de preços ao consumidor	28
2.3 Monitorados	29
2.4 Núcleos	29
2.5 Expectativas de mercado	30
2.6 Conclusão	31
Políticas creditícia, monetária e fiscal	33
3.1 Crédito	33
Operações de crédito com recursos direcionados	34
Operações de crédito com recursos livres	34
Taxas de juros e inadimplência	35
3.2 Agregados monetários	36
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	37
Mercado de capitais	37
3.3 Política fiscal	37
Necessidades de financiamento do setor público	38
Evolução em 2011	38
Evolução em janeiro de 2011	40

Operações do Banco Central no mercado aberto _____	40
Dívida mobiliária federal _____	41
Dívida Líquida do Setor Público _____	42
3.4 Conclusão _____	43
Economia internacional	45
4.1 Atividade econômica _____	45
4.2 Política monetária e inflação _____	48
4.3 Mercados financeiros internacionais _____	50
4.4 <i>Commodities</i> _____	52
4.5 Conclusão _____	53
Setor externo	59
5.1 Movimento de câmbio _____	59
5.2 Comércio de bens _____	60
5.3 Serviços e renda _____	62
5.4 Conta financeira _____	63
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa _____	65
5.6 Conclusão _____	65
Perspectivas para a inflação	69
6.1 Determinantes da inflação _____	70
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária _____	78
6.3 Pressupostos e previsão de inflação _____	86
Boxes	
Atividade e Mercado de Trabalho: dinâmica recente _____	17
Evolução da Massa de Rendimento e do Valor Adicionado ao PIB _____	23
Desinflação Global _____	55
Projeção para o Balanço de Pagamentos _____	66
Decomposição da Inflação de 2011 _____	91
Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central _____	96
Indicadores Financeiros Antecedentes da Atividade Doméstica _____	102
Anexo	106
Apêndice	137

Apresentação

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

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

Sumário executivo

O cenário econômico global segue com perspectiva de baixo crescimento, por período de tempo prolongado. De fato, nas economias maduras, em diversos casos, o ambiente econômico já é recessivo. Nos Estados Unidos, se por um lado existe percepção mais positiva em relação à atividade, ainda que para o curto prazo, por outro, há riscos originados, por exemplo, da recente alta nos preços do petróleo e de cenário de contenção fiscal neste e nos próximos anos. Na Zona do Euro, eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira e fiscal e, assim, a região continua com perspectiva de redução ou de baixo crescimento da atividade. As perspectivas para o crescimento de importantes economias emergentes também se reduziram e, em casos específicos, esses novos patamares se apresentam como desenvolvimentos duradouros.

A economia brasileira registrou menor dinamismo em 2011 e, nos últimos trimestres, tem crescido abaixo de sua taxa de crescimento potencial. O processo de moderação no ritmo de crescimento da economia foi resultado, em parte, de ações de política implementadas no final de 2010 e no início de 2011, potencializadas pela deterioração do cenário econômico global ocorrida no segundo semestre de 2011. Nesse contexto, a economia doméstica, na comparação com o semestre imediatamente anterior, registrou moderação no primeiro semestre de 2011, e esse movimento se intensificou no segundo semestre. O impacto da deterioração do cenário internacional se transmitiu para a economia brasileira, entre outros canais, via expectativas de empresários e consumidores, fluxos de comércio exterior e investimentos. Além disso, também no segundo semestre, cabe destacar a ocorrência de ajustes de estoques em segmentos importantes da indústria.

A moderação da expansão do crédito total registrada em meses recentes evidencia, entre outros, condições de oferta de crédito a pessoas físicas ligeiramente mais restritivas, com taxas de inadimplência mostrando certa estabilidade, na margem, em patamares compatíveis com a

fase do ciclo. Persiste a expansão mais intensa no segmento de financiamentos habitacionais, em parte, devido a avanços institucionais. Para pessoas jurídicas, a moderação da atividade contribuiu para conter a demanda no segmento de crédito com recursos livres.

O crescimento das receitas públicas em 2011 contribuiu, em parte, para o cumprimento integral da meta de superávit primário fixada para o ano.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses atingiu US\$28,6 bilhões em fevereiro, ante US\$21,5 bilhões em fevereiro de 2011. A demanda externa, fragilizada pela complexa conjuntura global, tem contribuído de forma modesta para o crescimento do *quantum* exportado. De fato, em doze meses até janeiro de 2012, o *quantum* exportado registrou alta de 2,6% em relação aos doze meses imediatamente anteriores, enquanto o preço médio das exportações se elevou em 21,2%. Já o *quantum* importado aumentou 8,5% nesse período, refletindo, em parte, a evolução da demanda doméstica, apesar da moderação nos últimos meses, evidenciada no recuo gradual dessa taxa desde o início de 2011.

O financiamento do déficit em transações correntes ocorreu integralmente por Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Os investimentos líquidos em ações somaram US\$5,1 bilhões no acumulado do ano até fevereiro, ante US\$6,2 bilhões em 2011, resultado consistente com a eliminação, em dezembro de 2011, da incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre investimentos dessa natureza.

A inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses, recua desde outubro de 2011 e alcançou 5,85% em fevereiro de 2012, 0,16 ponto percentual (p.p.) abaixo da inflação observada em igual período de 2011. O recuo da inflação foi determinado, basicamente, pela menor variação nos preços livres. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, também apresentaram evolução similar à da inflação plena.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta todo o conjunto de informações disponível até 9 de março de 2012 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,75/US\$ e meta para a taxa Selic em 9,75% ao ano (a.a.), projeta inflação

de 4,4% em 2012, 0,3 p.p. menor do que a projetada no Relatório de dezembro de 2011, de 5,2% em 2013 e de 5,1% para o primeiro trimestre de 2014.

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 são de 4,5% em 2012, 0,3 p.p. menor do que o valor projetado no último Relatório, de 5,3% em 2013 e de 5,2% para o primeiro trimestre de 2014.

No que se refere ao balanço de riscos, o Comitê de Política Monetária (Copom) avalia que o cenário internacional continua a manifestar viés desinflacionário no horizonte relevante, ou seja, torna favorável o balanço de riscos para a inflação doméstica. Para o Comitê, desde o último Relatório, vistos em conjunto, os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos favorável.

O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral, em particular, na taxa neutra. Apoia essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito, bem como pela geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e Produto Interno Bruto (PIB). Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por um elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira, hoje, apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, os quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

Considerando os valores projetados para a inflação e o balanço de riscos associado, o Copom atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário em que se

contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando.

De acordo com o cenário de referência, a projeção para o crescimento do PIB em 2012 se posiciona em 3,5%, mesmo valor projetado no Relatório de Inflação de dezembro de 2011. Essa projeção contempla aceleração da atividade ao longo do ano e se mostra compatível com o equilíbrio interno e externo e consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2011			
	Set	Out	Nov	Dez
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,5	0,0	1,2	0,3
Combustíveis e lubrificantes	-1,1	0,6	1,4	-0,5
Hiper, supermercados	0,1	-0,1	1,5	-1,5
Tecidos, vestuário e calçados	1,5	-1,0	-0,5	0,9
Móveis e eletrodomésticos	1,4	1,0	0,6	2,6
Artigos farmacêuticos, médicos	2,8	-2,1	1,0	1,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-1,1	2,9	9,1	-5,3
Equipamentos e materiais para escritório	-4,0	5,2	3,7	6,9
Outros artigos de uso pessoal	0,0	0,0	1,4	0,6
Comércio ampliado	0,6	-0,3	1,6	1,6
Materiais de construção	0,7	0,1	1,3	1,3
Automóveis e motocicletas	1,5	-2,9	5,5	3,3
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	1,5	0,8	1,0	1,1
Combustíveis e lubrificantes	0,9	0,4	0,1	0,7
Hiper, supermercados	1,4	0,9	0,9	0,4
Tecidos, vestuário e calçados	-2,4	-3,5	-2,4	-0,9
Móveis e eletrodomésticos	2,4	2,1	2,6	3,1
Artigos farmacêuticos, médicos	2,6	1,8	2,0	0,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	3,0	3,1	5,7	7,0
Equipamentos e materiais para escritório	3,5	1,5	1,3	10,2
Outros artigos de uso pessoal	0,1	0,7	0,5	1,0
Comércio ampliado	-0,7	-1,3	-0,2	1,1
Materiais de construção	-0,1	-0,4	0,5	1,5
Automóveis e motocicletas	-3,3	-5,2	-2,1	1,0
No ano				
Comércio varejista	6,9	6,6	6,6	6,7
Combustíveis e lubrificantes	2,0	1,7	1,7	1,6
Hiper, supermercados	3,9	3,8	4,0	4,0
Tecidos, vestuário e calçados	5,3	4,5	4,1	3,6
Móveis e eletrodomésticos	17,8	17,3	16,8	16,6
Artigos farmacêuticos, médicos	10,5	10,2	10,0	9,7
Livros, jornais, revistas e papelaria	7,5	7,2	7,0	5,9
Equipamentos e materiais para escritório	15,2	16,4	17,2	19,6
Outros artigos de uso pessoal	4,7	4,2	4,1	4,0
Comércio ampliado	8,0	7,3	6,9	6,6
Materiais de construção	10,3	9,9	9,5	9,1
Automóveis e motocicletas	9,4	8,0	6,9	6,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Após a estabilidade observada no terceiro trimestre de 2011, a atividade econômica tende a ganhar impulso ao longo deste ano. De fato, registrou-se expansão de 0,3% no PIB no trimestre encerrado em dezembro de 2011, em relação ao finalizado em setembro, a despeito do complexo ambiente econômico internacional. No início de 2012, o desempenho do comércio foi favorável, reflexo, sobretudo, da continuidade de crescimento da massa salarial e da melhora dos índices de confiança. A produção industrial recuou em janeiro, após dois meses com resultados positivos, refletindo fatores pontuais cujos impactos devem, ao menos em parte, ser rapidamente revertidos.

1.1 Comércio

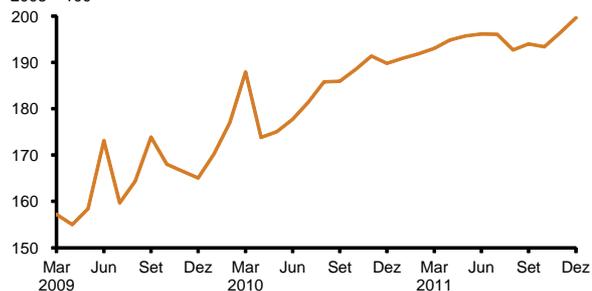
Os indicadores do comércio se mostraram robustos no final de 2011. Ocorreram elevações nas vendas de bens duráveis e semiduráveis, mais sensíveis às condições de crédito, e de bens não duráveis, favorecidas pelas condições do mercado de trabalho. O comércio ampliado cresceu 1,1% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro de 2011, quando havia recuado 0,7%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Todos os segmentos pesquisados, exceto tecidos, vestuário e calçados, registraram expansão das vendas no trimestre, ressaltando-se as relativas a equipamentos e material para escritório e comunicação, 10,2%; livros, revistas, jornais e papelaria, 7,0%; e móveis e eletrodomésticos, 3,1%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças e material de construção, registraram elevações respectivas de 1,1% e 1,5% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se, no trimestre encerrado em dezembro, os aumentos assinalados no Centro-Oeste, 2,1%, e no Norte, 1,5%.

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100

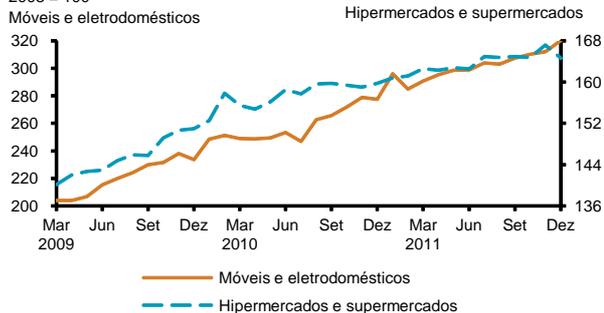


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100

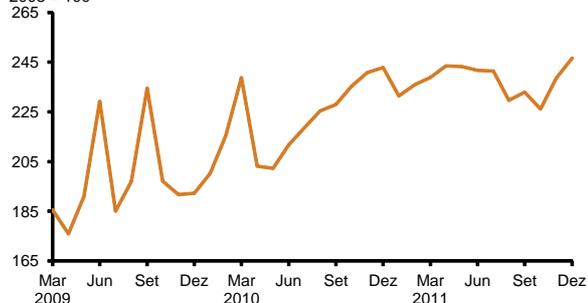


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

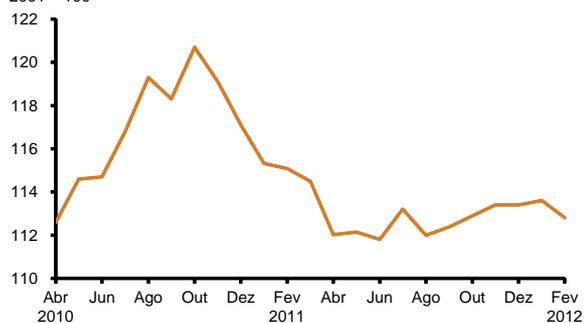
2003 = 100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor

2001 = 100



Fonte: CNI

Outros indicadores do comércio varejista sugerem manutenção do dinamismo do setor no início de 2012. Nesse sentido, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC, cresceram 1,3% no trimestre finalizado em janeiro de 2012, em relação ao encerrado em outubro de 2011, quando haviam aumentado 0,6%, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Na mesma linha, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, registrou variações respectivas de 2,3% e 0,8% nas bases de comparação consideradas.

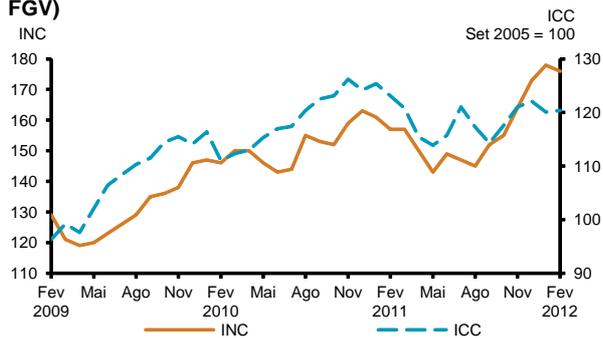
As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), cresceram 2,7% no trimestre encerrado em fevereiro de 2012, em relação ao terminado em novembro de 2011, quando haviam recuado 1,1% no mesmo tipo de comparação.

Os indicadores de inadimplência registraram relativa acomodação, em patamar elevado, no início de 2012. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,2% em janeiro, ante 5,6% em igual mês de 2011, ressaltando-se os aumentos respectivos de 0,9 p.p. e 0,8 p.p. nas regiões Centro-Oeste e Nordeste. A inadimplência no estado de São Paulo atingiu 7,8% em fevereiro, ante 7,9% no mês anterior e 6,9% em igual período de 2011, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor, após registrar recuo mensal de 2,8% em dezembro, aumentou 2,4% em janeiro de 2012, considerados dados dessazonalizados. O indicador experimentou elevação de 16,6% em relação a janeiro de 2011.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), registrou aumento mensal de 2,9% em fevereiro, resultado de crescimentos de 2,3% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,2% no Índice de Expectativas (IE). O indicador encontra-se em patamar 2,6% inferior ao de igual período de 2011 e 8,3 pontos superior à média histórica.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), após sequência de cinco meses de crescimento, apresentou recuo mensal de 0,7% em fevereiro. Esse movimento

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)



Fontes: ACSP e FGV

refletiu as piores nas avaliações relativas aos componentes expectativas de desemprego, avaliação da situação financeira e endividamento.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, após registrar cinco aumentos mensais em sequência e atingir nível recorde em janeiro, recuou 1,1% em fevereiro. A análise regional indica a ocorrência de retrações mensais nos indicadores das regiões Sul, 12,5%, Norte/Centro-Oeste, 9%, e Sudeste, 8,9%, e aumento de 8,3% no relativo ao Nordeste.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, atingiu 170,2 pontos em fevereiro, recorde da série iniciada em junho de 1994. O aumento mensal de 11,9 pontos decorreu de elevações de 16,0 pontos no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 9,1 pontos no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC), ambos atingindo os maiores valores das séries históricas.

O IEC calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ), para a Região Metropolitana do Rio de Janeiro, apresentou elevação mensal de 3,4% em fevereiro, reflexo das elevações de 4,8% no componente Situação Financeira Presente e de 2,2% no indicador Expectativas Financeiras.

1.2 Produção

A atividade industrial, após registrar expansão modesta no último bimestre de 2011, experimentou retração acentuada em janeiro de 2012, o que em parte se deve a fatores localizados e que tendem a ser rapidamente revertidos. Vale ressaltar que a melhora dos índices de confiança do setor em meses recentes e as perspectivas de continuidade do dinamismo da demanda interna e de estabilização do cenário externo sinalizam a recuperação nos próximos meses.

Produção industrial

A produção física da indústria recuou 1,4% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando havia decrescido 1,9%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Ocorreram retrações na indústria extrativa, 0,9%, e

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

Discriminação	2011			2012
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	-1,9	-2,4	-1,8	-1,4
Por seção				
Indústria extrativa	0,8	1,7	2,0	-0,9
Indústria de transformação	-2,5	-2,8	-1,9	-0,6
Por categoria de uso				
Bens de capital	-2,4	-5,5	-3,7	-5,0
Bens intermediários	-1,4	-0,8	-0,6	-1,0
Bens de consumo	-3,2	-3,4	-2,1	1,3
Duráveis	-7,2	-9,0	-3,9	0,6
Semi e não duráveis	-1,3	-1,2	-1,2	1,2

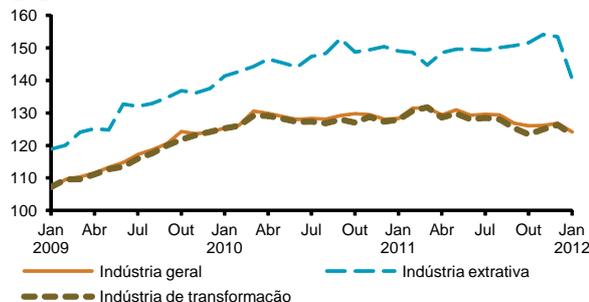
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100



Fonte: IBGE

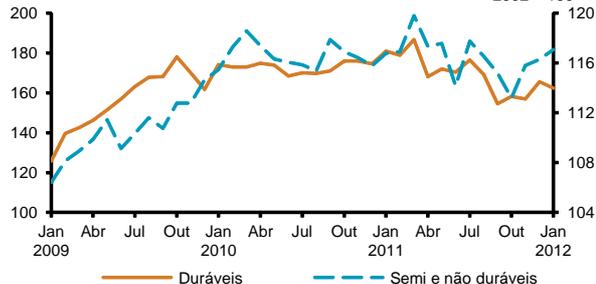
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

Duráveis

2002 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

na de transformação, 0,6%, esta evidenciando, em especial, os decréscimos nas atividades fumo, 19,2%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,7%; material eletrônico e equipamentos de comunicação, 7,5%; e veículos automotores, 7,4%. Em oposição, registrem-se os aumentos nas indústrias de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 10,2%; farmacêutica, 5,7%; e de perfumaria e produtos de limpeza, 4,5%.

Cabe assinalar que a evolução da indústria no período refletiu desempenhos mensais distintos, com variação positiva da produção nos dois últimos meses de 2011 e recuo significativo em janeiro. O resultado do setor neste início de ano deveu-se em grande parte a fatores pontuais concentrados, em especial, nos segmentos de automotores e extrativismo mineral.¹

A segmentação por categorias de uso revela que a indústria de bens de capital recuou 5% no período, com ênfase na redução acentuada na produção de caminhões e ônibus em janeiro (*vide* nota de rodapé 1). A produção de bens intermediários decresceu 1%, enquanto as indústrias de bens de consumo semi e não duráveis e de bens de consumo duráveis apresentaram expansões respectivas de 1,2% e 0,6%.

O índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes) do IBGE, recuou 0,5% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro. No mesmo período, a folha de pagamento real diminuiu 0,9%.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 83,7% em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. Ressalte-se que a UCI média atingiu 83,6% no trimestre encerrado em fevereiro, patamar 0,1 p.p. superior ao registrado no trimestre finalizado em novembro, resultado de aumento 3,3 p.p. na indústria de bens de consumo não duráveis e de recuos respectivos de 1,2 p.p., 0,9 p.p. e 0,8 p.p. nas indústrias de bens de consumo duráveis, bens intermediários e bens de capital.

Os estoques industriais, após registrarem expansão ao longo do segundo semestre de 2011, encontram-se em

1/ O resultado negativo registrado no setor automotor refletiu a elevação da produção de veículos pesados ao longo do segundo semestre de 2011 e consequente aumento dos estoques. Esse posicionamento das empresas, que concederam, em muitos casos, férias coletivas em janeiro de 2012, foi influenciado pela obrigatoriedade, a partir do início do ano, da utilização de tecnologia mais eficiente, e de custo mais elevado, associada à emissão de poluentes. No âmbito da atividade extrativa mineral, ressalte-se o impacto das condições meteorológicas adversas sobre o escoamento da produção de minério de ferro.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

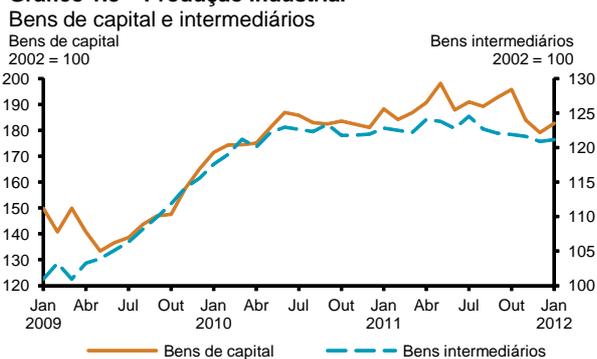


Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada^{1/}

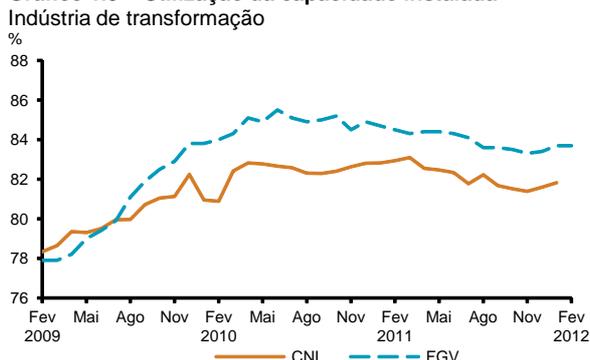
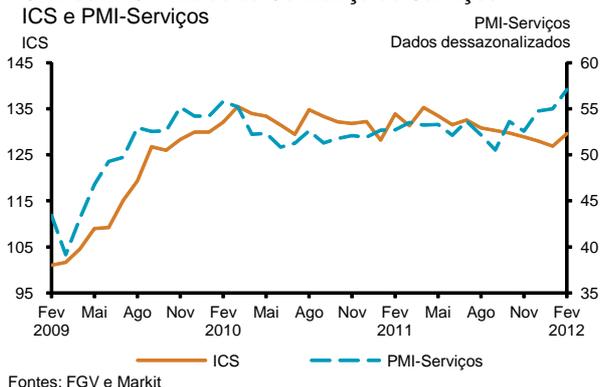


Gráfico 1.10 – Índice de Confiança de Serviços



processo de ajuste. De acordo com a SIT da FGV, o índice de estoques da indústria atingiu 104,3 pontos em fevereiro,² ante 108,5 pontos em outubro e 101,3 pontos em igual mês de 2011.

O Índice de Confiança da Indústria³ (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, apresentou aumento mensal de 0,2 ponto em fevereiro, totalizando 102,5 pontos. Ratificando o ambiente de recuperação das expectativas observado nos meses recentes, o ICI médio da indústria de transformação aumentou 1,4 ponto no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao finalizado em novembro, resultado de aumentos nos indicadores das indústrias de bens de consumo duráveis, 7,4 p.p., e de bens de consumo não duráveis, 5,2 p.p., e de recuos nos referentes aos segmentos de bens de capital, 9,2 p.p., e de bens intermediários, 2,1 p.p.

O Índice Gerente de Compras⁴ (PMI), considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 51,4 pontos em fevereiro, sinalizando melhora da atividade industrial pelo segundo mês seguido.

Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV, que reflete a confiança do empresariado do setor de serviços, experimentou crescimento mensal de 2,1% em fevereiro, interrompendo sequência de retrações consecutivas nessa base de comparação. A variação mensal refletiu a elevação de 2,2% no Índice de Expectativas (IE-S) e de 2% no Índice de Situação Atual (ISA-S). Apesar da elevação na margem, o ICS registrou, em fevereiro, a sétima retração consecutiva em base interanual.

O Índice Gerente de Compras (PMI-Serviços) relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 57,1 pontos em fevereiro, ante 55 pontos em janeiro, sugerindo a manutenção do dinamismo do setor. O indicador sem ajuste sazonal atingiu 55,5 pontos em fevereiro, ante 51,1 pontos em janeiro e cinquenta pontos em fevereiro de 2011.

2/ Observe-se que, nesse caso, calculou-se o complemento de 200 pontos do índice original divulgado pela FGV, de modo que valores acima de cem indicam estoques excessivos.

3/ Valores acima de cem pontos indicam sentimento de otimismo.

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

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

2002 = 100

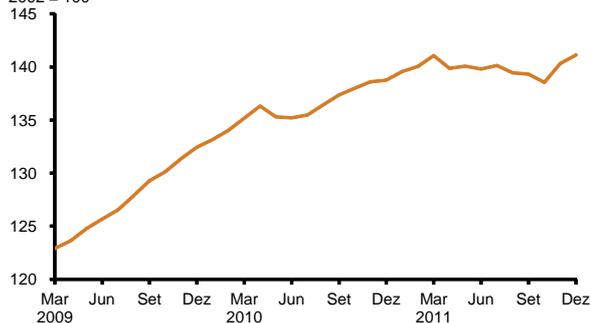
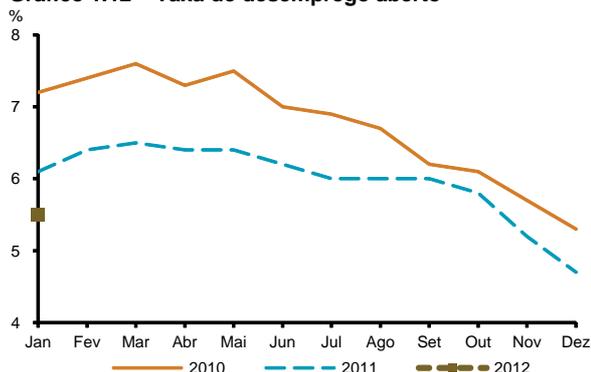


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

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

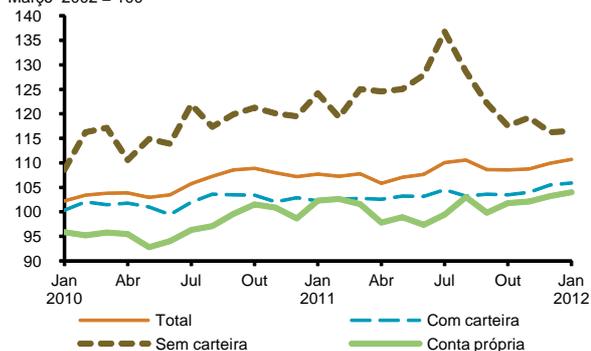
Discriminação	2011			2012
	1º sem	2º sem	No ano	Jan
Total	1 265,3	300,8	1 566,0	118,9
Indústria de transformação	244,0	-69,3	174,7	37,5
Comércio	92,3	276,3	368,6	-36,3
Serviços	507,1	279,2	786,3	61,5
Construção civil	156,7	-7,7	149,0	42,2
Agropecuária	223,5	-173,0	50,5	12,3
Serviços ind. de util. pública	6,7	1,0	7,7	1,0
Outros ^{1/}	35,0	-5,6	29,3	0,8

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), sugerindo moderação da atividade econômica, aumentou 0,3% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, quando havia recuado 0,2%, nesse tipo de análise, dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador registrou crescimento de 1,47% em dezembro, ante elevações de 0,79% em novembro, 0,68% em outubro e 1,28% em setembro.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, divulgada na Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, que abrange as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 5,5% em janeiro de 2012. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de 5,6% no trimestre encerrado em janeiro, ante 6,0% naquele encerrado em outubro, resultado de aumento de 0,3% no pessoal ocupado e recuo de 0,2% na População Economicamente Ativa (PEA).

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram eliminados 246,5 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro, ante 117,2 mil no mesmo período de 2011. Ocorreram demissões líquidas na indústria de transformação, 162,8 mil; na agropecuária, 104,1 mil; e na construção civil, 58,1 mil, contrastando com as criações respectivas de 63,8 mil e 31,4 mil empregos formais no comércio e no setor de serviços.

O rendimento médio real habitual do trabalho principal nas regiões abrangidas pela PME cresceu 2,0% no trimestre encerrado em janeiro, em relação a igual intervalo de 2011, registrando-se variações respectivas de 2,7% e -3,2% nos segmentos de empregados do setor privado com e sem carteira de trabalho assinada. Dentre os setores de atividade, os maiores ganhos ocorreram na construção civil, 10,1%; nos serviços domésticos, 5,4%; e no grupo dos outros serviços, que agrega as atividades alojamento, transporte, limpeza urbana e serviços pessoais, 5,1%. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitual pelo número de ocupados, cresceu 3,7% no período.

Atividade e Mercado de Trabalho: dinâmica recente

Tabela 1 – Taxa de desemprego e PIB

	Taxa de desemprego		PIB
	%	Varição em p.p.	Varição %
2003	12,3		
2004	11,5	-0,8	5,7
2005	9,8	-1,7	3,2
2006	10,0	0,2	4,0
2007	9,3	-0,7	6,1
2008	7,9	-1,4	5,2
2009	8,1	0,2	-0,3
2010	6,7	-1,3	7,5
2011	6,0	-0,8	2,7
Média	9,1	-0,8	4,2

Fonte: IBGE

A expansão da demanda doméstica na última década foi sustentada, em grande parte, pelo dinamismo do mercado de trabalho. De fato, a taxa de desemprego média recuou de 12,3%, em 2003, para 6,0%, em 2011, e nesse período o Produto Interno Bruto (PIB) registrou aumento anual médio de 4,2% (Tabela 1). Nos dois últimos trimestres de 2011, no entanto, a atividade experimentou arrefecimento relevante e a taxa de desemprego persistiu em declínio, evidenciando relação distinta da registrada no decorrer da década e suscitando o exame, no âmbito deste box, da dinâmica recente entre mercado de trabalho e atividade.

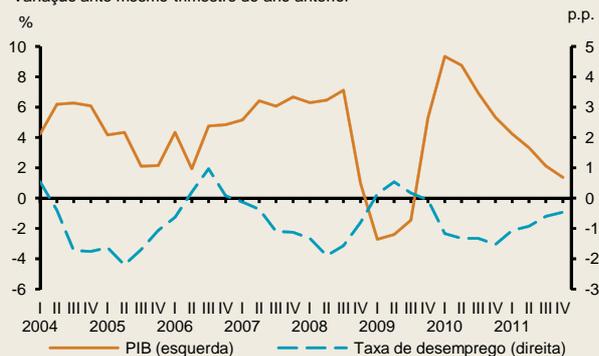
A evolução interanual, em bases trimestrais, da taxa de desemprego e da expansão da atividade econômica pode ser observada no Gráfico 1, que evidencia a relação inversa entre elas. Vale ressaltar, entretanto, que embora o recuo da taxa de desemprego coincida, de modo geral, com períodos de aceleração na atividade, ocorreram episódios em que desacelerações nas taxas de crescimento interanuais do PIB coincidiram com a manutenção, embora em ritmo decrescente, da trajetória declinante da taxa de desemprego.¹

A fim de analisar a dinâmica recente do mercado de trabalho, parte-se da definição de taxa de desemprego:

$$TD = 1 - \frac{PO}{PEA}$$

Gráfico 1 – PIB e taxa de desemprego

Varição ante mesmo trimestre do ano anterior



1/ Nesse sentido, a manutenção da trajetória declinante da taxa de desemprego em 2011 – a taxa atingiu 4,7% em dezembro, menor nível histórico – ocorreu em cenário de desaceleração da atividade, iniciada, se consideradas variações anuais em bases trimestrais, no segundo trimestre de 2010.

onde:

TD = Taxa de desemprego;

PO = População ocupada;

PEA = População Economicamente Ativa.

A variação em pontos percentuais da TD é, aproximadamente, igual à diferença entre as taxas de variação da PO e da PEA, ocorrendo estabilidade da TD em situações em que a PO e a PEA crescem à mesma taxa.

As taxas de crescimento das médias anuais da População em Idade Ativa (PIA) e da PEA e a Taxa de Atividade (TA), definida como a relação entre a PEA na PIA, encontram-se na Tabela 2. A taxa de crescimento da PIA recuou de 1,77%, em 2003, para 1,26%, em 2011, trajetória que, em linha com a desaceleração do crescimento populacional, tende a persistir nos próximos anos.² O crescimento da PEA incorpora volatilidade mais acentuada que o da PIA, reflexo do próprio ciclo econômico. Por sua vez, a TA se apresenta mais estável.

A relação entre o comportamento da PO e o ritmo da atividade econômica pode ser avaliada no Gráfico 2, que apresenta as taxas de crescimento do PIB e da PO. Nota-se que, em geral, a variação da taxa de crescimento do PIB é seguida, com defasagem de um trimestre, por movimentos na mesma direção da taxa do crescimento da PO.

As taxas de crescimento da PO e do PIB com um período de defasagem, considerando dados trimestrais de 2004 a 2011, encontram-se no Gráfico 3. Esses pontos se situam próximos à reta da regressão (*vide* equação baixo) ilustrada no mesmo gráfico, ressaltando-se que, no período em análise, a economia brasileira registrou expansão na quase totalidade dos trimestres, com redução da atividade apenas em três oportunidades. Assim, o ajuste na ocupação nos períodos de crise tende a apresentar relativa rigidez, já que ocorreu com caráter de curtíssimo prazo.

$$\Delta\%PO_t = a + b\Delta\%PIB_{t-1}$$

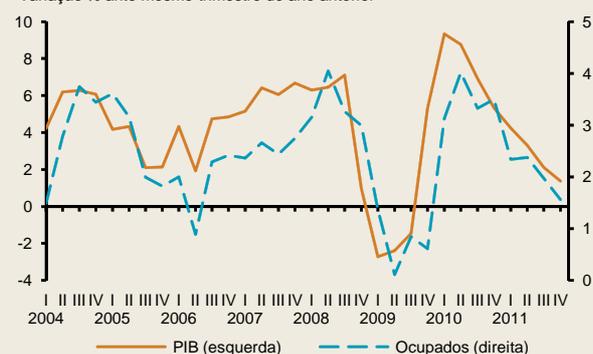
Tabela 2 – PIA e PEA

	Variação anual		Taxa de atividade
	PIA	PEA	
2004	1,8	1,9	57,1
2005	1,8	0,8	56,6
2006	1,6	2,1	56,8
2007	1,7	1,8	56,9
2008	1,6	1,8	57,0
2009	1,5	0,9	56,7
2010	1,3	2,0	57,1
2011	1,3	1,2	57,1
Média	1,6	1,6	56,9

Fonte: IBGE

Gráfico 2 – PIB e população ocupada

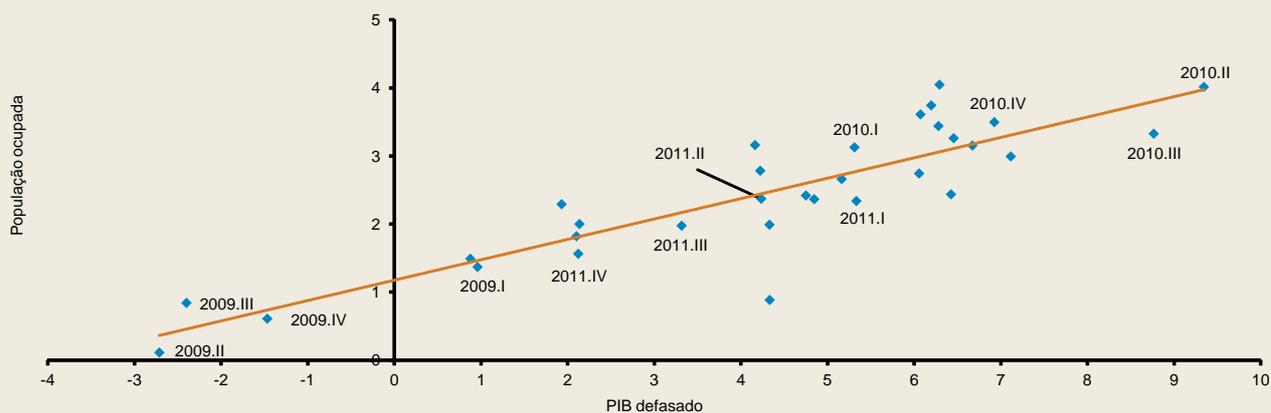
Variação % ante mesmo trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE

2/ O fluxo migratório é fator que pode influir no crescimento da PIA.

Gráfico 3 – PIB e população ocupada
 Variação % ante mesmo trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE, Banco Central

Admitindo TA estável, a taxa de crescimento do PIB que mantém a TD constante é aquela em que as taxas de crescimento da PO e da PIA são iguais. De acordo com a equação acima, o desemprego registraria estabilidade no período 2003/2011 – dada a média de crescimento anual da PIA de 1,6% – se o PIB crescesse 1,3% ao ano. Como a taxa de crescimento média do PIB foi bem maior, a taxa de desemprego recuou bastante.

Em 2011, dado que a PIA cresceu 1,3%, a expansão do PIB requerida para a estabilidade da TD seria entre 0,3% e 0,6%. Tendo em vista o crescimento anual de 2,7% no PIB, a taxa de desemprego deveria ter recuado 0,7 p.p. (valor muito próximo ao 0,8 p.p. efetivamente registrado no ano).

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2010 IV Tri	2011 I Tri II Tri III Tri IV Tri			
Agropecuária	6,3	3,3	1,2	2,8	3,9
Indústria	10,4	3,8	2,9	2,3	1,6
Extrativa mineral	13,6	3,3	3,2	3,0	3,2
Transformação	10,1	2,9	2,3	1,2	0,1
Construção civil	11,6	5,5	3,8	3,8	3,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	8,1	5,0	4,2	4,1	3,8
Serviços	5,5	4,0	3,8	3,2	2,7
Comércio	10,9	5,4	5,5	4,1	3,4
Transporte, armazenagem e correio	9,2	4,6	3,9	3,2	2,8
Serviços de informação	3,7	4,5	5,2	4,9	4,9
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relacionados	10,0	6,3	5,6	4,7	3,9
Outros serviços	3,7	3,5	3,5	2,8	2,3
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4
Administração, saúde e educação públicas	2,3	3,0	2,9	2,6	2,3
Valor adic. a preços básicos	6,9	3,9	3,4	2,9	2,5
Impostos sobre produtos	11,7	6,5	6,2	5,1	4,3
PIB a preços de mercado	7,5	4,2	3,8	3,2	2,7
Consumo das famílias	6,9	6,0	5,8	4,8	4,1
Consumo do governo	4,2	1,8	2,7	2,2	1,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	21,3	8,8	7,5	5,7	4,7
Exportação	11,5	4,0	5,2	4,8	4,5
Importação	35,8	13,4	14,1	11,0	9,7

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2010 IV Tri	2011 I Tri II Tri III Tri IV Tri			
PIB a preços de mercado	1,1	0,6	0,5	-0,1	0,3
Agropecuária	0,8	4,4	-1,1	2,5	0,9
Indústria	0,9	1,7	-0,3	-1,1	-0,5
Serviços	1,2	0,4	0,6	-0,2	0,6
Consumo das famílias	2,0	0,5	0,5	-0,1	1,1
Consumo do governo	0,2	-0,1	2,0	-0,8	0,4
Formação Bruta de					
Capital Fixo	0,5	1,2	1,1	-0,4	0,2
Exportação	2,6	-2,6	2,5	1,9	1,9
Importação	2,3	-1,3	5,4	-0,5	2,6

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 1,4% no quarto trimestre de 2011, em relação a igual intervalo de 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 2,7%. Na margem, o agregado aumentou 0,3% em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados.

A expansão do PIB entre os trimestres encerrados em dezembro de 2011 e do ano anterior decorreu de crescimento na agropecuária, 8,4%; no setor de serviços, 1,4%, impulsionado por serviços de informação, que cresceu 4,6%; e de retração de 0,4% na indústria, sensibilizada pela retração de 3,1% na indústria de transformação. No âmbito da demanda, as contribuições dos componentes doméstico e externo atingiram, na ordem, 1,7 p.p. e -0,4 p.p., ocorrendo elevações respectivas de 2,1%, 2,0% e 1,3% no consumo das famílias, na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e no consumo do governo e aumentos de 6,4% nas importações e de 3,7% nas exportações.

A variação anual do PIB decorreu de expansões de 3,9% na agropecuária, influenciada pela safra recorde de grãos, de 2,7% no setor de serviços e de 1,6% na indústria, favorecida pelos crescimentos nas atividades distribuição de eletricidade, gás e água, 3,8%, e construção civil, 3,6%. No âmbito da demanda, ocorreram contribuições de 3,4 p.p. do componente doméstico, com ênfase na variação de 4,7% na FBCF, e de -0,7 p.p. do setor externo, decorrente de variações respectivas de 9,7% e 4,5% nas importações e nas exportações.

A análise, na margem, sob a ótica da produção, evidencia os crescimentos trimestrais de 0,9% na agropecuária e de 0,6% no setor de serviços, contrastando com o recuo de -0,5% na indústria, terceiro resultado negativo do setor em sequencia, nessa base de comparação. Em relação à demanda, o componente doméstico registrou elevações no consumo das famílias, 1,1%; no consumo do governo, 0,4%; e na FBCF, 0,2%, enquanto no âmbito do setor externo ocorreram aumentos de 1,9% nas exportações e de 2,6% nas importações.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 2% no último trimestre de 2011, em relação a igual período de 2010, contribuindo para que

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação % sobre mesmo período do ano anterior			
	2011		2012	
	Out	Nov	Dez	Jan
Insumos da construção civil	5,0	3,2	0,9	2,2
Bens de capital	-0,2	-3,7	-0,1	-13,0
Tipicamente industrializados	-0,2	10,7	-0,4	5,4
Agrícolas	-3,1	5,0	34,5	32,1
Peças agrícolas	-17,3	13,2	26,5	-24,3
Construção	-10,9	-23,4	-25,1	3,7
Energia elétrica	-9,6	-17,5	-20,6	-34,1
Equipamentos de transporte	7,1	7,1	17,3	-26,3
Misto	-3,1	-13,0	-5,0	-7,7

Fonte: IBGE

seu crescimento anual atingisse 4,7%. Vale ressaltar que essa expansão, inferior à variação de 21,3% assinalada em 2010, mas superior ao crescimento do PIB pelo segundo ano consecutivo, é indicativa de ampliação da capacidade de oferta da economia. A análise na margem evidencia que os investimentos aumentaram 0,2% em relação ao trimestre encerrado em setembro de 2011, considerados dados dessazonalizados.

A produção de insumos típicos da construção civil, favorecida por programas governamentais de construção de imóveis para as classes de mais baixa renda, pelo dinamismo do mercado de trabalho e pela expansão do crédito habitacional, cresceu 3,1% no quarto trimestre de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior. A absorção de bens de capital cresceu 1,7% nesse período, resultado de variações respectivas de -1,4%, -2,1% e 10,9% na produção, na exportação e na importação de bens de capital.

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) – totalizaram R\$138,9 bilhões em 2011, recuando 17,5% no ano. A análise setorial revela que a maior expansão, 136,5%, ocorreu na indústria extrativa, e a maior retração, 47,9%, na indústria de transformação, segmentos que detiveram, na ordem, 2,6% e 29,0% dos desembolsos totais. Os recursos direcionados aos segmentos comércio e serviços, e agropecuária, registraram variações anuais respectivas de 7,2% e -3,6% e representaram, na ordem, 61,4% e 7% do total. Desconsiderado o desembolso de R\$24,8 bilhões relacionado à operação de capitalização da Petróleo do Brasil S.A. (Petrobras), realizado em setembro de 2010, os desembolsos totais e os destinados à indústria de transformação registram recuos respectivos de 3,3% e 23,3%, no ano.

1.6 Conclusão

A atividade econômica moderou em 2011. Esse desempenho era esperado em função das ações de política implementadas no final de 2010 e início de 2011, mas foi potencializado pela deterioração do ambiente internacional no segundo semestre do ano passado.

As perspectivas para 2012 apontam aceleração ao longo do ano, expressas na projeção de crescimento anual de 3,5% do PIB.

Internamente, a manutenção de condições favoráveis no mercado de trabalho e da confiança do consumidor em patamar elevado, bem como a melhora nos indicadores de confiança dos empresários sugerem consistência do processo de retomada do crescimento econômico. No mesmo sentido, a recuperação da economia dos Estados Unidos da América (EUA), as perspectivas de estabilização das condições financeiras na Área do Euro e a relativa acomodação, em patamar ainda elevado, em importantes economias asiáticas poderão favorecer a atividade nos próximos meses.

Evolução da Massa de Rendimento e do Valor Adicionado ao PIB

A evolução do mercado de trabalho nos últimos anos tem sido marcada por níveis historicamente baixos da taxa de desemprego, maior grau de formalização e tendência de expansão dos rendimentos. Esse contexto de aumentos salariais, em princípio, pode implicar pressões de custos e, eventualmente, sobre margens das empresas. Essa possibilidade é examinada neste box por meio de uma medida de participação do custo do trabalho na renda total das empresas, uma variável cujo movimento ocorre, via de regra, em direção oposta ao da margem de lucro.

Para estimar a participação do custo do trabalho na renda das empresas, buscou-se abranger todos os setores da economia, seguindo a desagregação das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Nesse sentido, a renda foi obtida diretamente das séries de Valor Adicionado (VA), em termos nominais, das Contas Nacionais. Como *proxy* para o custo do trabalho utilizou-se a Massa de Rendimento Habitual (MR) do trabalho principal, divulgada pelo IBGE no âmbito da Pesquisa Mensal do Emprego (PME), também em valores nominais – séries de Massa de Rendimento Habitual por setores das CNT foram extraídas dos arquivos de microdados da PME. A razão entre as duas variáveis, neste box denominada Razão entre a Massa de Rendimento Habitual e o Valor Adicionado ao Produto Interno Bruto (RMRVA), é adimensional e expressa em percentagem. Deve-se ressaltar que a diferença entre a abrangência geográfica das duas pesquisas limita comparações de nível entre as RMRVA das diversas atividades econômicas. Essa divergência afeta, principalmente, os resultados dos setores econômicos com forte ponderação em regiões não

Tabela 1 – Razão RMVA

Total da economia e seções da CNAE

Discriminação										%
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média	
Total	12,3	12,3	12,1	11,7	11,9	12,0	11,8	12,0	12,0	12,0
Indústria	9,8	10,0	10,0	10,1	10,1	10,5	9,8	10,4	10,1	10,1
Extrativa	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7	3,5	1,9	1,7	1,9	1,9
Transformação	11,0	11,7	12,0	11,8	12,0	11,7	11,4	13,0	11,8	11,8
Eletricidade e outros ^{1/}	3,7	3,4	3,4	3,3	3,6	4,0	3,1	3,6	3,5	3,5
Construção	13,2	13,1	13,3	13,2	13,4	13,2	13,0	13,5	13,2	13,2
Serviços	14,7	14,3	13,9	13,3	13,6	13,6	13,5	13,6	13,8	13,8
Comércio	18,0	17,8	16,7	15,1	14,4	14,6	14,1	14,0	15,6	15,6
Transporte	19,2	18,4	18,5	18,5	18,1	18,4	17,5	18,0	18,3	18,3
Intermediação financeira	9,8	8,7	8,3	7,4	8,2	8,1	7,1	7,3	8,1	8,1
Atividade imobiliária	3,3	2,7	2,6	2,7	3,2	3,1	3,2	3,3	3,0	3,0
Administração pública, educação e saúde	11,1	11,1	10,9	10,4	10,7	10,8	10,7	10,7	10,8	10,8
Outros serviços ^{2/}	22,0	21,9	21,2	20,7	21,1	21,2	21,8	22,0	21,5	21,5
Outras atividades ^{3/}	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IBGE.

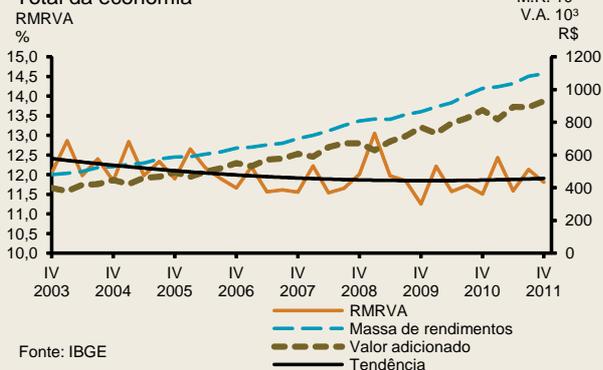
1/ Eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana.

2/ Inclui serviços de educação e saúde prestados por entidades privadas e serviços de comunicação.

3/ Agropecuária, entre outras atividades.

Gráfico 1 – RMRVA e componentes

Total da economia

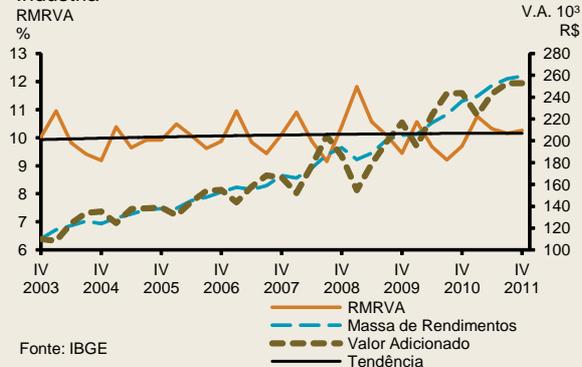


abrangidas pela PME, tais como a Agropecuária¹ e a Indústria Extrativa. Por outro lado, pode-se aferir o comportamento das RMRVA de cada setor ao longo do tempo.

Conforme ilustra o Gráfico 1, a RMRVA da economia como um todo mostrou relativa estabilidade ao longo dos últimos oito anos, revelando que a renda do trabalho evoluiu de forma semelhante à renda total da economia. Observa-se significativa oscilação intra-anual decorrente de fatores sazonais. No período de 2004 a 2011, a RMRVA apresentou média anual de 12,0% (Tabela 1).

Gráfico 2 – RMRVA e componentes

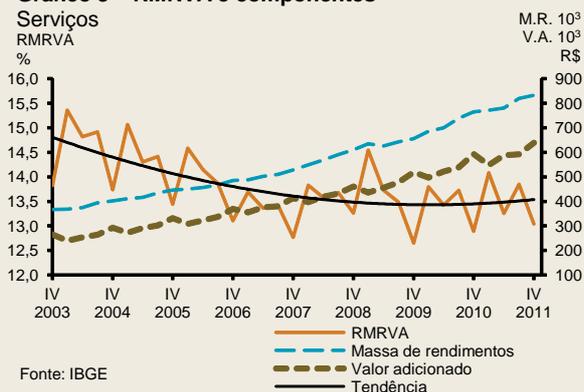
Indústria



Considerando os componentes do Produto Interno Bruto (PIB) pela ótica da oferta, a RMRVA média anual da Indústria manteve-se próxima de 10,0% de 2004 a 2008. Após esse período, a volatilidade trazida pela crise de 2008/2009 para o VA do triênio encerrado em 2011 se transmitiu para a RMRVA, que oscilou de 9,8% a 10,5%, no período (Gráfico 2). A RMRVA dos Serviços declinou de 14,8%, em 2004, para 13,4%, em 2007,

1/ A agropecuária sequer consta entre as atividades pesquisadas pela PME, razão pela qual ela foi pareada com a série "Outras Atividades" da PME e, por isso, não será examinada neste texto.

Gráfico 3 – RMRVA e componentes



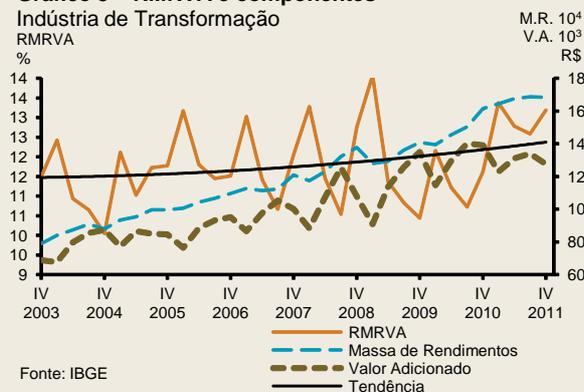
Fonte: IBGE

Gráfico 4 – RMRVA e componentes



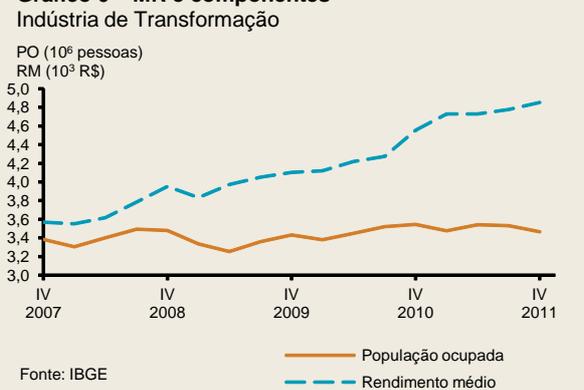
Fonte: IBGE

Gráfico 5 – RMRVA e componentes



Fonte: IBGE

Gráfico 6 – MR e componentes



Fonte: IBGE

e permaneceu relativamente estável desde então, não sendo, aparentemente, sensibilizada pelos efeitos da crise de 2008/2009 (Gráfico 3).

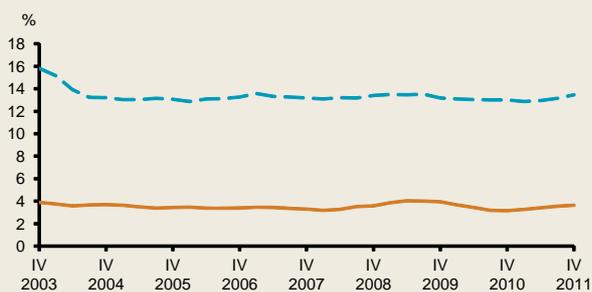
A análise da indústria revela que suas quatro seções apresentaram RMRVA relativamente estáveis ao longo dos últimos oito anos, exceto em circunstâncias específicas. A RMRVA média anual da Indústria Extrativa oscilou entre 1,6% e 1,9%, de 2004 a 2011, exceto por um máximo de 3,5% atingido em 2009 e plenamente revertido à média no ano seguinte. Esse aumento episódico está associado ao recuo do VA por ocasião da crise de 2008/2009. De fato, a recuperação dos preços das *commodities* e, por consequência, do VA da Indústria Extrativa, a partir do primeiro semestre de 2010, implicou o retorno da RMRVA ao patamar que prevaleceu de 2004 a 2008 (Gráfico 4).

A Indústria de Transformação (IT) manteve a RMRVA estável no período analisado. Em 2011, entretanto, a combinação de mercado de trabalho doméstico aquecido e concorrência com produtos importados, decorrência do menor dinamismo da demanda na economia global, contribuiu para que o segmento sancionasse elevações salariais sem o correspondente repasse a preços. Assim, após oscilar em torno de 11,7% de 2004 a 2010, a RMRVA se deslocou para 13,0% em 2011.

O incremento de 1,6 p.p. da RMRVA da IT em 2011 se deveu, principalmente, à elevação de 12,1% da Massa de Rendimento e, secundariamente, à diminuição de 1,6% do VA, reflexo de alta de 0,1% em volume de produção e recuo de 1,5% no deflator da atividade (Gráfico 5). Por sua vez, o aumento da MR decorreu essencialmente do aumento de 11,2% no Rendimento Médio, com a População Ocupada na IT variando apenas 0,8% em 2011 (Gráfico 6).

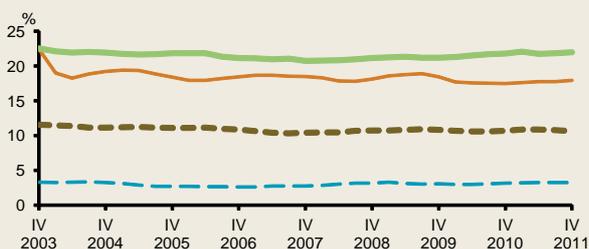
Entretanto, as demais seções da indústria demonstraram menor suscetibilidade aos efeitos da crise de 2008/2009. A RMRVA da Indústria de Eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana, excetuando-se o máximo de 4,0% registrado em 2009 contraposto ao mínimo de 3,1% em 2010, oscilou de 3,3% a 3,7%, no período. A RMRVA da Indústria da Construção oscilou em torno da média de 13,2% (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Razão MRVA^{1/}
Seções da Indústria



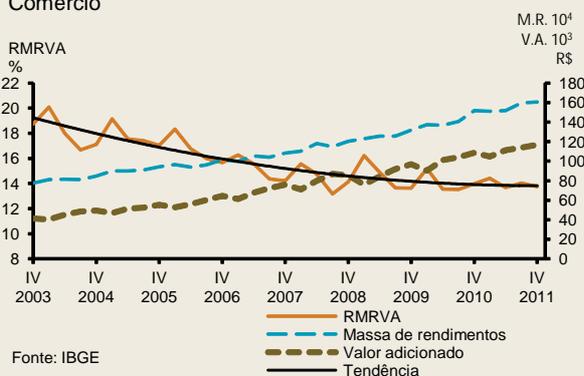
Fonte: IBGE
1/ Média de 4 trim. — Energia e outras — Construção

Gráfico 8 – Razão MRVA^{1/}
Seções dos serviços.



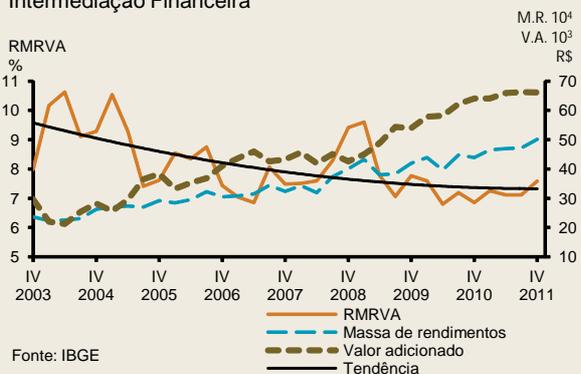
Fonte: IBGE
1/ Média de 4 trim. — Transporte — Ativ. imobiliária — Adm. públ., educ. e saúde — Outros serviços

Gráfico 9 – RMRVA e componentes
Comércio



Fonte: IBGE

Gráfico 10 – RMRVA e componentes
Intermediação Financeira



Fonte: IBGE

No setor terciário, quatro das seis seções dos serviços apresentaram, nos últimos oito anos, RMRVA estáveis e em níveis médios marcadamente distintos: Transporte, 18,3%, Atividade Imobiliária, 3,0%, Administração Pública, Educação e Saúde, 10,9%, e Outros Serviços,² 21,5% (Gráfico 8).

Os dois outros ramos dos Serviços, em contraste com os demais vistos até aqui, apresentaram RMRVAs declinantes de 2004 a 2011. A RMRVA relativa ao Comércio recuou de 18,0%, em 2004, para 14,1%, em 2011, enquanto a referente ao segmento serviços de Intermediação Financeira decresceu de 9,8% para 7,3%. Vale destacar o declínio gradual da RMRVA no Comércio, mas, no caso do segmento Intermediação Financeira, houve oscilações acentuadas (Gráfico 9 e Gráfico 10).

Em resumo, para a economia como um todo, a razão entre a massa de rendimento e o valor adicionado ao PIB manteve-se estável nos últimos oito anos. Em termos setoriais, entretanto, observou-se comportamento distinto entre o segmento de serviços e a indústria. No primeiro caso, houve tendência de queda da razão entre 2003 e 2007, e relativa estabilidade até 2011. No âmbito da indústria, em especial na de transformação, a tendência de estabilidade foi interrompida em 2011, quando se observou significativo incremento.

2/ Inclui educação e saúde prestadas por entidades privadas e serviços de comunicação.

A inflação ao consumidor para o acumulado em doze meses permaneceu em declínio no trimestre encerrado em fevereiro, apesar de sensibilizada por pressões sazonais sobre os preços de alimentos *in natura*, por reajustes de tarifas, especialmente de transportes públicos, e pelo aumento nos custos associados à educação.

Os índices gerais de preços registraram expressiva desaceleração no período, evidenciando, fundamentalmente, a menor elevação nos preços agrícolas por atacado e a retração de preços dos produtos industriais.

Nesse ambiente, o esgotamento, nos próximos meses, de pressões sazonais observadas no início do ano, bem como o comportamento favorável dos preços no atacado mostram-se consistentes com o processo de convergência da inflação para a meta.

2.1 Índices gerais

A variação acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, atingiu 0,21% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,58% naquele finalizado em novembro. Esse comportamento refletiu o impacto mais acentuado da retração nos preços no atacado, em linha com a menor alta nos preços dos produtos agrícolas e a redução dos preços industriais, ante maiores variações positivas dos preços ao consumidor e dos custos da construção civil.

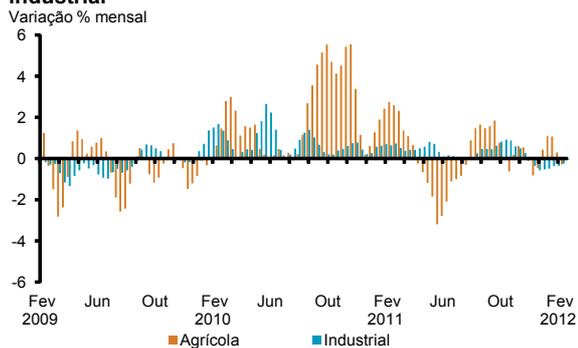
O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), com peso de 60% no IGP-DI, recuou 0,57% no trimestre encerrado em fevereiro, ante elevação de 1,77% no período setembro a novembro de 2011. A reversão refletiu a redução, de 1,76% para 0,60%, na variação dos preços dos produtos agrícolas, movimento consistente com recuos nos preços do leite, uva, café, tomate, trigo, laranja, bovinos e aves, e a reversão, de

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2011			2012	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	0,40	0,43	-0,16	0,30	0,07
IPA	0,48	0,34	-0,55	0,01	-0,03
IPC-Br	0,26	0,53	0,79	0,81	0,24
INCC	0,23	0,72	0,11	0,89	0,30

Fonte: FGV

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



1,77% para -0,99%, na variação dos preços industriais, que refletiu, em especial, os recuos nos preços dos itens minerais metálicos, produtos alimentícios e bebidas e álcool.

A aceleração registrada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) resultou, em grande parte, de aumentos nos grupos educação, leitura e recreação, 5,37%, alimentação, 2,11%, e transporte, 1,77%, enquanto a elevação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) traduziu o crescimento das pressões exercidas pelos itens mão de obra e material e serviços.

O IGP-DI variou 5,00% em 2011, ante 11,30% no ano anterior, registrando-se redução nas variações anuais do IPA, de 13,85% para 4,12%, e do INCC, de 7,77% para 7,49%, e elevação na relativa ao IPC, de 6,24% para 6,36%.

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 6,50% em 2011, ante 5,91% no ano anterior, registrando-se elevações de 6,20% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 6,63% nos preços livres, ante 3,13% e 7,09%, respectivamente, no ano anterior.

A variação do IPCA atingiu 1,52% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,49% naquele finalizado em novembro de 2011, resultado de desaceleração, de 1,36% para 0,92%, nos preços monitorados,⁵ e de aceleração, de 1,54% para 1,74%, nos preços livres. A evolução dos preços livres refletiu as variações dos preços dos itens comercializáveis, 0,30%, e dos não comercializáveis, 3,06%, ressaltando-se, nesse segmento, as elevações respectivas de 7,00% e 3,74% nos itens cursos e alimentos *in natura*. A desaceleração observada no âmbito dos bens comercializáveis esteve associada, em especial, às menores elevações dos preços do grupo vestuário e aos recuos nos itens etanol e açúcares e derivados.

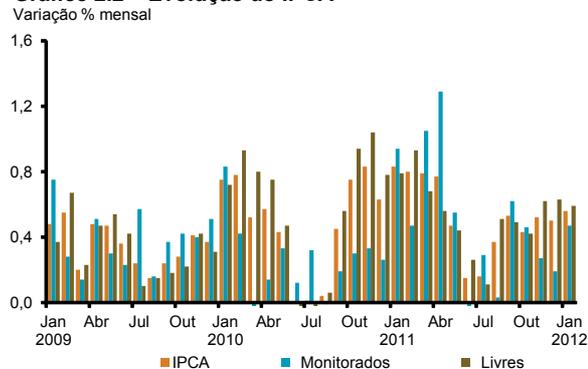
Os preços dos serviços, impulsionados pelos aumentos respectivos de 7,30% e 7,00% nos itens cursos regulares e cursos diversos, elevaram-se 2,83% no trimestre encerrado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 8,10% em fevereiro ante 9,08% em novembro.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2011			2012	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,43	0,52	0,50	0,56	0,45
Livres	0,42	0,62	0,63	0,59	0,51
Comercializáveis	0,39	0,57	0,51	0,00	-0,21
Não comercializáveis	0,44	0,67	0,73	1,13	1,17
Serviços	0,41	0,59	0,51	1,05	1,25
Monitorados	0,46	0,27	0,19	0,47	0,26

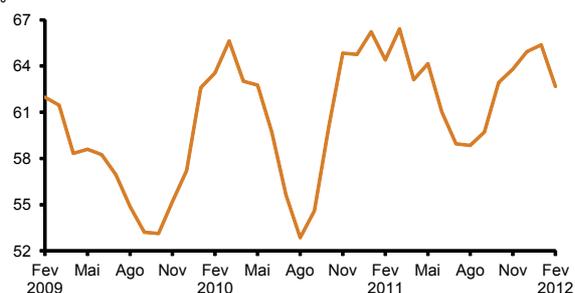
Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



5/ Ressalte-se que a segmentação dos itens e subitens do IPCA apresentada neste Relatório já segue a atualização do sistema de classificação do Banco Central descrita em boxe do Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA
 Proporção do número de subitens com aumentos
 Média móvel trimestral
 %



Fonte: IBGE

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2011				2012	
		Out	Nov	Dez	No ano	Jan	Fev
IPCA	100,00	0,43	0,52	0,50	6,50	0,56	0,45
Livres	71,03	0,42	0,62	0,63	6,63	0,59	0,51
Monitorados	28,97	0,46	0,27	0,19	6,20	0,47	0,26
Principais itens							
Gás encanado	0,10	0,00	-0,02	0,00	9,45	4,02	0,43
Ônibus urbano	3,88	0,00	0,00	0,00	8,45	2,54	0,72
Água e esgoto	1,64	0,86	0,00	0,04	8,29	0,26	0,21
Plano de saúde	3,51	0,61	0,61	0,61	7,55	0,60	0,61
Gasolina	3,99	0,17	-0,25	0,30	6,93	-0,35	-0,40
Pedágio	0,12	0,09	0,13	0,17	6,42	0,94	0,22
Remédios	2,76	0,07	0,18	0,17	4,39	0,09	0,57
Energia elétrica	3,12	0,40	0,72	0,13	3,97	-0,38	0,15
Gás veicular	0,10	-0,65	0,30	0,44	2,51	1,86	0,68
Gás de bujão	1,14	0,10	-0,32	0,02	1,97	0,05	0,72
Óleo diesel	0,07	-0,24	0,04	0,59	1,86	0,30	0,04

Fonte: IBGE

O índice de difusão do IPCA, sinalizando menor disseminação dos aumentos nos preços, registrou média de 62,7% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 63,80% naquele finalizado em novembro e 64,4% em igual período de 2011. A média do índice atingiu 63,0% em 2011, ante 61,2% no ano anterior. Considerados períodos de doze meses, o IPCA acumulou variação de 5,84% em fevereiro, ante 6,64% em novembro.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 6,20% em 2011, respondendo por 1,80 p.p. da variação total do IPCA no ano. As maiores pressões foram provenientes das elevações nos itens passagem aérea, 52,91%; taxa de água e esgoto, 8,29%; ônibus urbano, 8,45%; plano de saúde, 7,55%; e gasolina, 6,93%, contrastando com os recuos nos itens gás de bujão, 1,97%, e óleo diesel, 1,86%.

A variação dos preços monitorados totalizou 0,92% no trimestre encerrado em fevereiro (1,36% no terminado em novembro) e contribuiu com 0,24 p.p. para a variação trimestral do IPCA no período. As tarifas de ônibus intermunicipais aumentaram 4,90%, seguindo-se as elevações nos itens tarifas de metrô; 2,80%, e plano de saúde; 1,83%. As tarifas de ônibus urbano, traduzindo as elevações registradas no Rio de Janeiro, 10,00%; Porto Alegre, 5,56%; Recife, 6,50%; e Belo Horizonte, 8,16%, aumentaram 3,28% no trimestre. A variação dos preços monitorados acumulada em doze meses atingiu 5,48% em fevereiro, ante 6,27% em novembro.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e o item combustíveis variou 1,61% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,40% naquele finalizado em novembro. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 6,12% em fevereiro, ante 6,89% em novembro.

O núcleo que exclui os preços monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio registrou aumentos respectivos de 1,61% e 1,33% nos trimestres mencionados. Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 6,14% em fevereiro, ante 7,19% em novembro.

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2011			2012	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA (cheio)	0,43	0,52	0,50	0,56	0,45
Exclusão ^{1/}	0,47	0,47	0,41	0,59	0,60
Exclusão ^{2/}	0,43	0,45	0,49	0,57	0,54
Médias aparadas com suavização	0,59	0,55	0,58	0,47	0,41
Médias aparadas sem suavização	0,44	0,42	0,39	0,36	0,28
Dupla ponderação	0,50	0,53	0,54	0,59	0,47
IPC-Br (cheio)	0,26	0,53	0,79	0,81	0,24
Médias aparadas	0,43	0,46	0,62	0,37	0,34

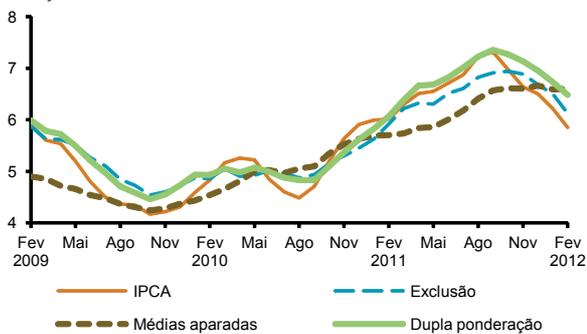
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: dez itens da alimentação no domicílio e combustíveis (doméstico e veículos).

2/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

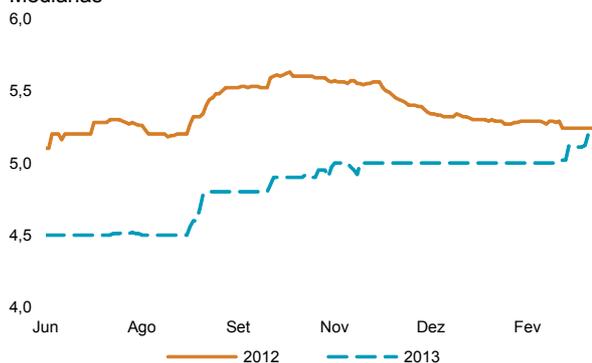
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas



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

7/ 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.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ cresceu 1,47%, ante 1,73% no trimestre encerrado em novembro. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,60% em fevereiro, mesma variação em novembro.

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização registrou variação trimestral de 1,03% em fevereiro, ante 1,42% em novembro. Em doze meses, o indicador acumulou variação de 5,15% em fevereiro, ante 5,80% em novembro.

O núcleo de dupla ponderação⁷ registrou variação de 1,61% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,55% naquele encerrado em novembro. A análise em doze meses revela que a variação do indicador recuou de 7,13%, em novembro, para 6,48% em fevereiro.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, acumulou aumento de 1,34%, ante 1,43% no trimestre finalizado em novembro. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos de 5,49% em fevereiro e de 5,44% em novembro.

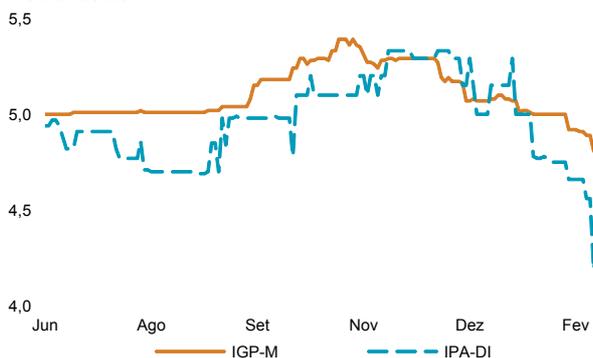
2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 2 de março –, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2012 e 2013 atingiram, igualmente, 5,2%, ante 5,3% e 5,0%, respectivamente, ao final de dezembro. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,31%, ante 5,33% em 30 de dezembro.

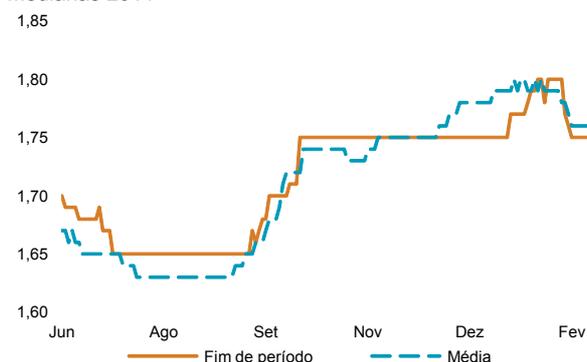
A mediana relativa à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) de 2012 recuou de 5,1%, ao final de dezembro, para 4,5%, em 2 de março, enquanto a referente ao IPA-DI para o mesmo ano passou de 5,2% para 4,2%. No mesmo período, a mediana para o IGP-M de 2013 aumentou de 4,8% para 5,0% enquanto a relacionada ao IPA-DI permaneceu em 4,9%.

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2011

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas 2011

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

	30.9.2011		30.12.2011		2.3.2012	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
IPCA	5,5	4,8	5,3	5,0	5,2	5,2
IGP-M	5,2	4,7	5,1	4,8	4,5	5,0
IPA-DI	5,0	4,9	5,2	4,9	4,2	4,9
Preços Administrados	4,6	4,5	4,5	4,5	4,0	4,5
Selic (fim de período)	10,5	11,0	9,5	10,4	9,5	10,5
Selic (média do período)	10,5	10,8	9,7	10,5	9,7	10,2
Câmbio (fim de período)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Câmbio (média do período)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8
PIB	3,7	4,4	3,3	4,3	3,3	4,2

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2012 atingiu 4% em 2 de março, ante 4,5% ao final de dezembro, enquanto a referente a 2013 manteve-se em 4,5%.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2012 e para o final de 2013 corresponderam a R\$1,75/US\$, tanto em 30 de dezembro como em 2 de março. A mediana das projeções para a taxa de câmbio média relativa a 2012 recuou de R\$1,79/US\$ para R\$1,73/US\$, enquanto a referente a 2013 permaneceu em R\$1,75/US\$.

2.6 Conclusão

A inflação ao consumidor para o acumulado em doze meses permaneceu em declínio no trimestre encerrado em fevereiro, apesar de sensibilizada por pressões sazonais sobre os preços de alimentos *in natura*, por reajustes de tarifas, especialmente de transportes públicos, e pelo aumento nos custos associados à educação.

Para os próximos meses, devem se destacar os impactos do reajuste do salário mínimo sobre os preços de serviços, em especial empregado doméstico, bem como a alta de artigos de vestuário, refletindo a entrada de estação. Por outro lado, o esgotamento de pressões sazonais do início do ano e as menores variações observadas nos preços ao produtor amplo, tanto agrícolas como industriais, tendem a contribuir para a evolução favorável da inflação.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões						
	2011			2012		Variação %	
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses	
Total	1 946,8	1 984,7	2 030,0	2 026,5	4,1	18,4	
Recursos livres	1 261,0	1 279,2	1 305,6	1 302,9	3,3	16,6	
Direcionados	685,8	705,5	724,4	723,6	5,5	21,6	

Participação %:				
Total/PIB	47,5	48,2	49,1	48,8
Rec. livres/PIB	30,8	31,1	31,6	31,4
Rec. direc./PIB	16,7	17,1	17,5	17,4

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

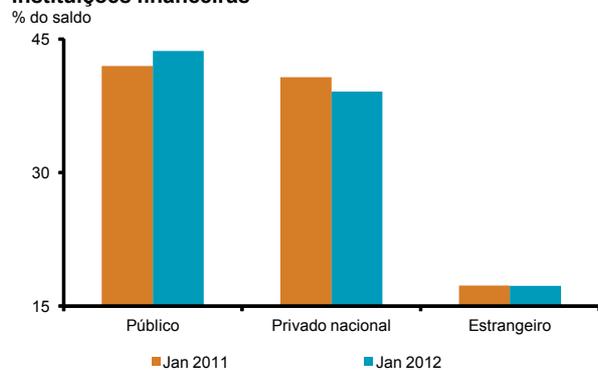
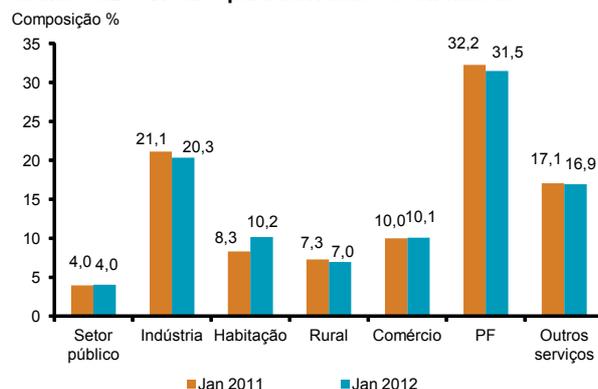


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, realizadas com recursos livres e direcionados, totalizou R\$2.027 bilhões em janeiro, elevando-se 4,1% no trimestre e 18,4% em doze meses. A moderação no trimestre encerrado nesse mês foi condicionada, em especial, pelo menor ritmo de atividade no início deste ano e no segundo semestre de 2011. No segmento de pessoas físicas, ressaltou-se a maior demanda, em janeiro, consistente com o padrão sazonal de compromissos financeiros e tributários e que se concentrou nas modalidades crédito pessoal, cheque especial e cartão de crédito.

O crédito total correspondeu a 48,8% do PIB, ante 47,5% em outubro e 45% em janeiro de 2011. A participação dos bancos públicos, impulsionada, em particular, pelo crescimento expressivo dos financiamentos habitacionais, aumentou 1,2 p.p. no trimestre e passou a 43,6% do total de crédito provido pelo sistema financeiro. Em sentido inverso, a participação das instituições privadas nacionais recuou 1,2 p.p. no trimestre, para 39,1%, enquanto a referente aos bancos estrangeiros manteve-se estável em 17,3%.

O crédito ao setor privado somou R\$1.945 bilhões em janeiro, elevando-se 3,8% no trimestre e 18,3% em doze meses. O desempenho trimestral refletiu o aumento de 5,9% nas contratações do segmento outros serviços, com ênfase nas contratações dos ramos telecomunicações, transportes e energia. Os financiamentos para a indústria aumentaram 2,1%, destacando-se as operações nos setores de energia, agronegócios e mineração, enquanto os créditos ao comércio, favorecidos pela procura dos segmentos automotivo, editorial e de eletrodomésticos, cresceram 3,2% no trimestre. Os financiamentos destinados à habitação, compreendendo recursos livres e direcionados, somaram R\$205,8 bilhões, elevando-se 8,5% no trimestre e 44,5% em doze meses, passando a representar 5% do PIB em janeiro, ante 4,6% em outubro.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões						
	2011			2012		Variação %	
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses	
Total	685,8	705,5	724,4	723,6	5,5	21,6	
BNDES	396,3	408,4	419,8	414,9	4,7	15,3	
Direto	193,6	203,0	214,4	209,4	8,2	17,6	
Repasse	202,8	205,3	205,4	205,5	1,3	13,0	
Rural	97,3	99,5	101,9	101,3	4,2	17,1	
Bancos e agências	91,5	93,6	96,1	96,2	5,1	17,9	
Cooperativas	5,8	5,9	5,8	5,2	-10,4	4,5	
Habituação	177,1	182,2	186,6	191,3	8,0	42,0	
Outros	15,1	15,5	16,1	16,0	6,2	16,3	

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		Variação %
	Jan-dez		
	2010	2011	
Total	168 423	138 873	-17,5
Indústria	78 769	43 849	-44,3
Produtos alimentícios	12 293	5 262	-57,2
Veículo, reboque e carroceria	5 790	4 659	-19,5
Coque, petróleo e combustível	28 712	4 466	-84,4
Comércio/serviços	79 528	85 265	7,2
Eletricidade e gás	13 879	16 286	17,3
Construção	6 650	7 195	8,2
Transportes	28 474	28 624	0,5
Agropecuária	10 126	9 759	-3,6

Fonte: BNDES

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões						
	2011			2012		Variação %	
	Out	Nov	Dez	Jan	3 meses	12 meses	
Total	1 261,0	1 279,2	1 305,6	1 302,9	3,3	16,6	
Pessoa jurídica	622,0	634,8	654,3	646,3	3,9	16,7	
Referencial ^{1/}	529,7	541,4	554,8	548,0	3,5	18,6	
Rec. domésticos	467,7	479,4	493,2	487,8	4,3	18,6	
Rec. externos	62,1	62,0	61,6	60,3	-2,9	19,0	
Leasing ^{2/}	36,7	36,0	35,5	34,4	-6,4	-14,4	
Rural ^{2/}	4,2	4,3	4,4	5,0	20,6	43,2	
Outros ^{2/}	51,4	53,1	59,7	58,8	14,5	21,8	
Pessoa física	639,0	644,4	651,3	656,6	2,8	16,6	
Referencial ^{1/}	498,3	504,2	505,7	513,8	3,1	20,0	
Cooperativas	30,8	31,4	31,8	32,6	5,8	26,0	
Leasing	30,5	29,0	27,6	26,2	-13,9	-39,2	
Outros	79,4	79,7	86,2	83,9	5,7	27,1	

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.

O crédito ao setor público totalizou R\$81,6 bilhões em janeiro, elevando-se 12,9% no trimestre e 19,7% em relação a igual período de 2011. A variação trimestral resultou de acréscimos de 14,8% nas operações destinadas ao governo federal e de 10,9% nas destinadas aos governos estaduais e municipais.

O volume total de provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiu R\$117 bilhões em janeiro, correspondendo a 5,8% da carteira total de crédito, ante 5,7% em outubro e 5,6% em janeiro de 2011. A taxa geral de inadimplência, consideradas as operações vencidas há mais de noventa dias, elevou-se 0,2 p.p. no trimestre, situando-se em 3,8%.

Operações de crédito com recursos direcionados

O crédito direcionado registrou expansões de 5,5% no trimestre e de 21,6% em doze meses, atingindo R\$723,6 bilhões. Os financiamentos com recursos do BNDES somaram R\$414,9 bilhões, favorecidos pelos aumentos respectivos de 8,2% e 17,6% nas operações diretas, que totalizaram R\$209,4 bilhões.

O volume de crédito habitacional, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), atingiu R\$191,3 bilhões, elevando-se 8% no trimestre e 42% em doze meses. Ressaltem-se os desembolsos com recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) que somaram R\$41,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, aumentando 40,8% em relação a igual período do ano anterior. O número de contratos celebrados com encargos financeiros delimitados no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) cresceu 32,3% e correspondeu a 82,4% do crédito concedido ao setor, enquanto as operações realizadas com taxas de juros de mercado aumentaram 101%. Em relação ao crédito rural, excluídas as operações realizadas pelo BNDES, a carteira totalizou R\$101,3 bilhões crescendo 4,2% no trimestre e 17,1% em doze meses.

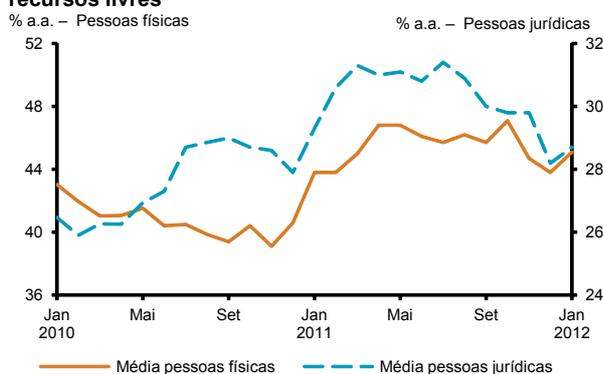
Operações de crédito com recursos livres

As operações de crédito com recursos livres atingiram R\$1.303 bilhões em janeiro, aumentando 3,3% no trimestre e 16,6% em doze meses, com representatividade de 64,3% no total das operações do Sistema Financeiro

Nacional (SFN), ante 65,3% em janeiro de 2011. O desempenho trimestral dessas carteiras esteve condicionado por aspectos sazonais, sobretudo, com respeito à demanda de crédito das empresas.

Nesse contexto, o saldo das modalidades relativas a pessoas jurídicas totalizou R\$646,3 bilhões, com expansões de 3,9% no trimestre e de 16,7% em doze meses. Os créditos para pessoas físicas somaram R\$656,6 bilhões, crescendo 2,8% no trimestre e 16,6% em doze meses, destacando-se as oscilações sazonais das modalidades de crédito rotativo e a tendência de arrefecimento dos financiamentos de veículos e do crédito consignado.

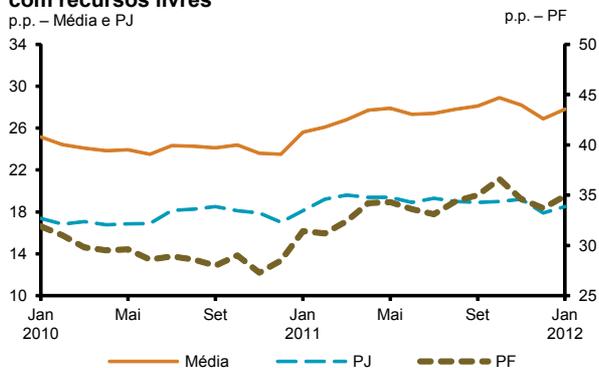
Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres



Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 38% ao ano (a.a.) em janeiro, variando -1,5 p.p. no trimestre e 0,6 p.p. em doze meses. O recuo trimestral foi influenciado pela trajetória decrescente da meta para a taxa Selic e pela flexibilização, em novembro de 2011, das medidas macroprudenciais implementadas em dezembro de 2010, que afetaram as operações de longo prazo com pessoas físicas. O *spread* bancário atingiu 27,8 p.p., variando -1,1 p.p. no trimestre e 2,2 p.p. em doze meses.

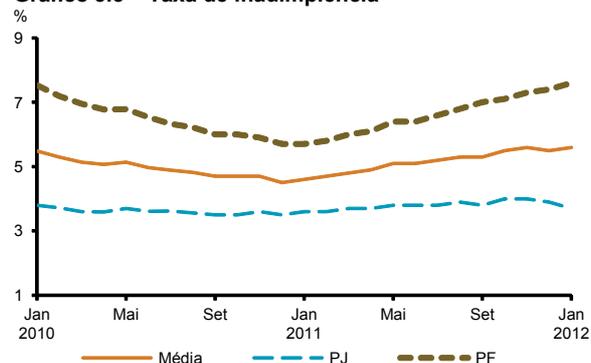
Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



A taxa de juros média no segmento de pessoas físicas situou-se em 45,1%, variando -2 p.p. no trimestre e 1,3 p.p. em doze meses, ressaltando-se as retrações trimestrais nas modalidades crédito pessoal, 1,9 p.p., e aquisição de veículos, 1,6 p.p. A taxa relativa às operações com pessoas jurídicas atingiu 28,7%, recuando 1,1 p.p. no trimestre e 0,6 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 5,6% em janeiro, elevando-se 0,1 p.p. no trimestre e 1 p.p. em doze meses. O resultado trimestral decorreu de aumento de 0,5 p.p. no segmento de pessoas físicas e de recuo de 0,3 p.p. no referente a pessoas jurídicas, que registraram taxas respectivas de 7,6% e 3,7%.

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}

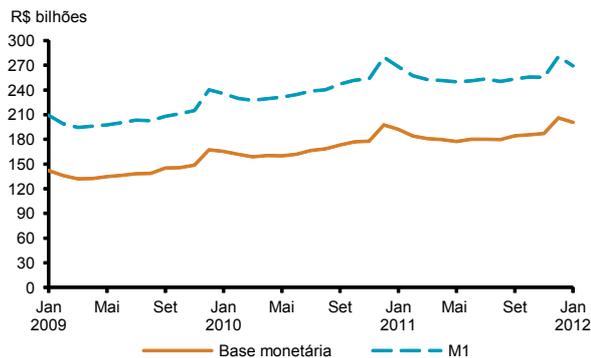


^{1/} Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a noventa dias.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 498 dias em janeiro, aumentando 7 dias no trimestre e 24 dias em doze meses. Os prazos relativos às operações com pessoas físicas e pessoas jurídicas apresentaram elevações trimestrais respectivas de 8 e de 7 dias, situando-se em 598 e 405 dias.

3.2 Agregados monetários

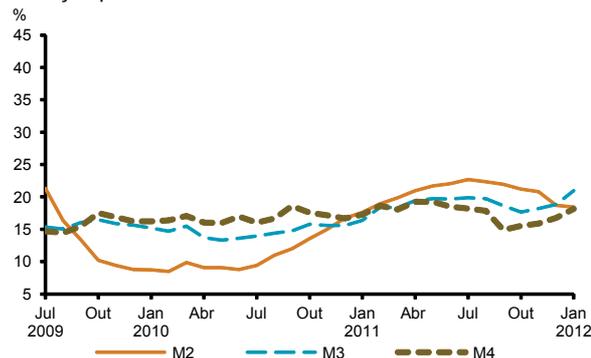
Gráfico 3.6 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) somou R\$269,4 bilhões em janeiro, crescendo 5,3% no trimestre e 0,4% em doze meses. A evolução trimestral decorreu de aumentos de 8,3% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 2,9% nos depósitos à vista. A base monetária atingiu R\$200,6 bilhões, elevando-se 8,1% no trimestre e 4,4% em doze meses.

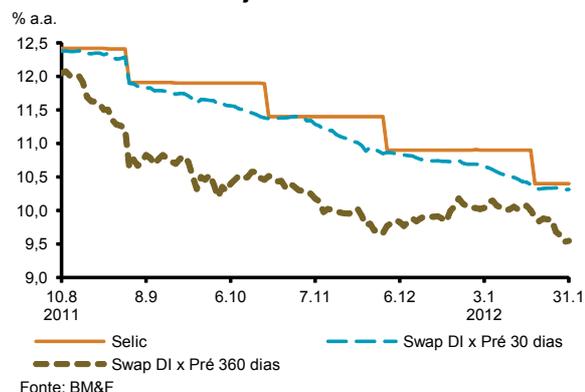
Considerados saldos em final de período, a base monetária totalizou R\$212,1 bilhões em janeiro. Dentre os fatores que condicionaram o crescimento trimestral, de R\$24,1 bilhões do agregado, destacaram-se os efeitos expansionistas respectivos de R\$34,2 bilhões e R\$22,2 bilhões das operações com títulos públicos federais e das liberações de recolhimentos compulsórios, contrastando com o efeito contracionista de R\$30,9 bilhões proveniente da movimentação na Conta Única do Tesouro Nacional.

Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses



O Banco Central editou, em 10 de fevereiro de 2012, a Circular nº 3.576, que objetiva assegurar condições adequadas de liquidez no sistema bancário e alongar o perfil de captação das instituições financeiras de menor porte especializadas em originar e ceder operações de crédito. As alterações introduzidas pela circular nas faixas redutoras de exigibilidade para o recolhimento compulsório sobre recursos a prazo e para a exigibilidade adicional sobre depósitos proporcionaram liberação estimada em R\$6 bilhões em 24 de fevereiro de 2012. As liberações do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo para aquisição de ativos e aplicação em depósitos interfinanceiros são estimadas em cerca de R\$18,6 bilhões, até o final de agosto de 2012.

Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Por intermédio da Circular nº 3.573, de 23 de janeiro de 2012, o Banco Central facultou às instituições financeiras deduzir até 5% da exigibilidade do recolhimento compulsório sobre recursos à vista mediante a contratação de determinadas linhas de crédito rural. A dedução permanecerá em vigor de janeiro de 2012 até o final de junho de 2013.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,6 trilhão em janeiro, aumentando 3,5% no trimestre e 18,1% em doze meses. O M3 situou-se em R\$3,1 trilhões, elevando-se 6,3% e 20,8%, respectivamente, e o M4 atingiu R\$3,6 trilhões, variando 5,3% no trimestre e 18,2% em doze meses.

Gráfico 3.9 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

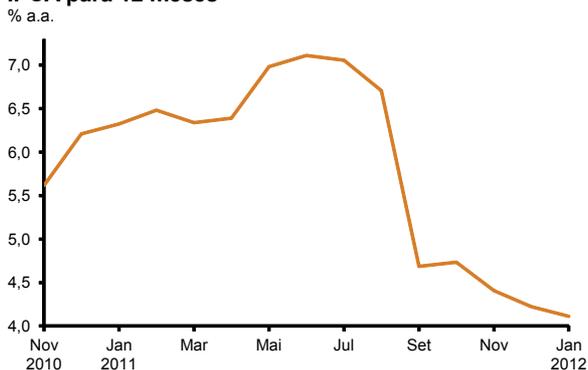


Gráfico 3.10 – Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores

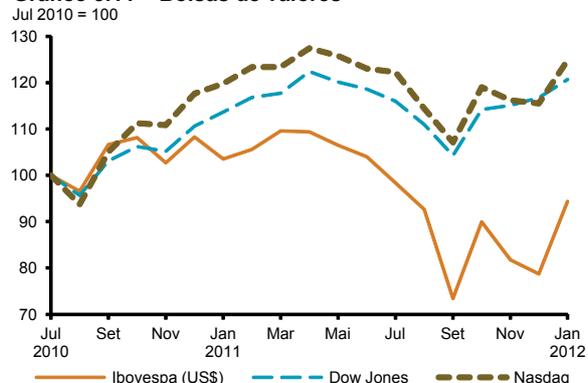
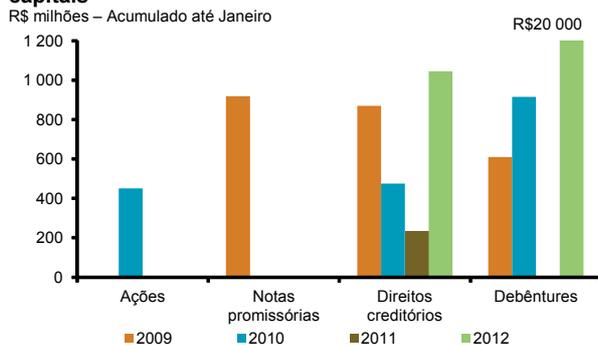


Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva de taxas de juros futuros, consistente com a trajetória da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), registrou declínio mais acentuado nos vértices de prazos mais curtos, ao longo do trimestre. Os contratos de *swap* DI x pré de 30 dias encerraram janeiro a 10,32% a.a., ante 12,12% no fechamento de outubro, enquanto as taxas relativas aos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias recuaram 75 p.b. para 9,55% a.a. no período.

A taxa Selic real *ex-ante* para doze meses recuou de 4,7% a.a. para 4,1% a.a. ao longo do trimestre, reflexo de reduções, de 10,62% a.a. para 9,62% a.a., na expectativa para a Selic, e de 5,62% para 5,29%, na relativa à variação do IPCA nos próximos doze meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) passou de 58.338 pontos, ao final de outubro, para 63.072 pontos, ao final de janeiro, maior nível do trimestre. O valor de mercado das empresas listadas no índice cresceu 8,7% no período, somando R\$1.979 bilhões, e a média diária do volume transacionado experimentou recuo trimestral de 13,2%. Avaliado em dólares, o Ibovespa cresceu 5% no trimestre, ante altas respectivas de 5,7% e 4,8% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$21 bilhões em janeiro, ante R\$237 milhões em igual mês de 2011, destacando-se a emissão de R\$20 bilhões em debêntures.

3.3 Política fiscal

O Decreto nº 7.680, de 17 de fevereiro de 2012, que define a programação financeira do orçamento de 2012, previu o contingenciamento, em caráter preventivo, de R\$55 bilhões nas despesas definidas na Lei Orçamentária Anual (LOA). O contingenciamento objetiva neutralizar a estimativa de redução de R\$29,5 bilhões nas receitas líquidas, em relação à previsão considerada na LOA, e garantir o cumprimento integral da meta de superávit primário do Governo Central, sem o abatimento de despesas com o PAC.

Em 9 de março foi assinado o Decreto nº 7.698, estendendo a cobrança do IOF, à alíquota de 6%, nas operações de câmbio relativas a ingressos de recursos no país com prazo médio mínimo de até cinco anos, contratadas a partir da publicação do normativo. Essa cobrança foi instituída em março de 2011 para operações com prazo médio mínimo inicial de até 360 dias e havia sido estendida, em abril do mesmo ano, para operações com prazo médio mínimo de até 720 dias.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2011

O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$128,7 bilhões em 2011, superando a meta de R\$127,8 bilhões para o ano. O resultado, que representou 3,11% do PIB, ante 2,70% do PIB no ano anterior, decorreu de aumentos nos superávits anuais em todos os segmentos do setor público, destacando-se a elevação de 0,25 p.p. do PIB no resultado primário dos governos regionais.

A receita bruta do governo federal totalizou R\$757,4 bilhões em 2011, registrando crescimento anual de 5,3%. Excluindo-se o recolhimento de R\$74,8 bilhões referente à cessão onerosa para exploração de petróleo em 2010, pago pela Petrobras, o crescimento das receitas atingiu 17,5%, equivalente a 1,22 p.p. do PIB. Contribuíram para esse desempenho o aumento de R\$12,2 bilhões decorrente da regularização de parcelas de débitos tributários em atraso, na forma da Lei nº 11.941/2009, e o pagamento de R\$5,8 bilhões de débito em atraso referente à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), em razão de encerramento de demanda judicial.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$439,2 bilhões, reduzindo-se 0,7% no ano. Excluindo-se a despesa de R\$42,9 bilhões referente à capitalização da Petrobras em 2010, a variação anual atinge 9,9%, representando 0,03 p.p. do PIB. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 7,7% em 2011, e os relativos a custeio e capital, excluindo a capitalização da Petrobras, 11,2%, destacando-se o crescimento das despesas com abono e seguro desemprego e com subsídios. Os investimentos totais aumentaram 0,8% e os investimentos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), 26,9%.

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

Segmento	2010		2011		Jan 2012 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-78,7	-2,1	-93,0	-2,3	-99,5	-2,4
Governos regionais	-20,6	-0,5	-33,0	-0,8	-33,7	-0,8
Empresas estatais	-2,3	-0,1	-2,7	-0,1	-3,8	-0,1
Total	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-137,0	-3,3

1/ Acumulado em doze meses até janeiro.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional

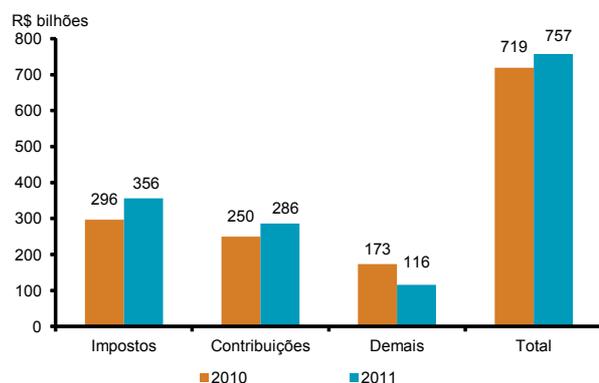


Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Discriminação	2010		2011	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	399 508	10,6	439 195	10,6
Pessoal e encargos sociais	166 486	4,4	179 277	4,3
Custeio e capital ^{1/}	231 780	6,1	257 783	6,2
FAT	30 311	0,8	34 660	0,8
Subsídio e subvenções	8 039	0,2	10 522	0,3
Loas/RMV	22 234	0,6	24 905	0,6
Investimento	47 107	1,2	47 500	1,1
Outras	124 090	3,3	140 196	3,4
Transferências ao Bacen	1 242	0,0	2 135	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

1/ Exclui despesas com capitalização da Petrobras em 2010 (R\$42,9 bilhões).

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Discriminação	R\$ bilhões		
	2010	2011	Var. %
Arrecadação bruta	234,3	272,5	16,3
Restituição/devolução	-0,7	-1,1	42,4
Transferência a terceiros	-21,5	-25,5	18,4
Arrecadação líquida	212,0	245,9	16,0
Benefícios previdenciários	254,9	281,4	10,4
Resultado primário	-42,9	-35,5	-17,1
Arrecadação líquida/PIB	5,6%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,8%	6,8%	
Resultado primário/PIB	-1,1%	-0,9%	

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Tesouro Nacional

Acumulado no ano de 2011

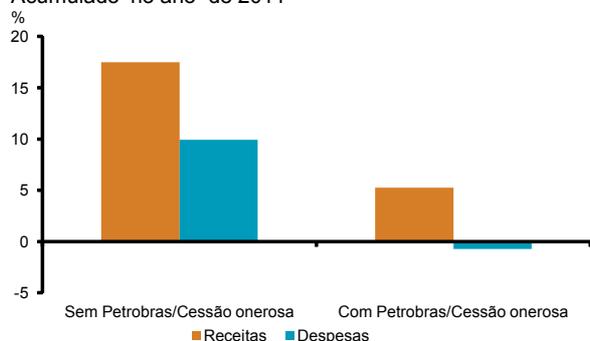


Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios em 2011

R\$ bilhões

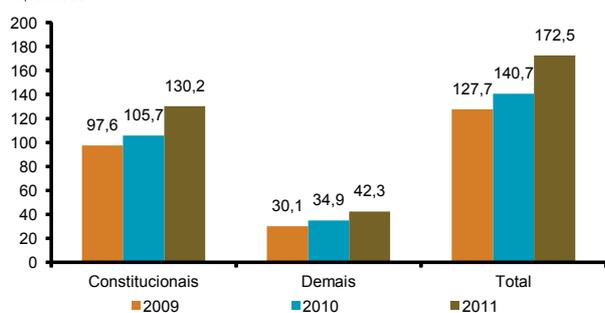
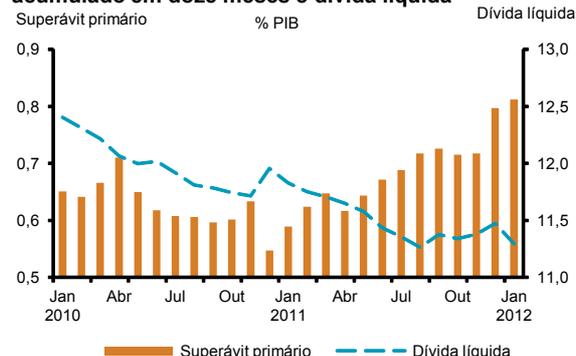


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida



O déficit da Previdência Social somou R\$35,5 bilhões em 2011, reduzindo-se 0,28 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% na arrecadação líquida. As despesas com benefícios previdenciários, sensibilizadas pelos aumentos de 6,5% no valor médio das aposentadorias e auxílios e de 3,7% na quantidade média mensal de benefícios pagos, elevaram-se 10,4% no ano.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 7,7% em 2011, e as despesas, 3,4%. Excluindo-se as receitas e despesas referentes à Petrobras em 2010, os crescimentos mencionados situaram-se em 17,2% e 10,2%, respectivamente.

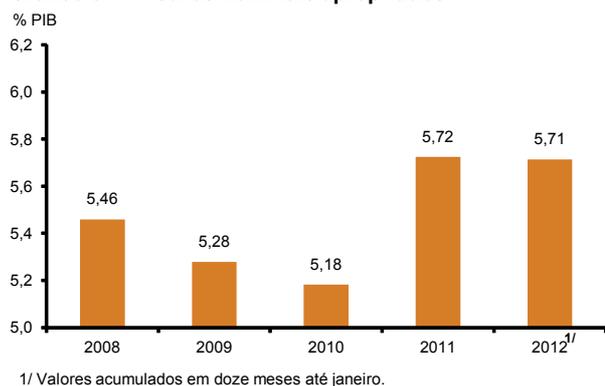
As transferências para os governos regionais totalizaram R\$172,5 bilhões (4,17% do PIB), elevando-se 22,6% em relação a 2010. Contribuíram para esse desempenho a transferência de recursos por meio dos fundos de participação, reflexo do maior recolhimento de tributos compartilhados – imposto de renda e IPI –, e o aumento de 74,3% nos repasses do Fundeb.

As arrecadações do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), o tributo mais representativo no âmbito regional, e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) somaram, na ordem, R\$301,5 bilhões e R\$23,9 bilhões em 2011, registrando aumentos anuais respectivos de 11,4% e 11,1%.

O desempenho favorável das transferências e dos tributos regionais contribuiu para que o superávit primário dos estados e municípios atingisse R\$33 bilhões em 2011, elevando-se 0,25 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Esse resultado decorreu de aumento de 0,27 p.p. do PIB do superávit dos governos estaduais e redução de 0,02 p.p. no relativo aos governos municipais.

O superávit das empresas estatais atingiu R\$2,7 bilhões em 2011, mantendo-se estável em relação ao ano anterior, como percentual do PIB. Destacou-se, no período, a reversão, de déficit de R\$624 milhões para superávit de R\$579 milhões, no resultado das empresas estatais federais, favorecido pelos recursos provenientes da concessão dos serviços do Banco Postal ao Banco do Brasil.

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$236,7 bilhões em 2011 (5,72% do PIB), elevando-se 0,54 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Essa trajetória

Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados**Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	2010		2011		Jan 2012	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	-6,4	-1,9
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-26,0	-7,8
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	19,7	5,9
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	-6,4	-1,9
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	-4,2	-1,3
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	54,4	16,2
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-56,7	-16,9
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-2,0	-0,6
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-2,1	-0,6

evidenciou as elevações anuais na variação do IPCA e na taxa Selic média, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais.

O déficit nominal do setor público atingiu R\$108 bilhões em 2011 (2,61% do PIB), reduzindo-se 0,13 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, por reduções no financiamento externo líquido e na dívida bancária líquida.

Evolução em janeiro de 2011

O superávit primário do setor público totalizou R\$26 bilhões em janeiro, melhor resultado para o mês desde o início da série, em 2001. Considerados períodos de doze meses, o superávit representou 3,30% do PIB, elevando-se 0,19 p.p. em relação a dezembro de 2011.

O Governo Central registrou superávit de R\$20,2 bilhões no mês, ante R\$13,8 bilhões em janeiro de 2011, ressaltando-se o aumento de R\$6,3 bilhões no superávit do governo federal. A receita bruta do Tesouro Nacional cresceu 12,5% no período, com ênfase na elevação de 44,3% na receita relativa a cota-parte de compensações financeiras, em função de aumentos na extração de petróleo e no preço do barril. As despesas do Tesouro aumentaram 6%, com ênfase na elevação dos gastos com subsídios e subvenções. No âmbito da Previdência Social, ocorreram crescimentos nas receitas, 14,5%, e nas despesas, 12,2%, evolução decorrente de expansões respectivas na massa salarial e no salário mínimo.

Os juros nominais apropriados somaram R\$19,7 bilhões no mês, ante R\$19,3 bilhões em janeiro de 2011. O resultado nominal, superavitário em R\$6,4 bilhões no mês, implicou, no período de doze meses encerrado em janeiro, déficit de 2,41% do PIB, reduzindo-se 0,20 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos de R\$87,7 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, decorrente

Gráfico 3.18 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

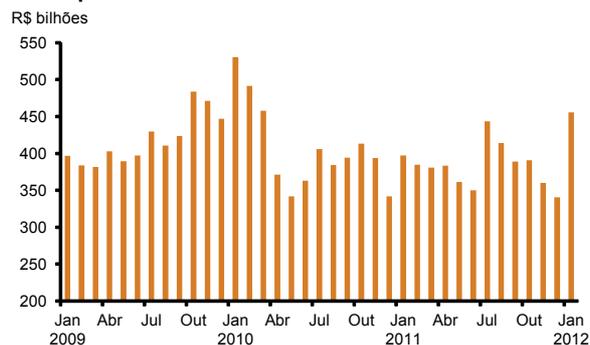


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

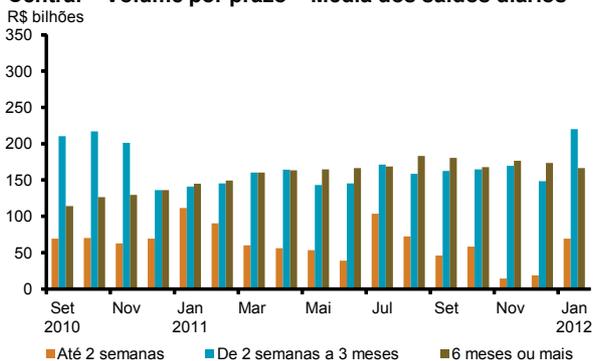
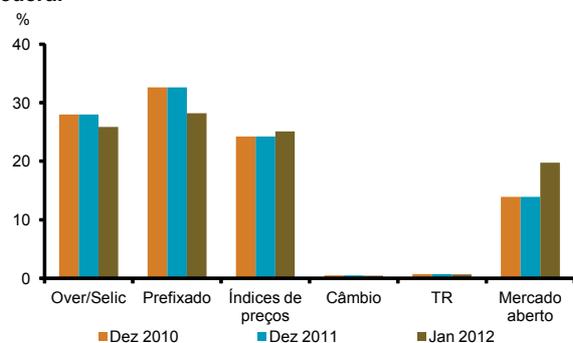
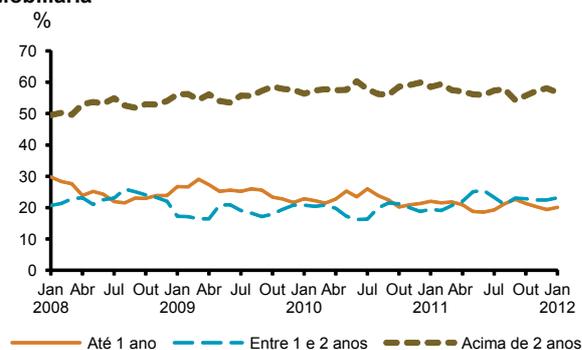


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



de colocações de R\$87 bilhões e resgates de R\$174,7 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$17,2 bilhões, das quais 48,8% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT); 35,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 11,2% com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F); e 4,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$455,7 bilhões em janeiro, aumentando 16,7% em relação à média de outubro de 2011. Esse desempenho resultou de redução nas operações de seis meses, de R\$167,6 bilhões para R\$166,5 bilhões; de elevações naquelas de prazo de duas semanas a três meses, de R\$164,6 bilhões para R\$219,9 bilhões; e de elevações de prazo inferior a duas semanas, de R\$58,4 bilhões para R\$69,2 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.724,3 bilhões em janeiro, 41,6% do PIB, recuando 0,7 p.p. do PIB em relação a outubro e elevando-se 1,1 p.p. do PIB em doze meses. A redução trimestral decorreu de resgates líquidos de R\$61,4 bilhões no mercado primário; incorporação de R\$52,8 bilhões de juros nominais; e elevação de R\$0,3 bilhão decorrente da depreciação cambial de 3%, no período.

As participações dos títulos indexados à taxa Selic e dos títulos prefixados no total da dívida mobiliária federal registraram, em janeiro, decréscimos respectivos de 1,1 p.p. e 1,5 p.p., em relação a outubro. As participações dos títulos atrelados a índices de preços e dos financiamentos do Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, registraram, na ordem, estabilidade e aumento de 2,6 p.p., no período.

O cronograma de vencimentos da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura em janeiro: 14,5% do total em 2012; 23,3% em 2013; e 62,2% a partir de janeiro de 2014. Os títulos vencendo em doze meses representaram 20,1% da dívida mobiliária em mercado – inferior ao intervalo de 21% a 25% estabelecido pelo PAF 2011 – e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 43,8 meses, situando-se no intervalo de 42 a 44,4 meses definido pelo PAF 2011.

O estoque líquido das operações reversas de *swap* cambial atingiu R\$2,5 bilhões em janeiro. O resultado obtido

no trimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$84 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.508,5 bilhões em 2011, 36,5% do PIB, reduzindo-se 2,7 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Todos os segmentos do setor público registraram, no período, recuo na relação entre o endividamento líquido e o PIB, com destaque para o Governo Central, 2,1 p.p. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.544,6 bilhões, 37,2% do PIB, ressaltando-se que a elevação em relação a dezembro de 2011 refletiu, em especial, o efeito da apreciação cambial de 7,3% no mês.

A redução na relação DLSP/PIB em 2011 refletiu, fundamentalmente, os impactos do superávit primário, 3,1 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 3,5 p.p.; da depreciação cambial de 12,6% registrada no ano, 1,6 p.p.; e do ajuste da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. Esses efeitos foram parcialmente neutralizados pelo impacto equivalente a 5,7 p.p. do PIB decorrente da apropriação de juros nominais.

As maiores alterações na composição da DLSP em 2011 estiveram relacionadas ao crescimento da parcela credora vinculada ao câmbio, decorrente do aumento das reservas internacionais e da depreciação cambial, e da parcela vinculada à taxa Selic. Assinale-se também o crescimento da parcela vinculada a índices de preços e da parcela credora vinculada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), essa última em decorrência da elevação dos ativos da União junto ao BNDES, com contrapartida no aumento da dívida mobiliária federal. Em janeiro, destacou-se o aumento da parcela vinculada à taxa Selic e a redução da parcela pré-fixada.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG – governo federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.243,6 bilhões (54,3% do PIB) em 2011, registrando elevação anual de 0,9 p.p. do PIB. Essa variação decorreu, sobretudo, da incorporação de juros nominais e da depreciação cambial no período. A DBGG atingiu 55,1% do PIB em janeiro, ressaltando-se que o aumento em relação a dezembro resultou, em especial, do aumento das operações compromissadas.

Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

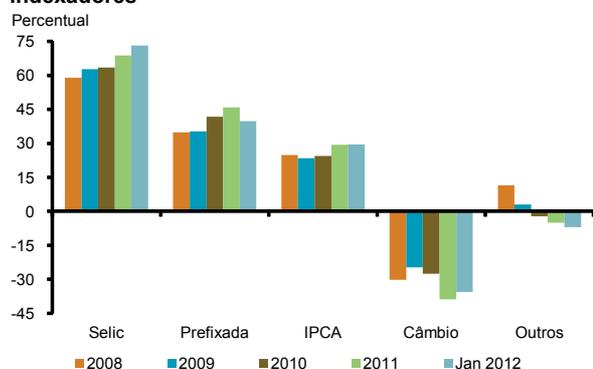
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Jan 2012	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,5	1 544 575	37,2
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	36 028	0,7
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	36 028	0,9
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	-6 355	-0,2
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-26 016	-0,6
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	19 661	0,5
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	41 893	1,0
Dívida interna ^{1/}	1513	0,0	-3405	-0,1	2538	0,1
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	39 355	0,9
Outros ^{2/}	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-2 401	-0,1
Reconhecimento						
de dívidas	2969	0,1	487	0,0	2890	0,1
Privatizações	-2742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-5,9		-3,5		-0,1

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores



3.4 Conclusão

A moderação da expansão do crédito registrada em meses recentes evidencia, além do aspecto sazonal, traduzido em menores contratações pelas famílias, em dezembro, e pelas empresas, em janeiro, a maior restritividade na oferta de crédito a pessoas físicas, em razão de a taxa de inadimplência se posicionar em patamar relativamente elevado. Isso concorreu também para a elevação nas taxas de juros e *spreads* das principais modalidades de crédito em janeiro. A despeito do recuo pontual no saldo das operações de crédito nesse mês, as reduções da meta para a taxa Selic observadas desde agosto e o ritmo mais intenso da atividade econômica concorrerão para a manutenção da tendência de crescimento do crédito. Nesse contexto, ressalte-se a expansão do crédito habitacional que se mantém robusta, impulsionada pelo dinamismo dos indicadores de emprego e renda e pelos avanços institucionais que possibilitaram a ampliação da oferta ao longo da última década.

O crescimento das receitas públicas em 2011, favorecido por programas de recuperação de créditos, em ambiente de maior contenção das despesas, sobretudo de determinados grupamentos de custeio, possibilitou o cumprimento integral da meta de superávit primário fixada para o ano. Para 2012, as perspectivas apontam continuidade desse processo, apoiadas em crescimento econômico superior ao de 2011 e moderação no ritmo de expansão dos gastos públicos, conforme programação financeira definida recentemente. O desempenho fiscal observado e esperado, além de possibilitar a redução do endividamento e do déficit nominal em relação ao PIB, melhora a percepção de risco do país e contribui para assegurar a estabilidade de preços.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB								
Estados Unidos	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	1,8	3,0
Área do Euro	1,6	3,6	1,7	1,1	3,1	0,5	0,6	-1,3
Reino Unido	1,6	4,5	2,7	-2,0	1,3	0,1	2,2	-0,8
Japão	6,1	5,2	2,3	-0,6	-6,8	-1,5	7,0	-2,3
China ^{1/}	nd	nd	nd	10,0	8,7	9,5	9,5	8,2
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	1,7	2,1
Área do Euro	1,0	0,4	1,3	1,6	0,2	-1,8	1,0	-1,7
Reino Unido	-0,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-1,7	-0,6	1,8
Japão	3,3	1,0	1,4	0,5	-4,4	1,3	4,2	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	15,7	2,8
Área do Euro ^{2/}	-1,8	7,8	0,7	-1,1	6,8	-0,4	-1,1	-2,6
Reino Unido ^{2/}	23,5	-10,9	3,6	-0,2	-2,9	3,0	-3,8	-10,6
Japão	-4,7	21,4	3,1	-6,4	-2,1	-0,6	-0,1	7,9
Investimento residencial								
Estados Unidos	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,5	4,2	1,2	11,5
Área do Euro ^{3/}	-4,6	7,9	-1,8	-5,0	14,1	-1,8	-1,8	-2,1
Reino Unido	-25,4	73,5	9,7	-11,0	1,6	60,8	-11,7	nd
Japão	13,0	5,0	0,2	17,0	6,6	-9,5	19,0	-3,1
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	7,3	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,7	4,3
Área do Euro	13,1	19,7	8,8	6,2	5,4	4,9	5,7	-1,4
Reino Unido	-0,2	19,5	2,6	17,3	6,9	-8,1	-2,8	9,5
Japão	27,5	25,5	5,1	-1,2	-1,2	-22,7	39,0	-11,9
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	12,6	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	1,2	3,8
Área do Euro	14,6	17,7	6,5	6,0	2,6	1,8	2,8	-4,6
Reino Unido	9,3	12,2	12,6	5,0	-7,9	-3,1	0,9	1,7
Japão	9,8	26,3	6,9	1,4	4,2	1,3	14,2	4,1
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1	-4,4
Área do Euro ^{4/}	-1,7	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,7	-1,0
Reino Unido ^{4/}	1,7	2,7	-0,8	-0,3	-0,7	1,8	-1,1	4,3
Japão	1,5	-1,2	0,6	-0,7	-0,2	7,4	-0,1	-0,9

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB e somente a partir do último trimestre de 2010.

2/ Formação Bruta de Capital Fixo total (inclui governo).

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

4.1 Atividade econômica

As perspectivas de crescimento para a economia mundial em 2012 deterioraram-se desde o último Relatório de Inflação. Nesse sentido, relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI) de janeiro⁸ aponta que as taxas de crescimento das economias avançadas e emergentes deverão atingir 1,2% e 5,4%, respectivamente, ante projeções de 1,9% e 6,1% no relatório de setembro. No âmbito do primeiro grupo, excetuada a manutenção da estimativa de expansão anual de 1,8% para o PIB dos EUA, ocorreram recuos nas projeções para as economias da Área do Euro, de 1,1% para -0,5%; Reino Unido, de 1,6% para 0,6%; e Japão, de 2,3% para 1,7%. Especificamente em relação à Área do Euro, relatório de fevereiro da Comissão Europeia projetou contração de 0,3% para o PIB da região neste ano, ante crescimento de 0,5% no relatório anterior, de novembro.

Em grande parte, a piora nas perspectivas para o crescimento global reflete o fato de os riscos para a estabilidade financeira global terem se mantido em patamares elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Além disso, permaneceram elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal, neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Em casos específicos, as recentes mudanças no padrão de crescimento são desenvolvimentos que se apresentam com caráter permanente.

8/ *World Economic Outlook (WEO) update.*

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 3,0% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante 1,8% naquele finalizado em setembro, com ênfase nas contribuições respectivas de 1,9 p.p. e 1,5 p.p. exercidas pelos aumentos nos estoques e consumo privados. A formação bruta de capital fixo empresarial e o investimento fixo residencial registraram elevações anualizadas de 2,8% e 11,5%, respectivamente, no período. Em oposição, a retração de 4,4% nos gastos do governo e o desempenho do setor externo – as exportações cresceram 4,3% e as importações, 3,8%, no período – resultaram em contribuições respectivas de -0,9 p.p. e -0,1 p.p. do PIB.

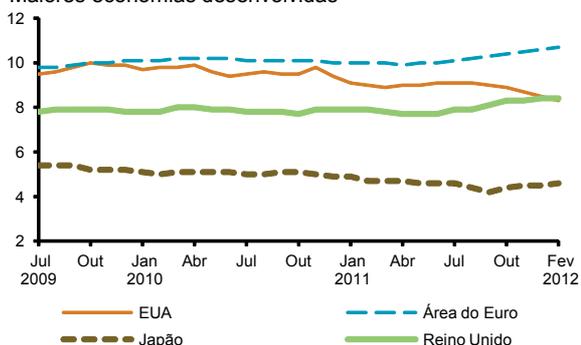
O processo de recuperação do mercado de trabalho nos EUA avançou nos meses recentes e se reflete, por exemplo, na taxa de desemprego de 8,3% registrada em janeiro, patamar ainda elevado para os padrões históricos, mas o menor desde fevereiro de 2009. A economia norte-americana criou 603 mil postos de trabalho não rurais no trimestre finalizado em janeiro, ante 399 mil naquele terminado em outubro de 2011. A renda pessoal disponível real expandiu-se 0,3% no trimestre, favorecendo a elevação de 0,2 p.p. para 4,6% da taxa de poupança e contribuindo para a melhora no sentimento do consumidor, que após aumentar por seis meses consecutivos, atingiu 75,3 pontos⁹ em fevereiro, maior patamar em doze meses.

A produção manufatureira registrou crescimento mensal de 0,7% em janeiro, ante 1,5% em dezembro, ressaltando-se o aumento de 6,8% no segmento veículos e partes. O PMI da indústria manufatureira, após três meses consecutivos em expansão, registrou recuo na margem para 52,4 pontos, em fevereiro, mas ainda sugere perspectiva de expansão para o setor. A despeito de riscos associados à retração econômica na Área do Euro, à crise da dívida soberana na mesma região e ao aumento do preço do petróleo, as perspectivas para a economia dos EUA apontam manutenção de ritmo moderado de crescimento.

O PIB da Área do Euro experimentou recuo anualizado de 1,3% no quarto trimestre de 2011, resultado de contrações em todos os componentes de demanda. Por países, ressaltam-se as reduções observadas na Itália, 2,9%, Espanha, 1,2%, e Alemanha, 0,7%, e o aumento de 0,9% na França. A deterioração da economia da região se traduziu no aumento da taxa de desemprego, que atingiu 10,7% em janeiro, maior patamar desde outubro de 1997, e no recuo do índice de confiança do consumidor, que, após

Gráfico 4.1 – Evolução das taxas de desemprego

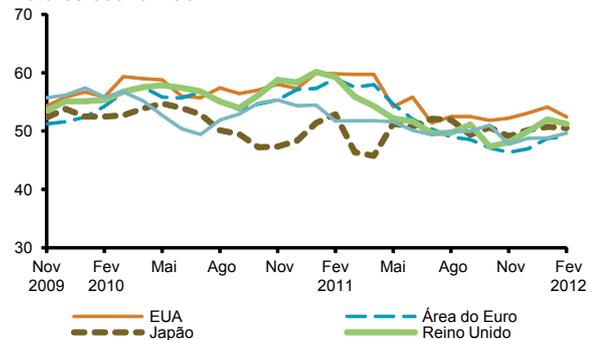
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – PMI manufatura

Maiores economias



Fonte: Thomson

9/ Calculado pela Universidade de Michigan e Thomson Reuters.

registrar -21,3 pontos em dezembro, nível mais reduzido desde setembro de 2009, atingiu -20,3 pontos em fevereiro.

A produção industrial da região recuou 1,8% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, em relação ao terminado em setembro. O PMI da indústria manufatureira atingiu 49 pontos em fevereiro, maior valor em seis meses, mas ainda em patamar indicativo de continuidade da contração do setor.

O PIB do Reino Unido registrou recuo anualizado de 0,8% no quarto trimestre de 2011, com ênfase na contração de 10,6% na formação bruta de capital fixo. Em sentido inverso, após quatro trimestres consecutivos em contração, o consumo das famílias aumentou 1,8%, o consumo do governo cresceu 4,3%, e o setor externo exerceu contribuição de 2,3 p.p. para a trajetória trimestral do PIB, resultado de elevações de 9,5% nas exportações e de 1,7% nas importações. Sob a ótica da oferta, houve estagnação do setor de serviços e retração de 5,3% na produção industrial, ressaltando-se que a recuperação registrada pelo PMI do setor nos dois primeiros meses de 2012 – o indicador atingiu 52,0 e 51,2 respectivamente em janeiro e fevereiro, os dois maiores valores desde julho de 2011 – constitui indicativo de retomada da atividade fabril nos próximos meses. A taxa de desemprego aumentou para 8,4% no trimestre encerrado em dezembro, maior nível desde o trimestre encerrado em novembro de 1995.

No Japão, o PIB registrou contração anualizada de 2,3% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante aumento de 7% no terceiro trimestre daquele ano. Esta reversão decorreu, em especial, do menor dinamismo do consumo privado, que registrou aumentos respectivos de 1,2% e 4,2% nos períodos considerados, contrastando com o aumento de 7,9% na formação bruta de capital fixo empresarial, que havia recuado por quatro trimestres consecutivos. Em relação aos demais componentes da demanda, os investimentos privados residenciais recuaram 3,1% no trimestre, enquanto os estoques e o setor externo determinaram, na ordem, contribuições negativas de 1,1 p.p. e 2,6 p.p. para o resultado trimestral do PIB. Vale ressaltar que o desempenho do comércio externo decorreu de variações de 4,1% nas importações e de -11,9% nas exportações. O significativo recuo das vendas externas japonesas refletiu, em especial, a desaceleração da economia global, a valorização do iene e a interrupção em algumas cadeias de fornecimento em função das inundações na Tailândia.

O nível de confiança do consumidor japonês manteve, em janeiro, a trajetória de alta iniciada em novembro, e as vendas no varejo experimentaram aumento mensal de 0,3%. O PMI da indústria manufatureira atingiu 50,7 pontos em janeiro, patamar mais elevado em cinco meses, e recuou para 50,5 pontos em fevereiro.

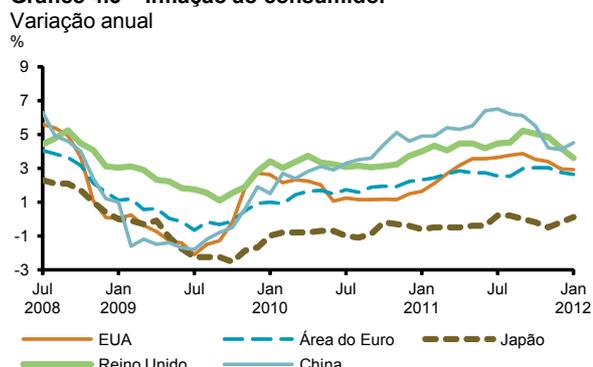
O PIB chinês registrou aumento anualizado de 8,2% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante 9,5% naquele finalizado em setembro, desaceleração associada, em grande parte, ao menor dinamismo do setor externo. Na margem, as vendas no varejo, o valor agregado pela indústria e os investimentos em ativos fixos registraram variações mensais respectivas de 1,4%, 1,1% e -0,1% em dezembro. O índice de clima de negócios da China¹⁰ recuou 5,2 pontos, para 128,2 pontos, no quarto trimestre de 2011, enquanto o PMI da manufatura atingiu 49,6 pontos em fevereiro de 2012, apesar de ainda ser uma leitura desfavorável, foi a terceira melhora mensal consecutiva.

4.2 Política monetária e inflação

Nos EUA, o cenário inflacionário se mostrou relativamente benigno, com o recuo da variação anual do IPC passando de 3,9%, em setembro de 2011, para 2,9%, em janeiro de 2012, ressaltando-se o impacto da redução, de 19,3% para 6,1%, da variação anual do item energia. A variação anual do deflator das Despesas Pessoais de Consumo (DPC) atingiu 2,4% em janeiro, ante 2,9% em setembro.

Em 25 de janeiro, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) enunciou princípios relativos à estratégia de política monetária e aos objetivos de longo prazo do *Federal Reserve* (Fed). Nesse sentido, elencou a manutenção de taxas de juro de longo prazo moderadas entre os objetivos da instituição, ao lado do compromisso com o máximo emprego e a estabilidade de preços. Além disso, explicitou que a “estabilidade de preços de longo prazo” consistente com o mandato do Fed se materializa na meta de 2% para a variação anual do deflator das Despesas Pessoais de Consumo. Ao mesmo tempo, antecipou que a meta oficial para os *Fed funds* deve permanecer no intervalo entre zero e 0,25% pelo menos até o final de 2014, e não mais até meados de 2013, como anteriormente divulgado.

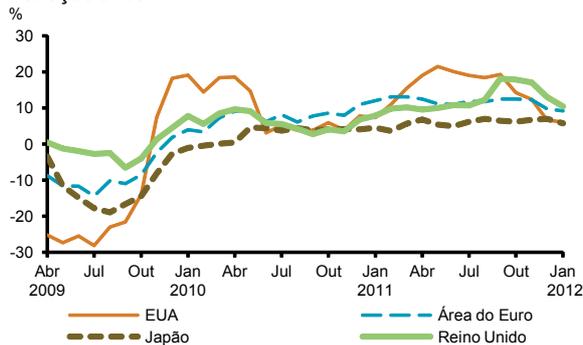
Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



10/ O *China Business Climate Index* é um indicador calculado pelo Escritório Nacional de Estatísticas, que varia de zero a duzentos pontos, com nível de indiferença para o crescimento econômico situado em cem pontos. Os valores menor e maior da série, iniciada em 1999, são, respectivamente, 105,6 pontos (primeiro trimestre de 2009) e 146 pontos (segundo trimestre de 2007).

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

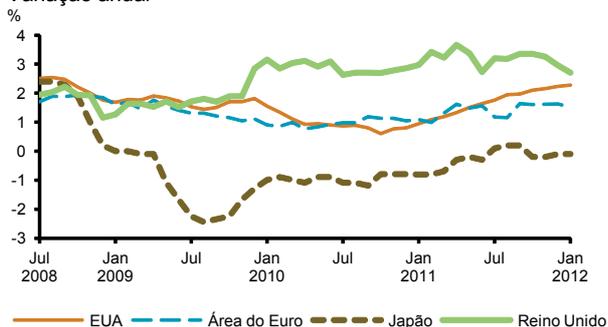
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Núcleo da inflação ao consumidor

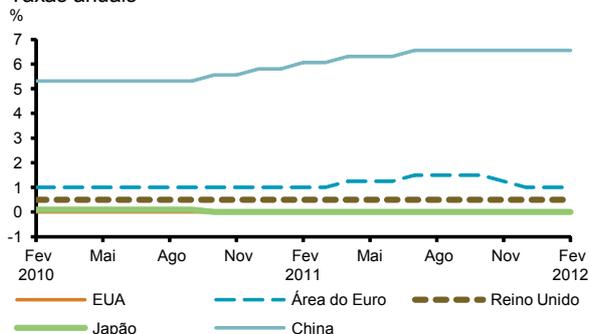
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



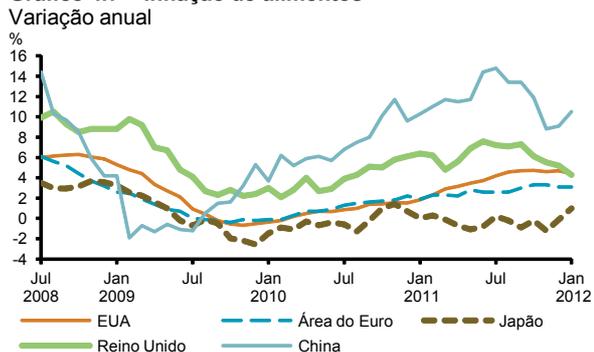
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Na Área do Euro, a inflação anual ao consumidor, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), atingiu 2,6% em janeiro, ante 2,7% em dezembro e 3,0% entre setembro e novembro de 2011. O Banco Central Europeu (BCE) prevê que a inflação se situe acima da meta oficial de 2% nos próximos meses e passe, então, a refletir as menores pressões sobre os preços em cenário de eventual recessão na região e baixo crescimento da economia mundial. Na reunião de dezembro, o BCE reduziu a taxa de juros de referência da Área do Euro (*Refi rate*) em 25 p.b., para 1,0% a.a., patamar mantido nas duas primeiras reuniões de 2012. Vale ressaltar que medidas de política monetária não convencionais têm procurado dar suporte ao setor financeiro da região. Nesse sentido, desde a condução da primeira operação de refinanciamento de três anos (*Long-Term Refinancing Operation – LTRO*), em dezembro de 2011, o BCE aprovou critérios de elegibilidade específicos mais flexíveis com vistas a aumentar a disponibilidade de colateral, de maneira a atender a solicitações adicionais de crédito de determinados países da área monetária.

A variação anual do IPC no Reino Unido recuou de 4,2%, em dezembro, para 3,6%, em janeiro, na quarta redução mensal desde setembro, quando atingira 5,2%. Em 9 de fevereiro, o Banco da Inglaterra (BoE) aumentou em £50 bilhões, para £325 bilhões, o programa de compra de ativos financiado pela emissão de reservas, no entendimento de que, sem o estímulo monetário adicional, a inflação poderia situar-se abaixo da meta de 2% a.a. no médio prazo. A meta para a taxa bancária oficial permaneceu em 0,5% a.a., nível em que se encontra desde março de 2009.

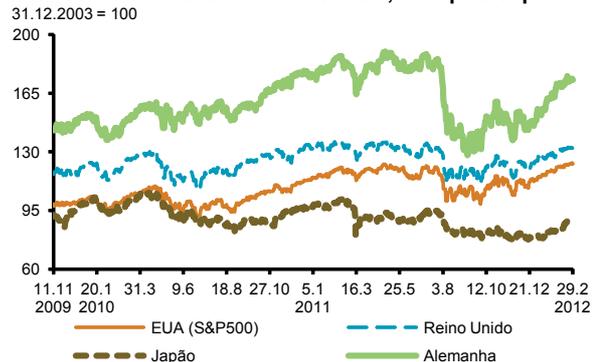
No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em janeiro, após ter se mantido em território negativo por três meses consecutivos, cenário que estimulou o Banco do Japão (BoJ) a manter a taxa básica de juro (*uncollateralized overnight call rate*) na faixa entre zero e 0,1%. Na reunião de fevereiro, o BoJ anunciou mais uma rodada de afrouxamento quantitativo, no âmbito do Programa de Compra de Ativos (PCA) e esclareceu o objetivo de “estabilidade de preços de longo prazo”. O PCA foi ampliado em ¥10 trilhões, para ¥65 trilhões, com todo aumento direcionado à compra de bônus do governo japonês. Com isso, ao final deste ano, a implementação plena do PCA, atualmente em ¥43 trilhões, implicará a injeção extraordinária de liquidez de ¥22 trilhões, volume que não considera as compras regulares de bônus governamentais pela autoridade monetária, da ordem de ¥21,6 trilhões ao ano. O BoJ explicou que “o objetivo da estabilidade de preços de médio a longo prazo” se expressa na manutenção da inflação anual ao consumidor em nível

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



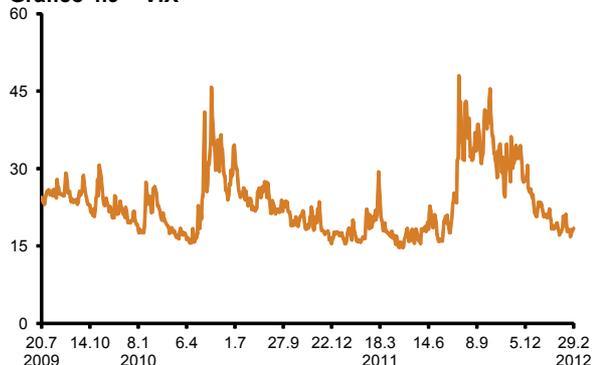
Fonte: Thomson
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

Gráfico 4.8 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



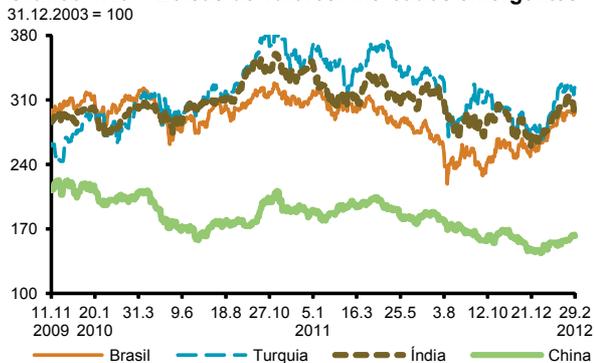
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – VIX



Fonte: Thomson

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

igual ou inferior a 2%. Por ora, contudo, a meta de inflação se situará em patamar menos ambicioso, de 1% a.a.

Na China, após ter atingido 6,5% em julho, a variação anual dos preços ao consumidor totalizou 4,5% em janeiro. Nesse ambiente desinflacionário, o Banco do Povo da China (BPC), objetivando aumentar a liquidez e estimular a economia local, decidiu, em fevereiro, reduzir a taxa de recolhimento do depósito compulsório em 0,5 p.p., segunda redução de alíquota desde dezembro. Ressalte-se que o BPC mantém a taxa básica de juro em 6,56% desde julho de 2011.

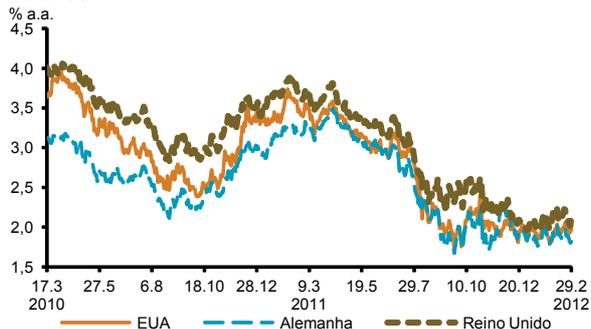
4.3 Mercados financeiros internacionais

No trimestre encerrado em fevereiro, houve aumento na confiança dos agentes econômicos, em ambiente de divulgação de indicadores favoráveis para a economia dos EUA, percepção de redução da probabilidade de um *default* desordenado da Grécia e aumento da confiança no setor bancário da Europa, com o estabelecimento pelo BCE de linha de crédito de três anos para os bancos da região LTRO. Esse cenário resultou em acentuada redução da aversão ao risco, que se refletiu na menor volatilidade dos mercados acionários e de câmbio, bem como no recuo dos prêmios de risco soberano de países europeus com problemas fiscais.

Nesse cenário, os índices *Nikkei*, do Japão; *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA, e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, registraram valorizações em moeda local respectivas de 15,3%, 12,6%, 9,5% e 6,6% no trimestre encerrado em fevereiro. Por sua vez, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, atingiu 18,4 pontos ao final do período, após ter permanecido acima de trinta pontos na maior parte do trimestre encerrado em novembro de 2011.

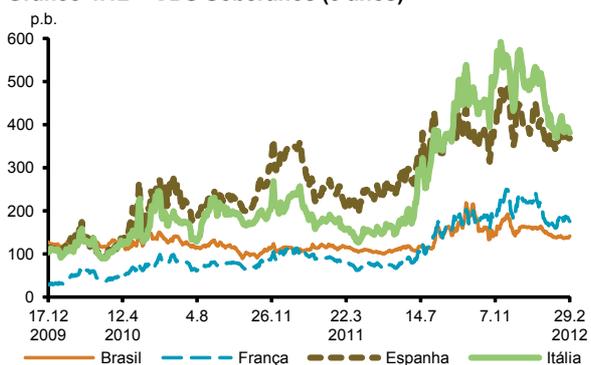
Os mercados acionários de países emergentes também registraram expressivos ganhos no trimestre finalizado em fevereiro, ressaltando-se os aumentos respectivos de 15,7%, 11,4% e 10,1%, em moeda local, assinalados nos índices *Ibovespa*, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; e *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia. O índice *Shanghai Composite*, da China, refletindo temores

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



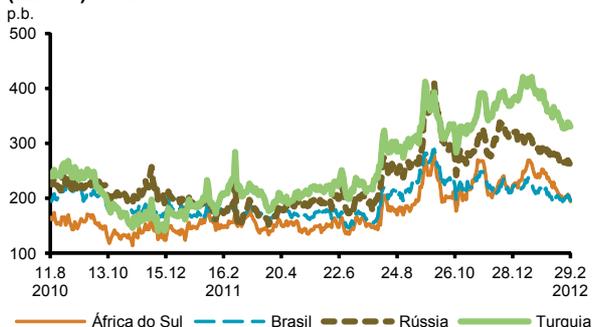
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – CDS Soberanos (5 anos)



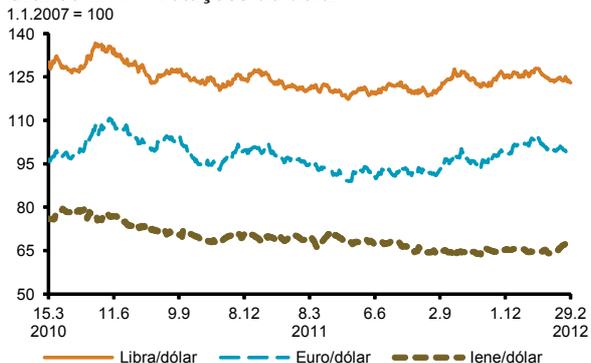
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

de desaceleração mais pronunciada da economia do país, registrou evolução mais modesta no período, 4,1%.

Os mercados de dívida soberana de economias maduras percebidas como financeiramente estáveis continuaram sob forte demanda, com os títulos de longo prazo apresentando, ao final de fevereiro, rendimentos anuais em patamares historicamente baixos e ligeiramente abaixo dos registrados ao final de novembro de 2011. Esse cenário reflete a manutenção de elevada liquidez nos mercados financeiros, as perspectivas de política monetária acomodaticia por um período de tempo maior do que inicialmente previsto e as incertezas nos mercados de crédito. Os rendimentos anuais dos títulos soberanos de dez anos do Reino Unido, dos EUA e da Alemanha atingiram, na ordem, 2,15%, 1,97% e 1,82% ao final de fevereiro.

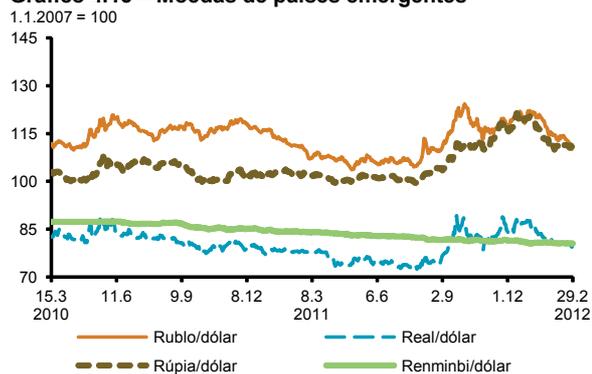
Ressalte-se, na Europa, o relativo alívio no mercado de dívida soberana da região devido: aos entendimentos entre os membros da União Europeia, em 9 de dezembro, sinalizando um amplo pacto de compromisso fiscal; à abertura de uma linha de crédito de três anos do BCE para os bancos da Área do Euro – a LTRO – com o objetivo de garantir liquidez ao sistema bancário e aliviar as dificuldades de *funding* dos bancos da região; e, por fim, ao desfecho das negociações entre Grécia e detentores privados de bônus para uma redução da dívida (*haircut*), e a consequente liberação de recursos do novo pacote de assistência da União Europeia e do FMI.

A melhora no mercado de dívida soberana europeia se refletiu na trajetória dos prêmios de risco soberano medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDSs) da Irlanda, da Itália, da Espanha e da França, que experimentaram recuos respectivos de 107 p.b., 106 p.b., 40 p.b. e 24 p.b. ao longo do trimestre encerrado em fevereiro.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) atingiu 334 p.b. ao final de fevereiro. O recuo trimestral de 36 p.b. evidenciou a redução da aversão ao risco e as condições macroeconômicas mais favoráveis nos mercados emergentes. O índice associado ao Brasil recuou 32 p.p. no período, situando-se em 196 p.b.

O dólar registrou, no trimestre encerrado em fevereiro, apreciações respectivas de 4,5% e 0,9% em relação ao iene e ao euro, e depreciação de 1,3% relativamente à libra esterlina. Em relação às moedas de países emergentes, o dólar registrou depreciações de 6,1% em relação à rúpia indiana; 5,0% ante o real e o rublo russo; e de 1,3% relativamente ao yuan chinês.

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.16 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)

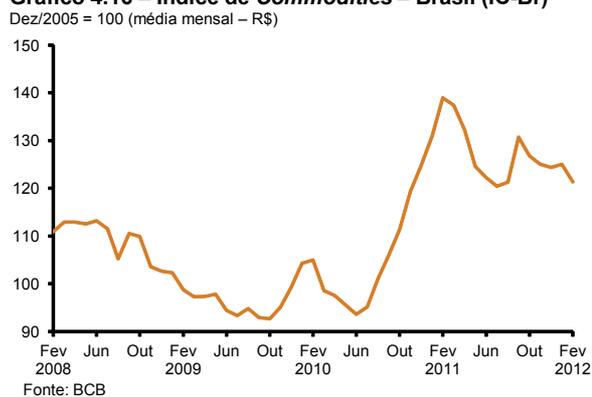


Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

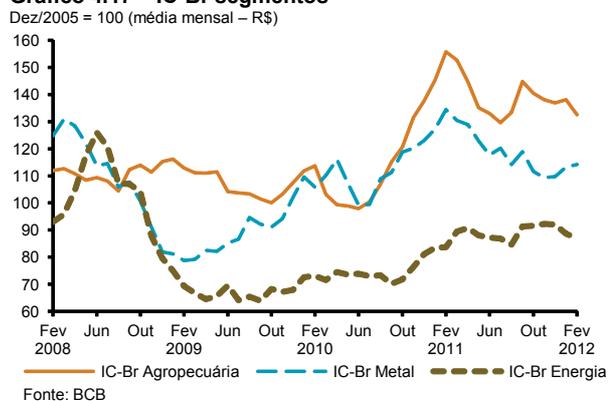
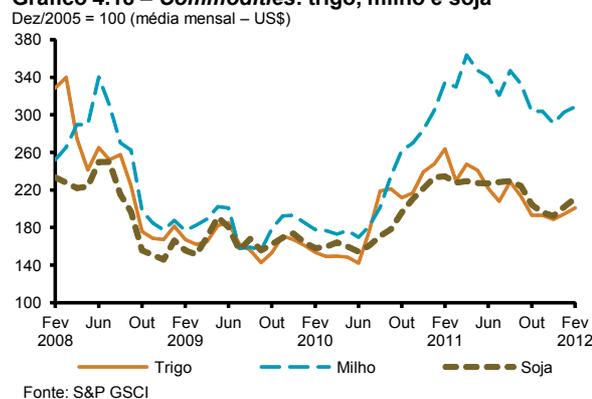


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja



4.4 Commodities

Os preços internacionais das *commodities*, após registrarem fortes recuos ao longo segundo semestre de 2011, passaram a apresentar recuperação a partir de meados de dezembro, em ambiente de ampliação da liquidez global; divulgação de indicadores econômicos relativamente favoráveis em importantes economias; redução da aversão ao risco nos mercados financeiros; ocorrência de adversidades climáticas em regiões produtoras; e, no que se refere especificamente ao petróleo, acirramento de tensões geopolíticas. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, refletindo a apreciação do real no período,¹¹ recuou 2,9% no trimestre encerrado em fevereiro, resultado de variações respectivas de 4,4%, -4,0% e -5,8% nos índices dos segmentos de *commodities* metálicas, agropecuárias e energéticas. Consideradas médias trimestrais, o indicador registrou recuos respectivos de 3,1% e 6,1% em relação aos trimestres finalizados em novembro e fevereiro de 2011.

Os preços internacionais das *commodities* agropecuárias apresentaram forte volatilidade ao longo do trimestre encerrado em fevereiro, sem, entretanto, apresentar tendência. Considerando o índice da *Standard & Poor's* (S&P) e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais da soja, trigo e milho, em meio à ocorrência de adversidades climáticas em regiões produtoras na América do Sul e Europa, aumentaram 7,7%, 4,1% e 1,6%, respectivamente, no trimestre, contrastando com os recuos respectivos de 10,0%, 3,1% e 1,0% nas cotações do café, algodão e açúcar.

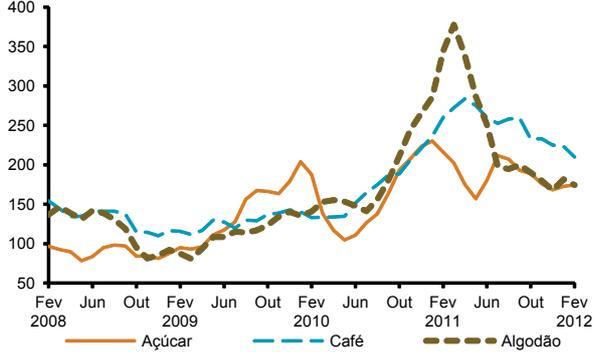
As *commodities* metálicas registraram significativas valorizações no trimestre, reflexo, em especial, da redução dos temores quanto à ocorrência de desaceleração econômica aguda na China. Nesse cenário, de acordo com o índice da S&P e *Goldman Sachs* ocorreram, no trimestre, elevações nas cotações médias mensais do níquel, 14,3%; cobre, 11,2%; chumbo, 6,7%; zinco, 6,8%; e alumínio, 6,6%.

O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado a vista chinês aumentou 3,2% no trimestre encerrado em fevereiro, de acordo com o *Metal Bulletin*. Esse movimento refletiu a demanda de siderúrgicas chinesas para recomposição de estoques e os atrasos em embarques de minério provenientes do Brasil, em meio às fortes chuvas que atingiram a região Sudeste do país.

11/ Calculada a partir da variação da cotação média do último mês do trimestre de referência frente a cotação média do último mês do trimestre imediatamente anterior.

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

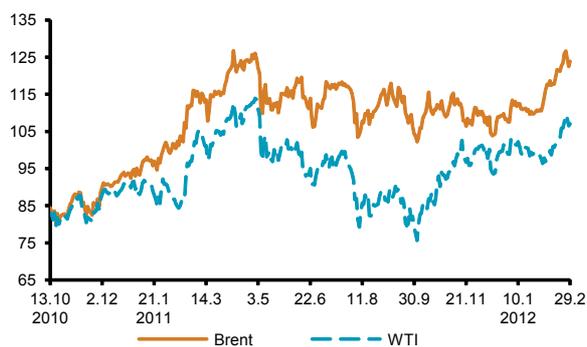
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, elevações de 6,7% e 11,3% no trimestre encerrado em fevereiro. As cotações dos respectivos barris, refletindo melhores perspectivas para a economia dos EUA e, principalmente, a ampliação das tensões entre o Irã e o Ocidente, que culminaram com o anúncio por parte da União Europeia do embargo ao petróleo daquele país, atingiram US\$107,07 e US\$123,90, respectivamente, ao final do mês. Consideradas médias mensais, os preços mencionados aumentaram, na ordem, de US\$97,12 e US\$110,50, em novembro, para US\$102,21 e US\$119,70, em fevereiro. O relatório¹² de fevereiro da *U.S. Energy Information Administration* (EIA) estima que a cotação média do WTI deverá atingir US\$101,00 em dezembro de 2012, comparativamente à cotação média de US\$98,53 registrada em dezembro de 2011.

4.5 Conclusão

A despeito da melhora, na margem, em alguns indicadores econômicos no início de 2012, persistem riscos para a atividade global.

Nos EUA, os fundamentos que dão suporte para o consumo das famílias, mesmo evoluindo favoravelmente desde o último Relatório de Inflação, permanecem fragilizados. Na Área do Euro, a economia em contração insere-se em cenário fiscal crítico, que impõe risco adicional à atividade econômica das demais economias, desenvolvidas e emergentes, seja pelo canal do comércio externo, seja pelos desdobramentos de eventual elevação da aversão ao risco global.

A piora nas perspectivas para o crescimento global verificada desde o último Relatório reflete o fato de os riscos para a estabilidade financeira global terem se mantido em patamares elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Além disso, permaneceram elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal, neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações

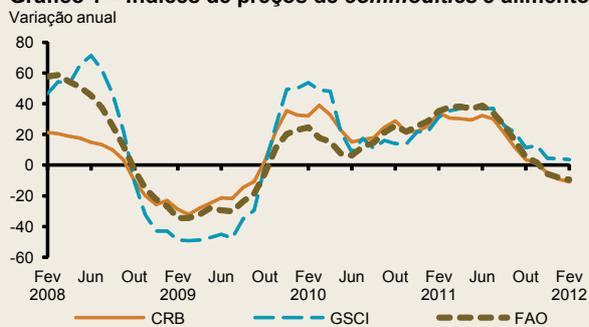
12/ *Short-Term Energy Outlook* (STEO).

de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Em casos específicos, as recentes mudanças no padrão de crescimento são desenvolvimentos que se apresentam com caráter permanente.

Desinflação Global

Este boxe tem por objetivo analisar o recente processo de desinflação global, mesmo em contexto de relaxamento monetário, tanto nas economias maduras quanto nas emergentes.

Gráfico 1 – Índices de preços de *commodities* e alimentos



Em sequência às expressivas elevações do final de 2010 e princípio de 2011, os preços internacionais de *commodities* observaram tendência declinante a partir de maio de 2011, refletindo aspectos como a deterioração das perspectivas para a economia mundial, o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros e melhores condições de oferta de alguns desses produtos. Com efeito, as variações em doze meses das médias mensais dos índices de *commodities* do *Commodity Research Bureau* (CRB), da *Standard & Poor's Goldman Sachs* (S&P GSCI) e da Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) recuaram, pela ordem, de 30,4%, 36,9% e 38,1%, em abril de 2011, para -11,0%, 3,7% e -9,5% em fevereiro de 2012 (Gráfico 1). Note-se que, nesse período, registraram-se revisões a menor das perspectivas de crescimento para as principais economias.

Em contexto de redução dos preços de *commodities* e desaceleração econômica mundial, a inflação global entrou em trajetória descendente no último trimestre de 2011. O índice calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para medir a variação anual dos preços ao consumidor (Índice de Preços ao Consumidor – IPC-Global), após atingir 4,9% em setembro de 2011, recuou para 4,4% em janeiro de 2012 (no caso das economias maduras, de 3,1% para 2,4%; e das emergentes, de 7,7% para 6,9%).

Conforme a Tabela 1, nas economias maduras, a variação anual do IPC atingiu auge em

Tabela 1 – Desinflação global^{1/}

	Auge em 2011	Inflação em fevereiro de 2012
Economias avançadas		
EUA	3,9 (set)	2,9
Área do Euro	3,0 (set)	2,7
Reino Unido	5,2 (set)	3,4
Bric		
Brasil	7,3 (set)	5,8
Rússia	9,6 (abr)	3,7
Índia	10,0 (set) ^{2/}	7,0
China	6,5 (jul)	3,2
América Latina		
Chile	4,4 (dez)	4,4
Colômbia	4,2 (out)	3,8
México	4,0 ^{3/}	3,9
Peru	4,7 (dez)	4,2
Leste asiático		
Coreia	4,7 (ago)	3,1
Indonésia	4,8 (ago)	3,6
Tailândia	4,3 (ago)	3,3
Malásia	3,4 (set)	2,7 ^{3/}

Fonte: Thomson/Reuters

1/ Inflação anual ao consumidor.

2/ Refere-se a *Wholesale Price Index*.

3/ Janeiro de 2012.

setembro de 2011. O recuo mais acentuado ocorreu no Reino Unido, 1,8 p.p. de setembro de 2011 a fevereiro de 2012. Prospectivamente, as taxas de inflação nos Estados Unidos da América (EUA) e Área do Euro tendem a se posicionar em patamares próximos de 2% ao final de 2012.

Nas economias emergentes, a inflação atingiu o ápice no terceiro e quarto trimestres de 2011, respectivamente, no leste da Ásia e na América Latina. A desaceleração de preços mais significativa ocorreu nos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), com destaque para a Rússia e a Índia.

A desinflação global tem se verificado em ambiente de afrouxamento monetário. De fato, os bancos centrais das principais economias maduras, onde as taxas de juro já se posicionavam em níveis próximos ou iguais a zero, anunciaram novas medidas não convencionais de política monetária.

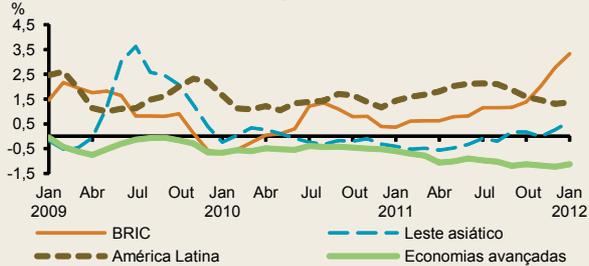
Nos EUA, após duas rodadas de *Quantitative Easing* (QE), em 2008 e 2010, o *Federal Reserve* (Fed) empreendeu, em setembro de 2011, a chamada Operação *Twist*, pela qual permutou títulos de curto prazo por títulos de longo prazo, no montante de USD400 bilhões, com o intuito de conceder maior liquidez à carteira dos bancos e de reduzir as taxas de juro de longo prazo.

Na Área do Euro, o Banco Central Europeu reduziu a taxa básica duas vezes, em 25 p.b. cada, nas reuniões de novembro e dezembro e conduziu duas operações de refinanciamento de longo prazo de três anos (LTRO), em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, totalizando pouco mais de €1 trilhão.

No Reino Unido e no Japão, por meio de novas rodadas de QE, os respectivos bancos centrais, Banco da Inglaterra (BoE) e Banco do Japão (BoJ), aumentaram os programas de compras de ativos em, respectivamente, €50 bilhões, para €325 bilhões, e ¥10 trilhões, para ¥65 trilhões. Adicionalmente, o BoJ anunciou meta de inflação de 2% a.a. como consistente com objetivo “estabilidade de preço de médio a longo prazo”.

Gráfico 2 – Taxas médias de juros reais^{1/}

Taxas anuais deflacionadas pelo IPC



Fonte: Thomson Data Stream, Cálculo BCB

1/ BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China); América Latina (Chile, Colômbia, México e Peru); Leste Asiático (Coreia, Indonésia, Malásia e Tailândia); e economias avançadas (EUA, Área do Euro, Reino Unido e Japão). Média aritmética simples.

Nas economias emergentes, os bancos centrais de Rússia, Turquia, Brasil, Chile, Indonésia, Filipinas e Tailândia reduziram as taxas básicas de juro no trimestre findo em fevereiro de 2012. Na China e na Índia, embora os juros básicos não tenham sido alterados, promoveram-se cortes nas taxas de recolhimento compulsório. Por sua vez, os bancos centrais da Colômbia e da Hungria majoraram suas respectivas taxas básicas de juro.

Em síntese, num ambiente de desaceleração global, as taxas de inflação, de modo geral, têm recuado tanto nas economias maduras quanto nas emergentes. Esse processo tem permitido relaxamento adicional das condições monetárias tanto nas economias emergentes quanto nas maduras, nessas últimas, com a introdução de ações não convencionais de política monetária.

O superávit da balança comercial, evidenciando a distinção entre os ritmos de crescimento das importações e das exportações, registrou recuo no primeiro bimestre de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior. No mesmo sentido, os gastos líquidos com serviços, impulsionados pelas despesas vinculadas à indústria e ao comércio, mantiveram-se em trajetória crescente. Por outro lado, houve retração nas remessas líquidas de renda, decorrente de menores saídas e maiores ingressos de lucros e dividendos. Nesse cenário, o déficit em transações correntes manteve-se em patamar semelhante ao registrado no primeiro bimestre de 2011.

O déficit nas transações correntes no primeiro bimestre foi financiado integralmente pelos aportes líquidos de IED. No âmbito da conta financeira vale mencionar, ainda, o afluxo de investimentos estrangeiros líquidos em ações de US\$5,1 bilhões nesse período, ante US\$6,2 bilhões em todo o ano de 2011, resultado que, em parte, reflete a eliminação, em dezembro passado, da incidência de IOF sobre investimentos dessa natureza. Ressalte-se que, de um modo geral, o ingresso líquido de capitais registrado no primeiro bimestre refletiu a ampliação da liquidez global a partir de dezembro.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado, após registrar ingressos líquidos de US\$65,3 bilhões em 2011, apresentou superávit de US\$13 bilhões no primeiro bimestre de 2012, ante US\$22,9 bilhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial atingiu US\$3,9 bilhões, ante US\$579 milhões no período equivalente de 2011, reflexo de elevações respectivas de 28,2% e 17,3% nas contratações de exportações e de importações. O segmento financeiro registrou recuo de 10,4% nas compras e crescimento de 10,4% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US\$9,1 bilhões, ante US\$22,4 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro de 2011.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011			2012	
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev
Comercial	-0,5	0,6	43,9	3,5	3,9
Exportação	14,7	29,7	251,2	18,8	38,1
Importação	15,2	29,2	207,2	15,3	34,2
Financeiro ^{1/}	7,9	22,4	21,3	2,2	9,1
Compras	32,1	74,8	394,0	32,9	67,0
Vendas	24,2	52,4	372,7	30,7	57,9
Saldo	7,4	22,9	65,3	5,7	13,0

^{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 2012	34 169	33 746	423	67 915
Jan-fev 2011	31 947	30 354	1 593	62 301
Var. %	7,0	11,2	-73,5	9,0

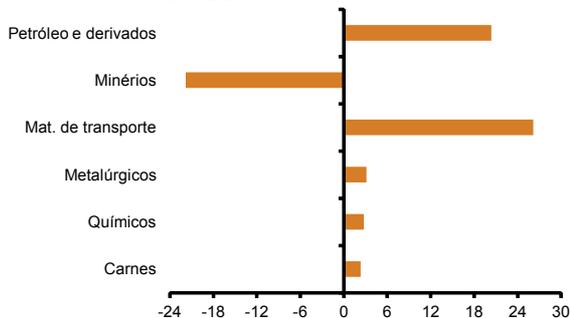
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	779,2	833,4	7,0
Básicos	342,6	351,4	2,6
Industrializados	419,0	459,7	9,7
Semimanufaturados	112,4	127,0	13,1
Manufaturados	306,7	332,7	8,5
Operações especiais	17,5	22,2	26,8

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setoresJaneiro-fevereiro – 2012/2011^{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		
	2011	2012	Var. %
Total	740,3	823,1	11,2
Bens de capital	165,6	184,0	11,1
Matérias-primas	342,8	363,5	6,0
Bens de consumo	135,7	155,5	14,6
Duráveis	80,3	87,5	9,0
Automóveis de passageiros	37,4	39,0	4,3
Não duráveis	55,4	68,0	22,7
Combustíveis e lubrificantes	96,2	120,0	24,7
Petróleo	43,1	44,9	4,2

Fonte: MDIC/Secex

As intervenções efetuadas pelo Banco Central ao longo de 2011 resultaram em compras líquidas de US\$50,1 bilhões, das quais US\$47,9 bilhões no mercado *spot* de câmbio. De meados de setembro a janeiro de 2012, o Banco Central não realizou intervenções no mercado doméstico de câmbio, que, retomadas em fevereiro, implicaram contratações de compras de US\$8,1 bilhões, das quais US\$7 bilhões em operações a termo. A posição vendida dos bancos, que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as intervenções do Banco Central, passou de vendida em US\$1,6 bilhão, ao final de dezembro de 2011, para comprada em US\$10,2 bilhões, ao final de fevereiro de 2012.

5.2 Comércio de bens

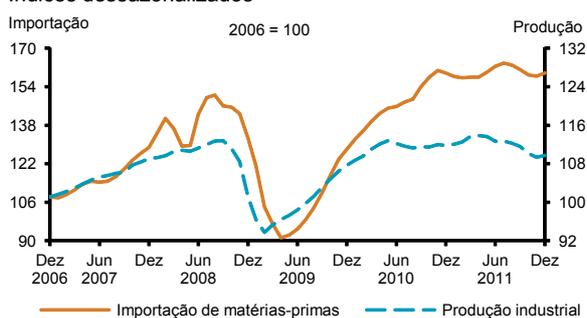
O saldo da balança comercial somou US\$423 milhões no primeiro bimestre do ano, recuando 73,5% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações aumentaram 7% e as importações, 11,2%, atingindo US\$34,2 bilhões e US\$33,7 bilhões, respectivamente, no período.

As exportações médias diárias cresceram 7% nos dois primeiros meses do ano, em relação ao intervalo correspondente de 2011, resultado de aumentos nas vendas em todas as categorias de fator agregado. Os embarques de bens semimanufaturados, de bens manufaturados e de produtos básicos elevaram-se 13,1%, 8,5% e 2,6%, respectivamente, e representaram, na ordem, 15,2%, 39,9% e 42,2% das exportações totais do período, ante 14,4%, 39,4% e 44% no primeiro bimestre de 2011. Vale ressaltar que o aumento na participação relativa dos embarques de produtos manufaturados evidenciou, em especial, a expansão nas vendas de óleos combustíveis e de automóveis de passageiros.

A média diária das importações cresceu 11,2% nos dois primeiros meses de 2012, em relação a igual período do ano anterior, reflexo de expansões em todas as categorias de uso final. As aquisições de combustíveis e lubrificantes elevaram-se 24,7%, impactadas pelo aumento de 41,3% nas relativas a demais combustíveis, enquanto as referentes a bens de consumo não duráveis, bens de capital, bens de consumo duráveis e matérias-primas assinalaram elevações respectivas de 22,7%, 11,1%, 9% e 6%.

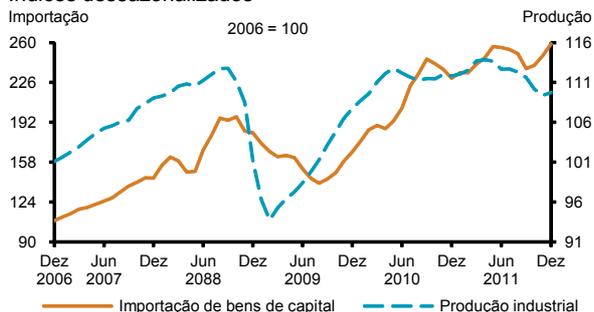
Na mesma base de comparação, o fluxo comercial envolvendo o país e a maior parte dos blocos econômicos e parceiros comerciais registrou aumento importante, atingindo 19,6% no intercâmbio com os EUA. No mesmo sentido,

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



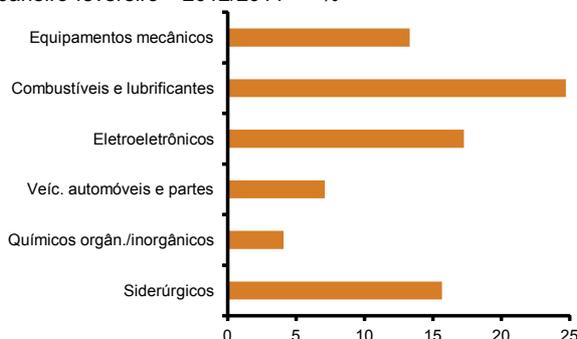
Fontes: Funcex e IBGE

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



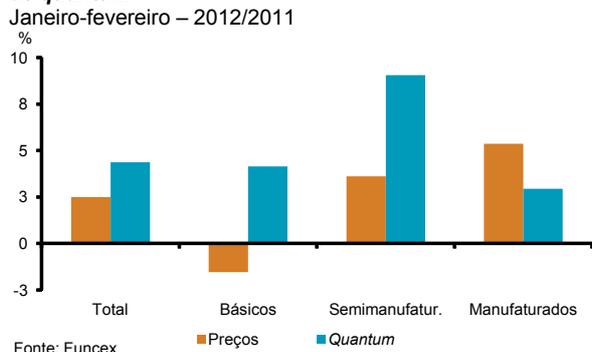
Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-fevereiro – 2012/2011^{1/} – %



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

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum



Fonte: Funcex

registrem-se as elevações nos fluxos com os demais países da América Latina e do Caribe, 13,1%; a União Europeia, 10,2%; a Ásia, 10,1% e a África, 6,9%, contrastando com o recuo nas correntes de comércio com a Europa Oriental, 30,4%; Oriente Médio, 11,8% e o Mercosul, 0,4%, esse evidenciando a retração de 0,5% no fluxo comercial com a Argentina.

A Ásia se manteve como o principal destino das exportações brasileiras, adquirindo 25,1% das vendas externas do país, ocorrendo estabilidade nas vendas à China e aumento de 10,6% nas direcionadas aos demais países da região. As exportações para os EUA cresceram 38,2% no bimestre, contribuindo para que sua participação relativa nas exportações brasileiras aumentasse 3,1 p.p., para 13,6%.

A China e os EUA se constituíram nos principais mercados de origem das importações brasileiras, com participações respectivas de 16,5% e 14,5% no total adquirido pelo país. Ressalte-se, no bimestre, o aumento de 27,4% nas compras aos demais países da América Latina e do Caribe, concentradas em automóveis e partes, gás natural e óleos combustíveis.

O menor dinamismo da economia da Área do Euro se traduziu em redução, de 22,8% para 20,8%, na participação relativa da região como destino das exportações, e em aumento, de 20,3% para 21,9%, na participação relativa do bloco nas importações brasileiras.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 7% nas exportações no primeiro bimestre deste ano, em relação a igual mês de 2011, resultou da expansão de 2,5% nos preços e de 4,4% no *quantum*. Os preços dos produtos manufaturados cresceram 5,4%, seguindo-se as elevações nas categorias de bens semimanufaturados, 3,6%, enquanto houve recuo nos preços de produtos básicos, 1,5%, evidenciando o arrefecimento nas cotações de importantes *commodities* da pauta exportadora brasileira. Em relação aos volumes embarcados, ocorreram elevações respectivas de 4,2%, 9,1% e 2,9% nos relativos a produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados.

Na mesma base de comparação, o aumento de 11,2% no valor das importações decorreu de crescimentos de 6,9% nos preços e de 3,9% no *quantum*. Destacaram-se as elevações no *quantum* importado de combustíveis e lubrificantes, 8,9%, e de bens de consumo não duráveis, 6,7%; e nos preços de bens de consumo não duráveis, 15,1%, combustíveis e lubrificantes, 14,6%, e bens de capital, 10,1%.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

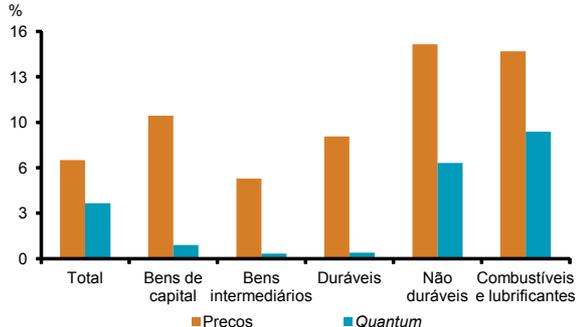
Descri- minação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2011	2012	Var. %	2011	2012	Var. %	2011	2012
Total	779	833	7,0	740	823	11,2	39	10
A. Latina e Caribe	185	192	3,7	128	141	9,8	57	51
Mercosul	91	94	3,3	69	65	-5,3	22	28
Argentina	74	76	4,0	60	56	-6,0	14	20
Demais	17	17	0,7	10	9	-1,2	8	8
Demais	95	99	4,1	59	76	27,4	35	23
EUA ^{1/}	82	113	38,2	113	120	6,1	-31	-6
UE	171	174	1,3	150	181	20,3	21	-7
Europa Oriental	19	11	-38,8	14	11	-19,3	5	0
Oriente Médio	40	34	-13,9	21	19	-7,8	19	15
Ásia	198	209	5,6	238	271	13,9	-40	-62
China	97	97	0,3	115	136	18,1	-18	-39
Outros	101	112	10,6	123	135	9,9	-21	-23
África	39	45	15,7	43	43	-1,0	-5	2
Demais	45	54	21,0	97	37	-61,5	-52	17

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e quantum

Janeiro -fevereiro – 2012/2011



Fontes: MDIC e BCB

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes, após totalizar US\$52,6 bilhões em 2011, ante US\$47,3 bilhões no ano anterior, atingiu US\$8,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2012, comparativamente a US\$9,1 bilhões no mesmo período de 2011. O déficit acumulado em doze meses totalizou US\$52,4 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,1% do PIB.

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,2 bilhões, elevando-se 32% em relação ao primeiro bimestre de 2011, com ênfase na expansão de 27,1%, para US\$2,5 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais mantiveram-se em trajetória crescente e atingiram US\$3,7 bilhões, enquanto as receitas de gastos de turistas estrangeiros no Brasil somaram US\$1,3 bilhão, registrando aumentos respectivos de 20,3% e 9%.

As despesas líquidas com transportes alcançaram US\$1,3 bilhão no primeiro bimestre, elevando-se 45,6% em relação a igual período de 2011, resultado da redução de receitas e do aumento dos gastos com fretes e passagens. As despesas brutas com aluguel de equipamentos somaram US\$2,8 bilhões, aumentando 18,8%, na mesma base de comparação.

As despesas líquidas de juros somaram US\$2 bilhões no primeiro bimestre de 2012, praticamente o mesmo valor de igual período do ano anterior. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$3,1 bilhões, uma diminuição de 8%, enquanto as receitas, refletindo a evolução das taxas de juros internacionais, atingiram US\$1,1 bilhão, recuando 17,7% no período. As receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais somaram US\$790 milhões no bimestre.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$1,5 bilhão nos dois primeiros meses do ano, reduzindo-se 67,8% em relação a igual período de 2011. As empresas dos setores industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 37,2% e 57,7% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com destaque para os segmentos de serviços financeiros, veículos automotores, produtos químicos e alimentícios. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$35 bilhões em fevereiro, dos quais US\$25,1 bilhões referentes a IED.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,5	-9,1	-52,6	-1,8	-8,9	-68,0
Balança comercial	1,2	1,6	29,8	1,7	0,4	21,0
Exportações	16,7	31,9	256,0	18,0	34,2	268,0
Importações	15,5	30,4	226,2	16,3	33,7	247,0
Serviços	-2,2	-4,7	-37,9	-2,8	-6,2	-42,1
Transportes	-0,4	-0,9	-8,3	-0,6	-1,3	-10,0
Viagens internacionais	-0,8	-1,9	-14,5	-1,1	-2,5	-15,5
Computação e informática	-0,2	-0,6	-3,8	-0,3	-0,6	-4,1
Aluguel de equipamentos	-1,2	-2,4	-16,7	-1,2	-2,8	-19,0
Demais	0,4	1,1	5,4	0,4	1,0	6,5
Rendas	-2,9	-6,6	-47,3	-0,9	-3,4	-49,6
Juros	-0,2	-2,0	-9,7	-0,4	-2,0	-12,2
Lucros e dividendos	-2,8	-4,7	-38,2	-0,5	-1,5	-38,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,6	0,0	0,1	0,7
Transferências correntes	0,5	0,7	2,8	0,2	0,3	2,7

1/ Projeção.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$341 milhões, recuando 47,9% em relação ao primeiro bimestre de 2011. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais países de destino de migrantes brasileiros, somaram US\$137 milhões, recuando 28,3%, no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$10,2 bilhões nos dois primeiros meses do ano, ante US\$26,7 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$9,3 bilhões, em 2011. No primeiro bimestre de 2012, as subsidiárias de empresas brasileiras proporcionaram retornos líquidos de US\$407 milhões, resultado de amortizações de US\$1,3 bilhão de empréstimos intercompanhias e aumento de US\$855 milhões na participação de capital de empresas subsidiárias no exterior.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$9,1 bilhões nos dois primeiros meses do ano, dos quais US\$7 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$2,1 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$65 bilhões em fevereiro (2,6% do PIB), superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$12,6 bilhões.

Os investimentos brasileiros em carteira registraram aplicações líquidas de US\$2,1 bilhões no ano, até fevereiro, ressaltando-se a retomada do processo de aquisição de ações de empresas estrangeiras, evidenciada por incremento líquido de US\$120 milhões, ante retração de US\$3,2 bilhões em igual intervalo de 2011. A demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em aplicações líquidas de US\$2 bilhões.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$6,1 bilhões no primeiro bimestre de 2012, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$5,1 bilhões, concentrados em ações negociadas no mercado doméstico. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$306 milhões, ante saídas líquidas de US\$524 milhões nos dois primeiros meses de 2011.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	12,1	26,7	110,8	2,9	10,2	73,6
Investimentos diretos	9,9	19,1	76,0	3,7	9,5	48,0
Brasileiros no exterior	2,1	8,4	9,3	0,0	0,4	-2,0
Estrangeiros no país	7,8	10,7	66,7	3,6	9,1	50,0
Participação	5,7	7,5	54,8	2,0	7,0	45,0
Intercompanhias	2,1	3,2	11,9	1,7	2,1	5,0
Investimentos em carteira	-0,5	3,5	27,7	-1,0	4,0	25,1
Ativos	-1,6	-1,0	10,2	-2,2	-2,1	10,0
Passivos	1,1	4,4	17,5	1,1	6,1	15,1
Derivativos	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
Outros investimentos	2,8	4,2	7,2	0,3	-3,3	0,5
Ativos	3,9	0,9	-40,1	0,9	-3,9	-28,7
Passivos	-1,1	3,3	47,2	-0,7	0,6	29,2

1/ Projeção.

O investimento estrangeiro em títulos de renda fixa de curto prazo, no exterior, somou amortizações líquidas de US\$74 milhões no bimestre, ante ingressos líquidos de US\$2,3 bilhões nos dois primeiros meses do ano anterior. As captações por meio de *notes* e *commercial papers* acumularam ingressos líquidos de US\$973 milhões, resultantes de desembolsos de US\$1,4 bilhão e amortizações de US\$395 milhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 346% no bimestre encerrado em fevereiro, ante 874% no mesmo período de 2011.

Os bônus da República apresentaram amortizações líquidas de US\$189 milhões nos dois primeiros meses do ano, destacando-se a reabertura do Global 21, que resultou em captação de US\$825 milhões, e amortizações de US\$1 bilhão. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$191 milhões de bônus no período, dos quais US\$155 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$36 milhões, ao ágio dessas operações.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aplicação líquida de haveres no exterior de US\$3,9 bilhões no bimestre, registrando-se aumentos de US\$6,1 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e retorno de aplicações de US\$809 milhões do setor não financeiro. A amortização líquida de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$1,4 bilhão, ante concessões líquidas de US\$2,3 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\$599 milhões nos dois primeiros meses de 2011. Os créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$634 milhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores atingiram US\$925 milhões, destacando-se os empréstimos diretos, US\$1,5 bilhão, indicando taxa de rolagem de 255% no bimestre; os desembolsos líquidos de compradores, US\$229 milhões; e os desembolsos de organismos internacionais, US\$318 milhões.

Os empréstimos de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$1,1 bilhão nos dois primeiros meses do ano, comparativamente a ingressos líquidos de US\$3,3 bilhões em igual período de 2011.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	3,5	8,2	63,8	1,4	4,7	29,7
Bônus públicos	-	-	1,7	-	0,8	0,8
Títulos privados	1,0	4,0	25,5	1,1	1,4	7,5
Empréstimos diretos	2,5	4,2	36,7	0,4	2,5	21,4
Empréstimos de curto prazo (líquido) ^{2/}	-1,7	3,3	1,7	-0,9	-1,1	-2,0
Título de curto prazo (líquido)	0,2	2,3	-6,3	-0,1	-0,1	-2,0
Portfólio no país (líq.)	0,8	1,0	6,7	0,5	5,4	17,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	526%	303%	465%	277%	281%	125%
Títulos	355%	874%	530%	430%	346%	125%
Empréstimos diretos	644%	187%	428%	136%	255%	125%

1/ Projeção.

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

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

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011		2012	
	Ano	Jan-fev	Ano	Jan-fev	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	238,5	288,6	288,6	352,0	352,0
Compras líquidas do Bacen	42,0	17,0	50,1	0,8	2,1
A termo	-	1,0	2,2	-	-
Spot	41,4	16,1	47,9	0,8	2,1
Empréstimos em moeda estr.	0,5	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-5,2	-2,4	-1,4	-1,4	-0,4
Juros	0,2	-0,4	2,7	-0,4	1,8
Receita	4,1	1,0	6,3	0,8	5,0
Despesa	-3,9	-1,4	-3,6	-1,2	-3,2
Amortização	-5,4	-2,0	-4,1	-1,0	-2,2
Desembolsos	1,2	-	0,5	-	-
Organismos multilaterais	-	-	0,5	-	-
Bônus da República	1,2	-	-	-	-
Demais ^{2/}	2,8	0,9	6,5	2,7	2,7
Compras do Tesouro Nacional	9,3	3,4	7,7	2,1	5,4
Varição de haveres	50,1	18,9	63,4	4,3	9,7
Posição das reservas – Liquidez	288,6	307,5	352,0	356,3	361,8

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).

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2009	2010	2011		2012
	Dez	Dez	Set	Dez	Fev ^{2/}
Exportações de bens	153,0	201,9	247,0	256,0	258,3
Exportações de bens e serviços	180,7	233,7	284,5	294,5	280,7
Serviço da dívida	43,6	46,3	51,4	52,6	48,5
Dívida externa total	198,2	256,8	298,2	298,2	301,1
Dívida externa total líquida	-61,8	-50,6	-75,3	-72,9	-74,2
Reservas internacionais	238,5	288,6	349,7	352,0	356,3
PIB	1 626	2 144	2 399	2 482	2 503
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	12,2	12,0	12,4	12,0	12,0
Dívida total líquida/PIB (%)	-3,8	-2,4	-3,1	-2,9	-3,0
Dívida total/exportações	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	28,5	23,0	20,8	20,5	18,8
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	24,1	19,8	18,1	17,9	17,3
Reservas/dívida externa total (%)	120,3	112,4	117,3	118,0	118,3

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

2/ Dados estimados.

As reservas internacionais totalizaram US\$356,3 bilhões em fevereiro, aumentando US\$4,3 bilhões em relação a dezembro de 2011. Nesse período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$842 milhões; as despesas líquidas de juros, US\$383 milhões; e as demais operações, US\$1,7 bilhão.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$361,8 bilhões ao final de 2012. Incluindo-se o ocorrido nos dois primeiros meses de 2012, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$5 bilhões; despesas de juros de US\$3,2 bilhões; amortizações de US\$2,2 bilhões; e as liquidações de compras já ocorridas, de US\$2,1 bilhões do Banco Central e de US\$5,4 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para fevereiro de 2012, o serviço da dívida externa decresceu 7,9% em relação a dezembro de 2011. As exportações de bens elevaram-se 0,9%, no período, e a razão entre esses indicadores recuou para 18,8%. A dívida total aumentou 1%, a dívida total líquida (superavitária), 1,8%, e o PIB em dólares, 0,9%, resultando na manutenção em 12% da relação dívida total/PIB, e na elevação da relação dívida total líquida/PIB, de -2,9% para -3%.

A relação entre a dívida total e as exportações manteve-se em 1,2 e a razão entre dívida total líquida (superavitária) e as exportações manteve-se estável em -0,3, no período. Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa total passou de 118% para 118,3%, no período.

5.6 Conclusão

O déficit em transações correntes, em termos absolutos, tende a aumentar em 2012, apesar da redução interanual observada no resultado relativo aos dois primeiros meses. Essa avaliação se apoia, entre outros aspectos, na perspectiva de retração no superávit comercial e de aumento nas despesas com serviços. Por outro lado, vale enfatizar que o déficit tende a ser financiado, em sua maior parte, por IED, que apresentou aflusos significativos no início do ano, seguindo o comportamento observado em 2011.

Projeção para o Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,5	-9,1	-52,6	-1,8	-8,9	-68,0
Balança comercial	1,2	1,6	29,8	1,7	0,4	21,0
Exportações	16,7	31,9	256,0	18,0	34,2	268,0
Importações	-15,5	-30,4	-226,2	-16,3	-33,7	-247,0
Serviços e rendas	-5,2	-11,3	-85,2	-3,6	-9,6	-91,7
Viagens	-0,8	-1,9	-14,5	-1,1	-2,5	-15,5
Juros	-0,2	-2,0	-9,7	-0,4	-2,0	-12,2
Lucros e dividendos	-2,8	-4,7	-38,2	-0,5	-1,5	-38,0
Demais	-1,4	-2,7	-22,9	-1,6	-3,6	-26,0
Transferências	0,5	0,7	2,8	0,2	0,3	2,7
Conta capital e financ.	12,3	26,8	112,4	3,0	10,4	75,1
Conta capital	0,1	0,1	1,6	0,1	0,2	1,5
Investim. brasileiros ^{2/}	4,4	8,3	-20,6	-1,2	-5,6	-20,7
Investim. estrangeiros	9,8	20,8	115,9	4,1	16,1	69,4
IED	7,8	10,7	66,7	3,6	9,1	50,0
Ações totais ^{3/}	0,6	1,3	6,2	0,8	5,1	12,0
Títulos no país	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,3	5,0
Emprést. e títulos LP	3,0	3,7	47,7	0,9	2,8	6,4
Títulos públicos	-0,3	-2,2	-3,6	-0,1	-0,2	-2,2
Títulos privados	0,7	3,5	21,2	0,8	1,0	2,3
Empréstimos diretos	2,1	1,9	28,1	0,1	1,5	4,3
Demais ^{4/}	0,5	0,4	2,0	0,1	0,5	2,1
Emprést. e títulos CP	-1,6	5,6	-4,6	-0,9	-1,2	-4,0
Demais ^{5/}	-2,0	-2,4	15,5	0,0	-0,3	24,8
Erros e omissões	0,8	0,3	-1,1	0,2	0,3	-
Ativos de reserva	-9,6	-18,1	-58,6	-1,4	-1,8	-7,1
Memo:						
Transações correntes/PIB (%)		-2,3	-2,1		-2,1	-2,6
IED/PIB (%)		2,8	2,7		2,2	1,9

1/ Projeção.

2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

5/ Inclui derivativos, crédito comercial passivo e outros passivos.

Este box apresenta revisão na projeção do balanço de pagamentos para 2012, considerando a posição de endividamento externo de dezembro de 2011; os resultados ocorridos naquele ano, no primeiro bimestre de 2012 e, de modo parcial, em março; e a evolução recente do cenário internacional e da atividade econômica doméstica.

As principais alterações constituem as reduções das estimativas para o superávit da balança comercial e para as remessas líquidas relativas a lucros e dividendos e a elevação das despesas líquidas relativas a transporte e viagens internacionais. Mantidas as estimativas para os fluxos de juros e as transferências unilaterais, a projeção para o déficit em transações correntes foi ampliada em US\$3 bilhões. No âmbito da conta financeira, a projeção para os investimentos brasileiros diretos no exterior foi sensibilizada pelas concessões de empréstimos de empresas no exterior às matrizes no Brasil, registradas em março. A atuação do Banco Central no mercado de câmbio doméstico foi incorporada aos fluxos esperados para os depósitos de bancos brasileiros mantidos no exterior.

A projeção para o déficit em transações correntes foi revisada de US\$65 bilhões para US\$68 bilhões. As importações foram estimadas em US\$247 bilhões e as exportações, em US\$268 bilhões, resultado de acréscimos respectivos de US\$3 bilhões e de US\$1 bilhão em relação à estimativa anterior.

A projeção do déficit na conta de serviços aumentou US\$2,6 bilhões, para US\$42,1 bilhões, ressaltando-se a elevação de US\$1,6 bilhão, para US\$10 bilhões, nas despesas líquidas de transportes, em cenário de aceleração das despesas e contração

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,0	-10,0	-58,6	-2,3	-9,7	-73,0
Capitais (líquido)	10,3	28,0	105,4	2,8	16,7	78,7
Inv. Estrangeiro Direto	7,8	10,7	66,7	3,6	9,1	50,0
Inv. Estrangeiro Carteira	0,5	0,8	6,0	0,5	5,4	17,0
Empréstimos MLP	2,5	3,1	41,5	0,9	2,7	5,0
Crédito comerciais	-2,2	1,8	28,7	-0,5	-0,4	24,2
Bancos	-1,2	3,7	6,9	-0,9	-0,9	-0,6
Demais	-1,0	-1,9	21,8	0,4	0,5	24,8
Inv. Brasileiro no Exterior	1,6	9,2	-23,6	-1,5	0,5	-17,0
Demais	0,1	2,4	-13,9	-0,3	-0,6	-0,5
Hiato financeiro	6,2	17,9	46,8	0,6	6,9	5,7
Compras líquidas BCB	-9,0	-17,0	-50,1	-0,8	-0,8	-2,1
Depósitos de bancos	2,8	-0,9	3,3	0,3	-6,1	-3,7

1/ Projeção.

nas receitas, impactadas pela expansão das viagens de brasileiros ao exterior e pela composição das empresas estrangeiras e brasileiras na prestação de serviços de frete. Os gastos líquidos em viagens internacionais, refletindo a expansão de 20% registrada entre os primeiros bimestres de 2012 e de 2011, estão estimados em US\$15,5 bilhões, total US\$1 bilhão superior ao projetado anteriormente.

A nova posição de dívida externa, referente a dezembro de 2011, não alterou a projeção das despesas brutas de juros, US\$18,5 bilhões. Em ambiente de manutenção das perspectivas em relação à evolução das taxas de juros internacionais, a despesa líquida de juros permaneceu em US\$12,2 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos foram projetadas em US\$38 bilhões, recuando US\$1,6 bilhão em relação à estimativa anterior. A alteração reflete, em parte, a contribuição das receitas de lucros e dividendos, influenciadas pelo crescente investimento brasileiro no exterior, sob a forma de compra e aumento de participação no capital de empresas, e a trajetória da taxa de câmbio.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior deverão registrar saídas líquidas de US\$2 bilhões, ante US\$5 bilhões anteriormente previstas. Mantém-se expectativa de continuidade do processo de internacionalização de empresas brasileiras, ainda que em ritmo menos acelerado.

As amortizações previstas a partir da posição de endividamento externo de dezembro de 2011 passaram de US\$36,6 bilhões para US\$36,9 bilhões. A previsão de taxa de rolagem, incidente sobre empréstimos e títulos de médio e longo prazos foi mantida em 125%. Note-se que a extensão do prazo médio, de 720 dias para 1.800 dias, para cobrança de alíquota de 6% de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) deverá influenciar o perfil das novas captações, favorecendo o alongamento de prazo da dívida externa.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá registrar superávit de US\$5,7 bilhões, ante US\$5,6 bilhões na projeção anterior.

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 2011. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2014 e para o crescimento do PIB até o final de 2012. 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 9,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 6 e 7 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,75/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. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam todo o conjunto de informações disponível até a data de corte de 9 de março de 2012.

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

6.1 Determinantes da inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA em doze meses, recua desde outubro de 2011 e alcançou 5,85% em fevereiro de 2012, 0,16 p.p. abaixo da inflação observada em igual período de 2011. O recuo da inflação foi determinado pela menor variação nos preços livres, de 5,98% em fevereiro (1,19 p.p. abaixo da registrada em igual período de 2011), haja vista que os preços administrados por contrato e monitorados (“monitorados”) acumularam variação de 5,48% (2,19 p.p. acima, na mesma base de comparação). No conjunto dos preços livres, a variação dos preços dos itens não comercializáveis alcançou 7,97%, enquanto a dos preços dos itens comercializáveis foi bem inferior (3,77%), na mesma base de comparação. A inflação do setor de serviços vem se mantendo sistematicamente em patamar superior à dos preços livres e atingiu 8,10% em doze meses até fevereiro (ante 8,39% no acumulado até fevereiro de 2011).

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena. Em bases mensais, a média das variações recuou em fevereiro, após alta em janeiro, e, no acumulado em doze meses, reduziu-se pelo quinto mês consecutivo. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,58% em dezembro para 0,47% em janeiro e para 0,41% em fevereiro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,39% em dezembro para 0,36% em janeiro e para 0,28% em fevereiro. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,54% em dezembro, ficou em 0,59% em janeiro e em 0,47% em fevereiro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,41% em dezembro para 0,59% em janeiro e 0,60% em fevereiro, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,49% para 0,57% e para 0,54% no mesmo período. A média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,48% em dezembro para 0,52% em janeiro e para 0,46% em fevereiro. No acumulado em doze meses até fevereiro, as cinco medidas do núcleo alcançaram 6,60%, 5,15%, 6,48%, 6,12% e 6,14%, respectivamente, ante 6,59%, 5,39%, 6,73%, 6,50% e 6,86% em janeiro e 6,67%, 5,67%, 6,95%, 6,68% e 6,96% em dezembro.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 59,11% em fevereiro, 2,61 p.p. abaixo do valor registrado em fevereiro de 2011 e ligeiramente abaixo da média histórica de 60,47% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice recuou para 62,69% entre dezembro e fevereiro –

1,12 p.p. abaixo da média do trimestre de setembro a novembro e 3,83 p.p. acima da média de junho a agosto.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, após se deslocar de -1,43% em 2009 para 11,30% em 2010, recuou para 5,00% em 2011. Em 2012, e em bases mensais, o IGP-DI variou 0,30% em janeiro e 0,07% em fevereiro, mês em que ocorreu o décimo quarto recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses, para 3,38% ante 11,12% no mesmo período de 2011. Essa redução resulta, essencialmente, do comportamento do principal componente do IGP-DI, o IPA, cuja variação em doze meses recuou de 4,12% em dezembro para 1,85% em fevereiro (ante 13,69% no mesmo período de 2011). Por origem, os preços de produtos agropecuários apresentaram alta acumulada de 3,15% nos doze meses até dezembro e recuo de 0,28% até fevereiro (ante alta de 29,84% em fevereiro de 2011), e os de produtos industriais variaram 4,46% e 2,65% (8,65% em 2011), respectivamente. Segundo o IPC, outro componente do IGP-DI, a inflação acumulada em doze meses recuou de 6,36% em dezembro de 2011 para 5,62% em fevereiro de 2012, ficando 0,40 p.p. abaixo da inflação acumulada até fevereiro de 2011, com as maiores altas de preços nos grupos de educação, leitura e recreação e de vestuário. No mesmo período, a variação acumulada do INCC, componente de menor peso no IGP-DI, passou de 7,49% em dezembro para 8,02% em fevereiro (7,44% até fevereiro de 2011). Essa alta foi resultado de elevação de 11,87% no custo da mão de obra no setor e de 4,39% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O IBC-Br constitui importante indicador coincidente da atividade econômica ao incorporar estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto. No quarto trimestre de 2011, o índice acumulou expansão de 0,2% em relação ao trimestre anterior e expansão de 1,0% quando comparado ao quarto trimestre de 2010. Assim, a taxa de crescimento em 2011 ficou em 2,7%, coincidindo com a taxa de crescimento do produto medida pelo IBGE.

Após período em declínio, a confiança do empresário industrial mostra recuperação na margem, um desenvolvimento em parte explicado pela redução dos estoques. Em larga medida, essa melhora no sentimento do empresário industrial se repete na evolução do PMI para o setor. Por sua vez, o ICS, calculado pela FGV, apresentou elevação em fevereiro, após seis recuos consecutivos. Houve melhora expressiva no componente que reflete as expectativas e reversão parcial da queda, ocorrida em janeiro,

do componente sobre a situação atual. Assim, o ICS continua em patamares elevados, embora 3,2% abaixo do valor de fevereiro de 2011 e 1,2% abaixo do nível médio de 2011.

A produção industrial recuou 2,1% em janeiro na comparação mensal, após avanço de 0,5% em dezembro e de 0,1% em novembro, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em -0,5% no período de novembro a janeiro, após estabilidade entre outubro e dezembro. O volume de produção, no acumulado em doze meses, teve variação negativa de 0,2% ante expansão de 0,3% em dezembro e de 0,6% em novembro.

Entre as categorias de uso, a maior variação acumulada em doze meses até janeiro veio da produção de bens de capital (1,7%). No mesmo período, a produção de bens de consumo duráveis diminuiu 3,0%, a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 0,2%, e a de bens intermediários, 0,1%. Considerando a média móvel trimestral, a produção de bens de capital recuou 3,6% no trimestre findo em janeiro e a de bens intermediários, 0,8%. Já a produção de bens de consumo não duráveis e semiduráveis mostrou expansão de 1,1% e a de bens de consumo duráveis, de 0,9%, na mesma base de comparação. Cabe ressaltar que o crescimento do indicador de atividade na indústria de bens de capital atingiu a maior expansão entre as categorias de uso.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, mostrou ligeiro aumento desde o último Relatório, passando de 83,3% em novembro para 83,7% em fevereiro. O Nuci apresenta-se maior no setor de materiais de construção (87,6%) e no de bens intermediários (84,1%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 83,8% e, no setor de bens de consumo, em 81,6%. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci se deslocou de 81,6% em dezembro para 81,8% em janeiro. Sobre expansão da capacidade instalada, note-se que, no período de doze meses encerrado em janeiro, houve crescimento de 3,6% na absorção de bens de capital em relação aos doze meses anteriores. Livre de influências sazonais, o indicador da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, apontou redução no nível de estoques nos dois primeiros meses do ano, após certa estabilidade ao final de 2011. De fato, enquanto em dezembro 10,2% dos respondentes caracterizavam seus níveis de estoques como excessivos, na série com ajuste sazonal, essa proporção passou a 6,3% em janeiro e a 5,7% em fevereiro.

A FGV, em parceria com o Banco Central, passou a divulgar em outubro de 2011, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). A pesquisa mensal fornece indicador importante, à medida que retrata, de forma tempestiva, a visão do empresário do comércio sobre o estado atual e a evolução esperada da atividade comercial. A sondagem permite o acompanhamento detalhado de dezessete segmentos, no atacado e no varejo. No trimestre encerrado em fevereiro, o ICOM apresentou recuo de 6,4% em relação ao mesmo período de 2011, após recuo de 5,8% no trimestre terminado em janeiro. Na média do trimestre terminado em fevereiro, 55,9% dos respondentes projetaram aumento das vendas no trimestre seguinte e 6,3%, redução.

O volume de vendas no comércio ampliado aumentou 4,3% em dezembro em relação ao mesmo mês do ano anterior, após expansão de 1,6% em outubro e de 3,2% em novembro. Assim, em 2011, as vendas no comércio ampliado cresceram 6,6% (12,2% em 2010 e 6,8% em 2009), com expansão em todos os dez grupos de atividades pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista restrito cresceram 6,7% em 2011, com destaque para o aumento nas vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (16,6%) e de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (19,6%). Note-se que as taxas de crescimento em doze meses, do comércio restrito e do ampliado, continuam superiores às taxas de expansão da produção industrial e do produto. O dinamismo recente do comércio se refletiu, também, na importação de bens de consumo duráveis, que acumulou alta, no *quantum*, de 24,2% no período de doze meses até janeiro, de acordo com a Funcex. Nos próximos trimestres, o comércio deve continuar a ser beneficiado pela evolução da massa salarial real, pelas transferências governamentais, pela expansão moderada do crédito e pela elevada confiança dos consumidores.

De fato, o ICC, calculado pela FGV, registrou alta no mês de fevereiro, tanto na série sem ajustes, como na série dessazonalizada.

A economia brasileira cresceu 1,4% no quarto trimestre de 2011, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após expansão de 2,1% no terceiro trimestre e de 3,3% no segundo, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB cresceu 0,3% no quarto trimestre, após recuo de 0,1% no terceiro e avanço de 0,5% no segundo. A taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou de 3,7% para 2,7%, do terceiro para

o quarto trimestre, ratificando a visão de que a economia cresce abaixo do potencial. Ainda sob a ótica da produção, o setor de serviços, cujas taxas de crescimento tendem a ser menos voláteis, expandiu 0,6% no quarto trimestre de 2011 em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, e o valor adicionado pela indústria recuou 0,5%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a produção agropecuária registrou crescimento de 0,9%. O processo de moderação no ritmo de crescimento da economia foi resultado, em parte, de ações de política implementadas no final de 2010 e no início de 2011, potencializadas pela deterioração do cenário econômico global no segundo semestre.

Sob a ótica da demanda, na comparação com o trimestre anterior e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a FBCF cresceu 0,2% no quarto trimestre de 2011, após recuar 0,4% no trimestre anterior. Assim, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres atingiu 4,7% em 2011. Apesar da expansão a taxas decrescentes e da menor participação na demanda agregada, quando comparada à do consumo, são favoráveis as perspectivas para o investimento, em particular, no setor de petróleo (pré-sal) e em infraestrutura. O consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – avançou 1,1% no quarto trimestre, após recuo de 0,1% no terceiro. Por sua vez, o consumo do governo teve expansão de 0,4%, após recuo de 0,8% no terceiro. O setor externo contribuiu negativamente para o crescimento do PIB do quarto trimestre, com expansão de 1,9% das exportações e de 2,6% das importações.

A taxa de desemprego, medida pela taxa de desocupação nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa mensal do IBGE, recuou significativamente nos últimos anos e se posicionou em 5,7% em janeiro, 0,6 p.p. menor que a registrada no mesmo mês de 2011, na série dessazonalizada. Na série sem ajuste sazonal, a taxa situou-se em 5,5%, após atingir mínimo histórico de 4,7% em dezembro de 2011. Em doze meses até janeiro, houve recuo da taxa de desocupação nas regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Salvador, São Paulo, Porto Alegre e Recife. Apenas no Rio de Janeiro o desemprego aumentou. Por sua vez, o crescimento anual do emprego ficou em 2,0% em janeiro. De fato, o número de pessoas ocupadas nas seis regiões atingiu 22,5 milhões em janeiro de 2012, ante 22,1 milhões em janeiro de 2011. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada cresceu 2,7% em janeiro, em relação ao mesmo mês de 2011, com a massa salarial real 4,8% maior, na mesma base de comparação. No que se refere à evolução

do emprego formal celetista, persiste expansão, ainda que de forma mais moderada. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 1,53 milhão de postos de trabalho entre fevereiro de 2011 e janeiro de 2012. Em suma, a despeito de sinais de moderação na margem, as evidências indicam que o mercado de trabalho continua robusto.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 16,6% em janeiro de 2012, em relação ao mesmo mês do ano anterior, alcançando R\$656,6 bilhões. No mesmo período, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 42%. De modo geral, observou-se moderação na expansão do crédito total, refletindo, em parte, o processo de ajuste das condições monetárias no primeiro semestre de 2011 e os efeitos de ações macroprudenciais implementadas em fins de 2010 e início de 2011. Os indicadores de inadimplência têm mostrado certa estabilidade, na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo. De fato, a participação do saldo em atraso superior a noventa dias sobre o saldo total de crédito com recursos livres e referenciais para taxas de juros passou de 4,6% em janeiro de 2011 para 5,6% em janeiro de 2012.

No que se refere ao crédito às pessoas jurídicas, o volume total cresceu 16,1% em janeiro de 2012, na comparação com o mesmo período de 2011, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R\$1.077,2 bilhões. Essa expansão reflete variação de 15,3% nos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R\$414,9 bilhões; e de 16,7% nas operações com recursos livres, que totalizaram R\$646,3 bilhões. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$13,5 bilhões no acumulado de 2011 (R\$145,2 bilhões em 2010). Vale notar ainda que, desde novembro de 2011, não houve registro de emissões primárias no mercado acionário. Por sua vez, os lançamentos de debêntures, após atingirem R\$15,6 bilhões ao longo de 2010, alcançaram R\$3,2 bilhões em 2011. Somente em janeiro de 2012, porém, houve emissão de R\$20 bilhões em debêntures.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses alcançou

US\$28,6 bilhões em fevereiro (US\$21,5 bilhões em fevereiro de 2011). Esse resultado adveio de US\$258,3 bilhões em exportações e de US\$229,6 bilhões em importações, que representam variações de 22,8% e de 21,6%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2011. Note-se, contudo, que a demanda externa, fragilizada pela complexa conjuntura global, tem contribuído de forma modesta para o crescimento do *quantum* exportado. De fato, em doze meses até janeiro de 2012, o *quantum* exportado registrou alta de 2,6% em relação aos doze meses imediatamente anteriores, enquanto o preço médio das exportações se elevou em 21,2%. Já o *quantum* importado aumentou 8,5% nesse período (14% no caso do preço médio), em parte, reflexo do dinamismo da demanda doméstica, em que pese a moderação registrada nos últimos meses, evidenciada pelo recuo gradual dessa taxa desde o início de 2011.

O déficit acumulado em doze meses nas transações correntes passou de US\$52,6 bilhões em dezembro de 2011 para US\$54,1 bilhões em janeiro de 2012, equivalente a 2,17% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$37,3 bilhões no mesmo período, enquanto os investimentos estrangeiros diretos, que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos, totalizaram US\$69,1 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,78% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, apesar de certa acomodação na margem, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram em patamares ainda elevados desde a divulgação do último Relatório. O provimento de liquidez adicional pelo BCE reduziu a probabilidade de eventos extremos, mas persistem riscos para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. As taxas de *swaps* de *default* de créditos de bancos da Zona do Euro permanecem em patamares altos, a despeito de redução em relação a níveis críticos atingidos recentemente. Em outra perspectiva, as taxas de juros de leilões de títulos públicos de longo prazo para algumas economias permaneceram voláteis e em níveis elevados, o que, em parte, se explica pela revisão de classificações de risco da dívida soberana de diversas economias da Zona do Euro. Note-se ainda que, desde o último Relatório, as autoridades monetárias da Zona do Euro, do Japão e da Inglaterra realizaram injeções substanciais de liquidez no sistema financeiro global, em resposta aos riscos percebidos no sistema.

Ainda sobre a economia global, consolidou-se perspectiva de atividade mais moderada e mais heterogênea do que se antecipava. Nesse sentido, à melhora, na margem, da economia dos Estados Unidos, contrapõem-se sinais relevantes de deterioração da atividade em algumas economias maduras, bem como possíveis efeitos da recente alta dos preços do petróleo. Além disso, em casos específicos, economias maduras já se encontram em recessão. A esse respeito, a necessidade de ajustes fiscais – que, de fato, estão sendo implementados – e o limitado espaço para ações de políticas anticíclicas continuam contribuindo para projeções de crescimento modestas, ou mesmo de redução do crescimento potencial, e indicando ciclo econômico mais amplo e volátil. O indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a janeiro, sugere retomada na atividade nos Estados Unidos e Japão, riscos de recessão na Zona do Euro e desaceleração da atividade na China. Indicadores coincidentes globais, a exemplo do PMI, dão suporte a esse cenário. Em fevereiro, o PMI apontou crescimento, na margem, nos Estados Unidos, enquanto se configurou quadro de estagnação ou retração econômica nas maiores economias da Zona do Euro.

No que se refere à política monetária, economias maduras continuaram com posturas acomodatórias e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política. Em particular, o BCE implantou duas operações de refinanciamento de longo prazo, de ordem relevante, quando comparada a ações semelhantes de outros bancos centrais. Nos países emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista. Sobre inflação, em relação ao último Relatório, a variação dos preços ao consumidor em doze meses vem recuando nos Estados Unidos, na Zona do Euro e no Reino Unido. No Japão, apresentou taxa próxima a zero. Nos Estados Unidos, o núcleo da inflação ao consumidor se elevou, embora ainda se situe em patamar moderado.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se volátil desde o último Relatório, e superou o patamar de US\$120. Em relação às demais *commodities*, de forma geral, observou-se manutenção de níveis mais baixos em relação aos picos de abril de 2011, em que pese algum aumento, na margem, desde a divulgação do último Relatório – em especial no que se refere às agrícolas e aos metais de uso industrial. Na data de corte de 9 de março, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo CRB, acumulava recuo de 13,4% desde o pico do ano anterior (em 8 de abril de 2011), e aumento de 3,6% desde 9 de dezembro. O índice de preços de alimentos,

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

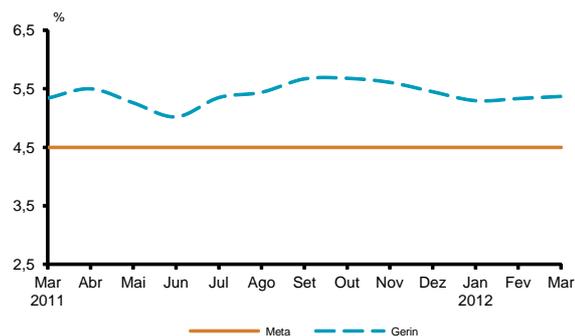


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2012

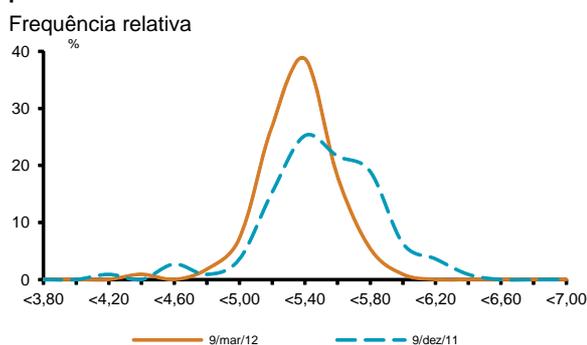


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012

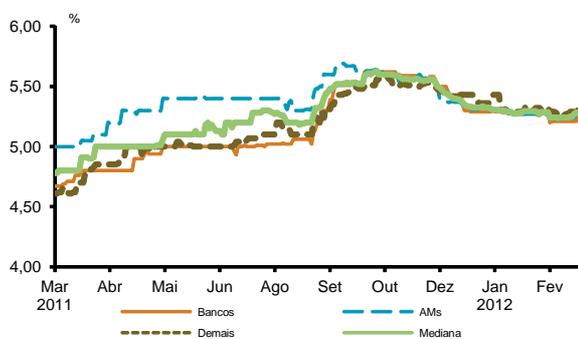
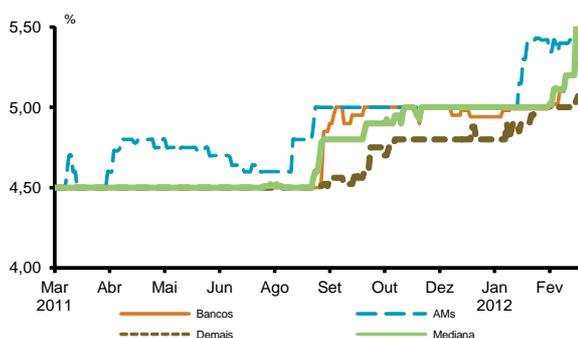


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013



calculado pela FAO, acumulava queda de 9,5% até fevereiro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, mas com aumento na margem.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2012 apresentou ligeiro recuo desde a divulgação do último Relatório, ao passar de 3,40% em 9 de dezembro para 3,30% em 9 de março. Para 2013, a taxa de crescimento projetada recuou de 4,40% para 4,20%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação para 2012, deslocou-se de 5,42% para 5,27%; e de 5,00% para 5,50% para 2013. Já a inflação projetada para os próximos doze meses caiu de 5,45% para 5,37%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do último Relatório, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2012, como ilustra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,35% para 0,23%.

Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), as medianas das expectativas de inflação para 2012 (Gráfico 6.3) se encontravam, na data de corte de 9 de março, em 5,25%, 5,28% e 5,28%, respectivamente, ante 5,43%, 5,37% e 5,44% registrados no último Relatório. Para 2013, conforme Gráfico 6.4, ficaram em 5,27%, 5,60% e 5,07%, segundo a mesma ordem, ante 5,00%, 5,00% e 4,80% no Relatório de dezembro de 2011.

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, do lado externo, o cenário prospectivo contempla baixo crescimento da atividade global, por um período de tempo prolongado. De fato, nas economias maduras, em diversos casos o ambiente econômico já é recessivo e, em casos específicos de grandes economias emergentes, desde o último Relatório cresceu a percepção de que estão em curso mudanças que apontam ritmo mais moderado no padrão de crescimento. Também se

leva em conta hipótese de dinâmica relativamente benigna dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

Do lado interno, o cenário central contempla ritmo moderado da atividade econômica doméstica no curto prazo, com tendência de aceleração ao longo deste ano. No cenário central, os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica observada no segundo semestre do ano passado, que foi maior do que se antecipava. O cenário central também leva em conta os efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Além disso, a moderação do mercado de crédito e o cenário para a política fiscal se apresentam como aspectos importantes no contexto doméstico.

No âmbito internacional, em linhas gerais, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que os desenvolvimentos externos são de grande complexidade e se transmitem para a economia brasileira por diversos canais. Desde o último Relatório, prevalecem perspectivas de baixo crescimento para a economia mundial, por período prolongado de tempo. Nos Estados Unidos, se por um lado existe percepção mais benigna em relação à atividade, ainda que para o curto prazo, por outro, há riscos originados, por exemplo, da recente alta nos preços do petróleo e de um cenário de contenção fiscal neste e nos próximos anos. Na Zona do Euro, eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira, e, assim, a região continua com perspectiva de redução ou de baixo crescimento da atividade. As perspectivas para o crescimento de importantes economias emergentes também se reduziram e, em casos específicos, apresentam-se como desenvolvimentos duradouros. O Comitê entende que permanecem elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Para tanto, entre outros, contribui o fato de que, nessas economias, as taxas de desemprego se encontram bastante elevadas; os preços dos ativos sofreram perdas substanciais; o mercado de crédito permanece fragilizado; e a confiança de empresários e consumidores continua baixa; tudo isso associado a um ambiente de limitado espaço para utilização de políticas contracíclicas.

O Copom considera que ainda persistem riscos significativos para a estabilidade financeira global. Por um lado, isso se deve ao processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos; por outro, à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com

desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro, como refletido em níveis ainda elevados, porém decrescentes, dos preços para seguro contra *default* e revisão de notas de diversas economias maduras por agências de classificação de risco. O provimento de liquidez em larga escala feito pelo BCE parece ter reduzido a probabilidade de eventos bancários extremos, embora a complexidade da situação na Zona do Euro ainda implique riscos consideráveis. Vale notar que o Comitê continua trabalhando com a hipótese expressa no último Relatório de Inflação, qual seja, de que não serão observados eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem diretamente para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros, à corrente de comércio. A propósito, nos três últimos trimestres de 2011, o volume de importações mundiais cresceu a taxas equivalentes a um quinto da média histórica (0,3%, ante média de 1,5% de 1991 a 2011), segundo dados dessazonalizados do *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* (CPB). Nesse contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes da Ásia e da América Latina, o ritmo da atividade tem moderado. A transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários, e consumo, no caso das famílias, também tem se manifestado sobre a economia real. Para os próximos trimestres, medidas de expectativa e de confiança, bem como indicadores antecedentes, ainda sugerem ritmo lento para a atividade global, mais claramente nas economias maduras do que nas economias emergentes.

Em relação aos preços das *commodities*, desde a data de corte do último Relatório (9 de dezembro), o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) manteve-se estável (variação de 0,1%), portanto, em níveis relativamente confortáveis quando comparados aos do primeiro semestre de 2011, em que pese alguma recuperação de preços na margem, em especial, no que se refere aos das agrícolas. Por sua vez, o índice CRB acumulou ligeiro aumento. O índice de preços de alimentos calculado pela FAO também registrou algum incremento na margem. O comportamento desses preços, em parte devido ao processo de “financeirização” das *commodities*, continua envolto em elevada incerteza, em contexto de abundante liquidez global e alta volatilidade nos mercados financeiros. Prospectivamente, a se confirmar o cenário de moderação do crescimento da economia chinesa, os preços das *commodities* tendem a ser negativamente impactados.

Sobre petróleo, o preço do barril se elevou e se manteve volátil desde o último Relatório. Os níveis de preços

atuais, em certa medida, são consistentes com os efeitos de choques moderados nos fundamentos e com a maior instabilidade política em importantes países produtores. A complexidade geopolítica que envolve o setor petrolífero pode vir a acentuar o comportamento já volátil dos preços, que reflete, também, a baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e o fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se materializa exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas.

Nesse contexto, o cenário central com que o Copom trabalha contempla uma dinâmica relativamente benigna dos preços das *commodities*.

O Copom entende que, aos efeitos, sobre a economia brasileira, da complexidade que cerca o ambiente internacional, somam-se os da moderação da atividade doméstica, que se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontrava a economia já no primeiro semestre do ano passado – decorrência das ações de política implementadas no final de 2010 e início de 2011 – foi potencializado pela fragilidade da economia global, e resultou em desaceleração econômica doméstica, no segundo semestre de 2011, maior do que se antecipava.

O Copom pondera que as compras de produtos externos tendem a contribuir para o arrefecimento das pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque os produtos externos competem com produtos produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo lugar, porque essas compras de produtos externos 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. A esse respeito, é importante adicionar que pressões de custos de fatores não amparadas por ganhos de eficiência contribuem para reduzir a competitividade das empresas domésticas no mercado internacional de bens e de serviços, em ambiente global no qual prevalece excesso historicamente elevado de capacidade ociosa.

No que se refere ao balanço de riscos, o Copom avalia que o cenário internacional continua a manifestar viés desinflacionário no horizonte relevante, ou seja, torna favorável o balanço de riscos para a inflação doméstica.

No âmbito doméstico, a inflação acumulada em doze meses recua desde outubro de 2011, e o cenário central contempla continuidade desse movimento. O Copom avalia que, por si só, essa inversão de tendência tem contribuído para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação neste e nos próximos trimestres. O Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa. O Comitê ressalta, também, que o recuo da inflação corrente impacta diretamente, via inércia, a dinâmica da inflação futura.

O Copom avalia que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho. Nesse caso, o risco para a dinâmica dos preços reside na possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura, a qual, cabe notar, está em processo de redução e tende a ser marcadamente menor do que a inflação passada. O Comitê pondera, ainda, que o aumento recente do salário mínimo impacta direta e/ou indiretamente a dinâmica de outros salários e dos preços ao consumidor.

Ainda sobre o mercado do fator trabalho – que responde às ações de política monetária com as mais longas defasagens –, de um lado, mostra sinais de moderação; de outro, margem estreita de ociosidade. Um aspecto crucial nessas circunstâncias é a possibilidade de que o aquecimento no mercado de trabalho leve à concessão de aumentos reais dos salários em níveis não compatíveis com o crescimento da produtividade. Esse risco pode se agravar pela presença, na economia, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. Nesse ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, evidencia que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

Sobre o fator capital, os investimentos apresentaram desempenho menos vigoroso no segundo semestre de 2011. Ainda assim a taxa de investimento – proporção da FBCF em relação ao PIB – tem se mantido relativamente estável. Em 2011, alcançou 19,3% do PIB após 19,5% em 2010, níveis superiores aos verificados em anos anteriores.

O Copom avalia como decrescentes, embora relevantes, os riscos derivados do descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. De um lado, a expansão da demanda

doméstica tem moderado; de outro, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais de que, apesar de indicarem arrefecimento, a expansão da oferta de crédito tende a persistir tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas e pelo fato de a confiança dos consumidores e empresários se encontrar em elevação. Cabe adicionar, ainda, as transferências governamentais, bem como o vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

Também contribuirão para fortalecer a demanda doméstica – em especial o consumo das famílias e os investimentos – ações de política monetária recentemente implementadas, cujos efeitos sobre atividade (e inflação) operam com defasagens e são cumulativos.¹³ Dito de outra forma, as ações de política monetária levam certo tempo para afetar atividade (e inflação), e os impactos de uma sequência de ações vão se sobrepondo no tempo. É plausível afirmar que algum impacto imediato possa se materializar, por exemplo, por intermédio do canal das expectativas dos agentes. De modo geral, entretanto, os diversos canais pelos quais opera a política monetária impactam a atividade (e a inflação) com defasagens diferenciadas, com o efeito máximo se manifestando alguns trimestres após a implementação da ação. Essas defasagens são levadas em consideração na condução da política monetária, em parte, para se evitar flutuações indevidas na atividade econômica.

Ainda sobre transmissão de política monetária, o Copom destaca que o cenário central contempla estimativas que evidenciam deslocamento, para baixo, da trajetória da taxa neutra nos últimos anos. Essa ponderação encontra respaldo nos modelos de projeção utilizados pelo Banco Central, bem como na dinâmica dos preços de ativos financeiros de responsabilidade de agentes domésticos, sejam eles negociados nos mercados internos ou internacionais. O Comitê avalia, adicionalmente, que, na grande maioria dos casos, também apontam nessa direção indicadores identificados pela literatura como determinantes de declínio na taxa neutra.

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

13/ *Vide* boxes “Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central”, deste Relatório (p. 96), “A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços” (Relatório de Inflação, junho de 2009) e “Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão” (Relatório de Inflação, setembro de 2007).

observadas no passado. Como indicado pela literatura e pela experiência internacional, 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 moderação econômica e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo e elevam os custos da desinflação. Os riscos associados aos mecanismos de indexação são importantes mesmo em circunstâncias desinflacionárias como a atual, pois a inflação acumulada em doze meses, embora declinante, ainda se posiciona acima da trajetória de metas.

O Copom avalia que o comportamento dos índices de preços no atacado, desde o último Relatório, constitui indicador importante de que as pressões de preços têm arrefecido. De fato, o Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) apresenta, desde dezembro de 2011, variações mensais negativas ou próximas a zero, como também verificado no caso dos preços industriais. No acumulado em doze meses até fevereiro, as dinâmicas do IPA-DI e o do IGP-DI também têm se mostrado favoráveis, com variações bem abaixo da meta para a inflação. Isso tende a arrefecer pressões de preços ao consumidor em prazos curtos e médios, haja vista a prática de indexação de alguns desses preços à variação dos índices gerais.

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 está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais. A propósito, desde o início do ano passado, importantes decisões foram tomadas e executadas, as quais reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal.

O Copom entende que uma fonte de risco reside no comportamento das expectativas de inflação.

Para o Copom, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. A esse

respeito, considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom avalia que, desde o último Relatório, vistos em conjunto, os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos favorável.

Em suma, o Copom avalia que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava, que eventos recentes ainda indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, e que persistem riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – ora em curso nos principais blocos econômicos. Esses e outros elementos, portanto, compõem um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual. Para o Comitê, o cenário prospectivo para a inflação, desde o último Relatório, de modo geral, acumulou sinais favoráveis. O Comitê nota também que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012, e são decrescentes os riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic, por unanimidade, de 11,00% a.a. para 10,50% a.a., sem viés, na reunião de janeiro. Naquela oportunidade, o Comitê entendeu que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, um ajuste moderado no nível da taxa básica era consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

Já em sua reunião de março, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 9,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois pela redução em 0,5 p.p. Naquele momento, o Comitê avaliou que o cenário central para a inflação havia evoluído, em linhas gerais, conforme esperado na reunião de janeiro e que, dessa forma, não detectava mudanças substantivas nas estimativas para o ajuste total das condições monetárias subjacente a esse cenário. À vista disso, dois membros do Comitê ponderaram que seria oportuna a manutenção do ritmo de ajuste da taxa Selic. Entretanto, a maioria argumentou que uma redistribuição temporal do ajuste total das condições monetárias era a estratégia mais apropriada.

O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral, e, em particular, na taxa neutra. Apoia essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito bem como pela geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por um elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira, hoje, apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, os quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

Diante do exposto, considerando os valores projetados para a inflação e o balanço de riscos associado, o Copom atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário em que se contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta todo o conjunto de informações disponíveis até 9 de março de 2012 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,75/US\$, e a meta para a taxa Selic em 9,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de março – ante R\$1,80/US\$ e 11,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas

para a evolução da taxa de câmbio média estabilizaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de dezembro de 2011. Para os últimos trimestres de 2012 e de 2013, as taxas médias mantiveram-se em R\$1,75/US\$. Para o primeiro trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$1,76/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2012 e 2013 se reduziram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2012, a taxa média se deslocou de 9,50% a.a. para 9,00% a.a., e, para o último trimestre de 2013, de 10,35% a.a. para 10,00% a.a. Para o primeiro trimestre de 2014, as expectativas indicam taxa Selic média de 10,00% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -49 p.b. e de 77 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (9,75% a.a.), no quarto trimestre de 2012 e de 2013, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 4,0% para 2012. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2012, nas hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina e do gás de bujão, bem como das tarifas de telefonia fixa; e de variação de 2,3% nos preços da eletricidade. 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, entre outras variáveis, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 4,5%, para 2013 (mesmo valor considerado no último Relatório) e para 2014.

Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de R\$139,8 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2012. Além disso, admite-se como hipótese de trabalho a geração de superávit primário de 3,10% do PIB em 2013 e 2014, sem ajustes.

No conjunto das projeções, estão incorporados os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA, em vigor a partir de janeiro de 2012.

No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de redução da taxa de juros neutra identificadas nos últimos anos.

Admite-se, ainda, a hipótese de que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do observado durante a crise internacional de 2008/2009. Note-se que parte desse impacto estimado já se manifesta em indicadores recentes de atividade econômica.

Com base nos pressupostos acima e utilizando todo o conjunto de informações disponível até a data de corte (9 de março de 2012), 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.

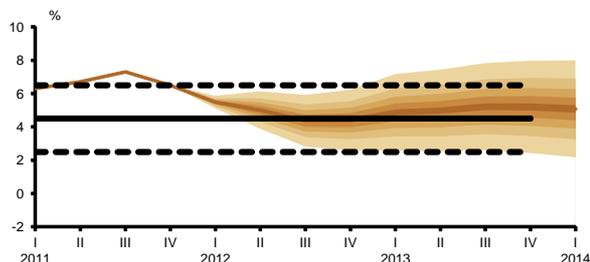
A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,4% em 2012, 0,3 p.p. menor do que a projetada no Relatório de dezembro de 2011. Conforme o Gráfico 6.5, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ao longo do primeiro semestre de 2012, deslocando-se em direção à trajetória de metas nos dois trimestres posteriores. De acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 5,5% no primeiro trimestre de 2012, reduz-se para 5,0% no segundo e para 4,4% no terceiro, encerrando o ano nesse patamar. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2013 se encontra em 4,9%, atinge 5,0% e 5,2% no segundo e no terceiro trimestre, respectivamente, encerrando o ano nesse patamar. Para o primeiro trimestre de 2014, a projeção reduz-se para 5,1%.

Cabe informar, ainda, que a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2012, segundo o cenário de referência, situa-se em 3%. Para 2013, essa probabilidade se encontra em torno de 22%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação é de 4,5% em 2012, 0,1 p.p. maior do que a associada ao cenário de referência e 0,3 p.p. menor 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 oscila em patamares superiores à meta na primeira metade de 2012. Nesse cenário, a projeção parte de 5,5% no primeiro trimestre de 2012, deslocando-se para 5,0% no segundo, para 4,4% no terceiro e encerrando o ano em 4,5%. No primeiro trimestre de 2013, a projeção encontra-se em 5,0%, eleva-se para 5,1% no segundo trimestre, desloca-se para 5,4% no terceiro trimestre e

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 9,75% a.a. (cenário de referência)

Leque de inflação



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

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 9,75% a.a.

(Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2012 1	5,3	5,4	5,5	5,5	5,6	5,6	5,5
2012 2	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,0
2012 3	3,7	4,0	4,2	4,5	4,7	5,0	4,4
2012 4	3,7	4,0	4,3	4,5	4,8	5,2	4,4
2013 1	3,9	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8	4,9
2013 2	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6	6,0	5,0
2013 3	4,1	4,6	5,0	5,4	5,8	6,3	5,2
2013 4	4,1	4,6	5,0	5,4	5,9	6,3	5,2
2014 1	3,9	4,4	4,9	5,3	5,8	6,3	5,1

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

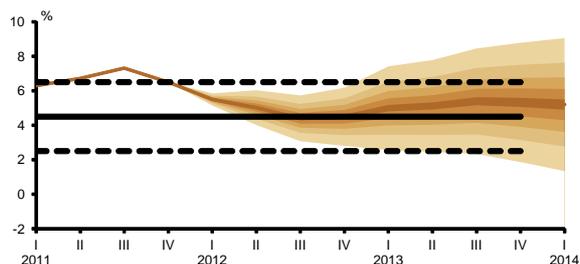
Tabela 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros^{1/}

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2012 1	5,3	5,4	5,5	5,5	5,6	5,6	5,5
2012 2	4,6	4,8	4,9	5,1	5,3	5,4	5,0
2012 3	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	4,4
2012 4	3,8	4,1	4,4	4,6	4,9	5,2	4,5
2013 1	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6	6,0	5,0
2013 2	4,0	4,5	4,9	5,3	5,7	6,2	5,1
2013 3	4,1	4,7	5,2	5,6	6,1	6,6	5,4
2013 4	3,9	4,5	5,1	5,6	6,1	6,7	5,3
2014 1	3,6	4,3	4,9	5,5	6,1	6,8	5,2

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

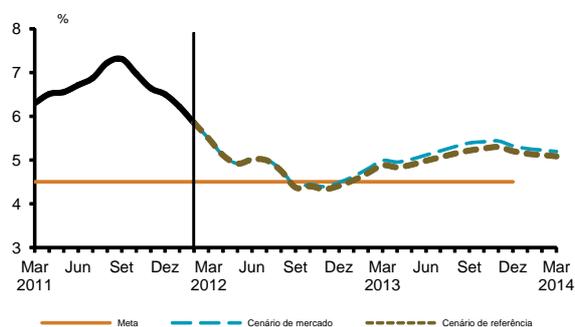


Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de dezembro de 2011

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2011 IV	6,5	6,5
2012 I	5,9	5,9
2012 II	5,5	5,5
2012 III	4,7	4,7
2012 IV	4,7	4,8
2013 I	4,6	4,8
2013 II	4,4	4,7
2013 III	4,7	5,2
2013 IV	4,7	5,3

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



encerra o ano em 5,3%. O valor projetado para o primeiro trimestre de 2014 encontra-se em 5,2%.

Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2012 situa-se em 2%. Para 2013, essa probabilidade se encontra em torno de 25%.

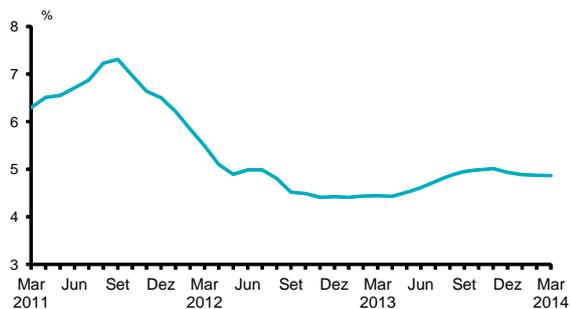
As trajetórias das projeções para 2012, no cenário de referência e no de mercado, são semelhantes, em parte, porque, apesar de serem consideradas diferentes trajetórias para a taxa Selic, o efeito de mudanças na taxa de juros sobre a inflação se manifesta com defasagens. De fato, as trajetórias das projeções começam a se afastar gradualmente a partir do quarto trimestre de 2012, tal que a diferença entre ambas atinge o pico no terceiro trimestre de 2013 e recua nos dois seguintes.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra recuo na projeção de inflação para 2012 e elevação para 2013. No primeiro caso, entre outros fatores, tal fato reflete taxas de inflação em meses recentes marcadamente abaixo das projeções prevaletentes por ocasião da publicação do último Relatório. No segundo, em grande parte, reflete o fato de a trajetória de juros neste Relatório ser distinta da considerada no anterior. Já no cenário de mercado verificam-se alterações similares, que, essencialmente, justificam-se pelas razões mencionadas.

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 2014, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2012, 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. Em ambos os cenários, as projeções indicam recuo da inflação acumulada em doze meses no primeiro trimestre de 2012, seguindo tendência iniciada no quarto trimestre de 2011. Tal movimento, em ambos os cenários, estende-se até o terceiro trimestre de 2012, quando a projeção se posiciona ao redor do valor central da meta, permanecendo nessa vizinhança até o final do ano. Também nos dois cenários, a projeção da inflação acumulada em doze meses se eleva nos três primeiros trimestres de 2013 e apresenta tendência de queda nos dois seguintes, ainda em patamar superior ao da trajetória de metas.

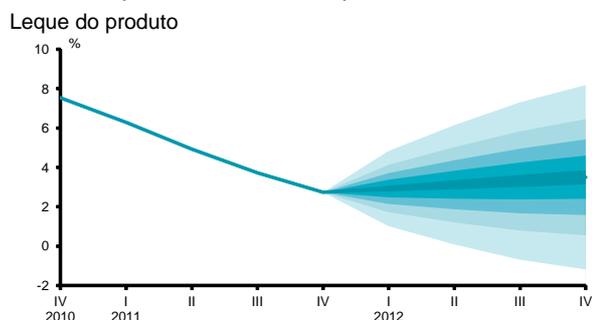
A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada

Gráfico 6.8 – Projeção de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 9,75% a.a. (cenário de referência)



em doze meses consta do Gráfico 6.8. Até fevereiro de 2012, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Quando comparadas às constantes no Relatório anterior, observa-se redução da previsão para a inflação acumulada em doze meses em 2012 e em 2013. De acordo com os modelos VAR, a previsão para a inflação recua ao longo de 2012 e encerra o ano em patamar próximo ao valor central da meta, onde permanece até o segundo trimestre de 2013. A partir do terceiro trimestre de 2013, as previsões dos modelos VAR passam a convergir para a média incondicional da inflação, movimento que se estende até o final do horizonte considerado.

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 2012 é de 3,5% – mesmo valor projetado no Relatório de Inflação de dezembro de 2011 –, compatível com o equilíbrio interno e externo e consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

Decomposição da Inflação de 2011

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este boxe apresenta estimativas, com base nos modelos de projeção utilizados pelo Banco Central, para a contribuição de diversos fatores para a inflação em 2011. 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;¹ (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contrato e monitorados, retirando-se os efeitos dos itens “(i)” e “(ii)”².

Para melhor explicitar a decomposição utilizada, este boxe examina, inicialmente, o comportamento da taxa de inflação em 2011.

Inflação e alguns de seus determinantes em 2011

A dinâmica da inflação em 2011 foi, em grande parte, afetada por eventos que se iniciaram em 2010 e se estenderam ao início de 2011, como a escalada dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. Os choques de oferta responderam por um terço da inflação observada em 2010. Sob uma perspectiva temporal, o choque de *commodities* esteve concentrado no segundo semestre de 2010 e

1/ Sobre a metodologia de estimação do componente “choque de oferta”, ver boxe “Decomposição da Inflação de 2010”, no Relatório de Inflação de março de 2011.

2/ 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, nº 22.

Gráfico 1 – Preço das commodities em R\$

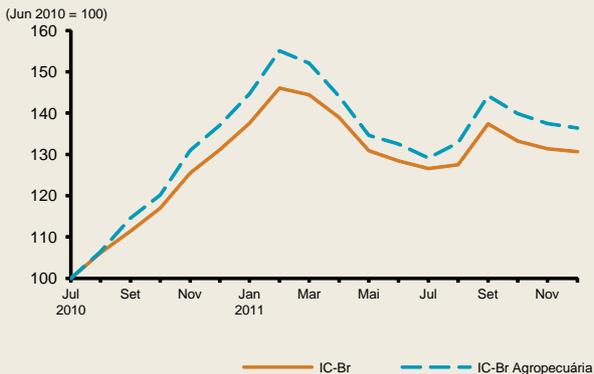
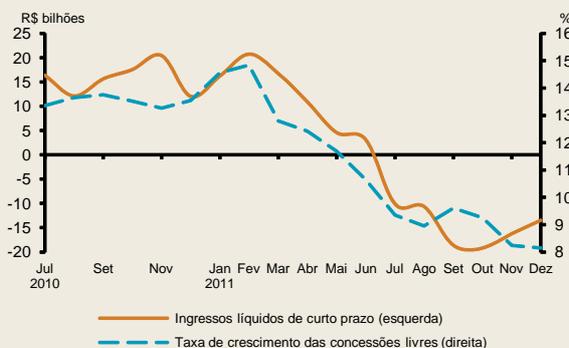


Gráfico 2 – Inflação do IPCA mensal e acumulada em 6 e 12 meses



Gráfico 3 – Ingressos de capital de curto prazo e concessões de crédito livre ^{1/}



1/ Ingressos: investimentos em carteira + outros investimentos (fluxos acumulados em 6 meses). Concessões: crescimento dos fluxos acumulados em 6 meses relativo ao mesmo período do ano anterior.

nos meses iniciais de 2011 (Gráfico 1). Entre julho de 2010 e fevereiro de 2011, por exemplo, o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, variou 46,1% e, no caso específico das *commodities* agropecuárias (IC-Br Agropecuária), 55,1%. As estimativas sugerem que dois terços dos efeitos primários do choque de *commodities* teriam se materializado em 2010 e o um terço restante teria repercutido sobre os preços ao consumidor em 2011. Nesse contexto, a maior parcela da inflação de 2011 ocorreu nos primeiros meses do ano.

Também foram relevantes para a dinâmica dos preços em 2011 os efeitos diretos da concentração atípica de reajustes de preços administrados por contrato e monitorados (“preços administrados”) ocorrida no primeiro trimestre de 2011, quando a inflação cheia atingiu 2,44%, representando 38% de toda a inflação de 2011. O Gráfico 2 mostra a inflação mensal e a inflação acumulada em seis e em doze meses, de julho de 2010 a dezembro de 2011. A evolução das taxas mensais e das taxas acumuladas em seis meses evidencia com maior clareza a forte pressão inflacionária ocorrida no último trimestre de 2010 e no primeiro trimestre de 2011.

A economia brasileira também recebeu, no início de 2011, vultoso fluxo de capitais estrangeiros. Parcela relevante desses recursos se destinava ao mercado de ativos, mas grande parte contribuiu para intensificar a expansão do crédito doméstico (Gráfico 3) e, assim, impulsionou a demanda agregada, gerando pressões inflacionárias.

O segundo e terceiro trimestres de 2011 também foram marcados por taxas trimestrais de inflação acima das verificadas em 2010, com declínio acentuado no quarto trimestre, em comparação ao mesmo período de 2010.

Conforme a Tabela 1, a variação dos preços administrados no primeiro trimestre de 2011 foi bastante superior à verificada em igual período de 2010. Embora declinante, a inflação de preços administrados no segundo trimestre de 2011 continuou elevada, praticamente o dobro da média desde 2005 para o período. As pressões de preços administrados cederam no segundo semestre do ano, quando as variações trimestrais convergiram para os

padrões históricos. Ainda assim, em 2011, a inflação de administrados foi a maior desde 2005 (6,2%).

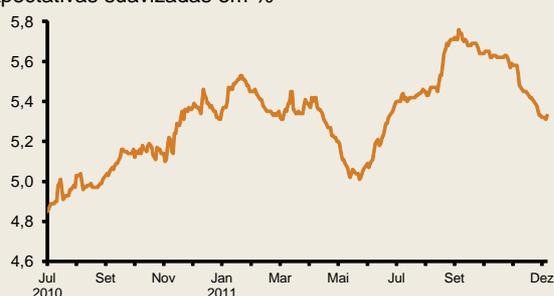
Tabela 1 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados

Discriminação	2010					2011				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
Total	2,06	1,00	0,50	2,23	5,91	2,44	1,40	1,06	1,46	6,50
Preços livres	2,47	1,17	0,50	2,79	7,09	2,42	1,27	1,11	1,68	6,63
Preços administrados	1,11	0,59	0,50	0,89	3,13	2,48	1,72	0,94	0,92	6,20

Por sua vez, a inflação de preços livres situou-se em patamares elevados ao longo do primeiro semestre, semelhantes aos verificados em 2010, refletindo os choques de oferta internos e externos mencionados anteriormente. No segundo semestre, a inflação de preços livres continuou acima da observada em 2010 e encerrou 2011 em 6,6%.

Gráfico 4 – Expectativas para o IPCA 12 meses à frente

Expectativas suavizadas em %



O Gráfico 4 mostra o comportamento, desde julho de 2010, das expectativas de mercado coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a inflação doze meses à frente. As expectativas iniciaram 2011 em patamar elevado, recuaram ao longo do primeiro semestre, mas esse movimento foi revertido próximo à metade do ano, sob influência de taxas de inflação mais elevadas do que as observadas no mesmo período de 2010. A partir de setembro de 2011, entretanto, as expectativas para a inflação doze meses à frente passaram a recuar novamente, refletindo as ações de política monetária implementadas no primeiro semestre de 2011, bem como os efeitos desinflacionários decorrentes da crise na Europa.

Gráfico 5 – Taxa nominal de câmbio

R\$/US\$

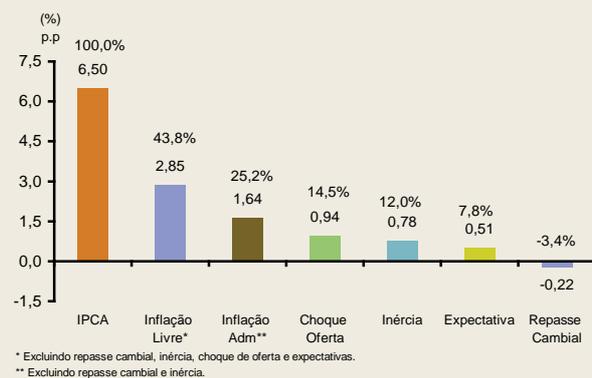


O Gráfico 5 apresenta a evolução da taxa de câmbio. Observa-se que a taxa de câmbio apresenta tendência de apreciação até julho de 2011, mas a partir de agosto desloca-se para patamares mais elevados devido à deterioração do cenário internacional. Entretanto, à semelhança do ocorrido no final de 2009 e início de 2010, isso não implicou taxas de inflação mais elevadas, em parte devido à desaceleração da atividade econômica.

Feita essa contextualização, a seguir, apresenta-se a estimativa da contribuição dos fatores para a inflação em 2011, seguindo a metodologia de decomposição adotada em publicações anteriores do Banco Central. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações, baseadas em modelos e estão, portanto, sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

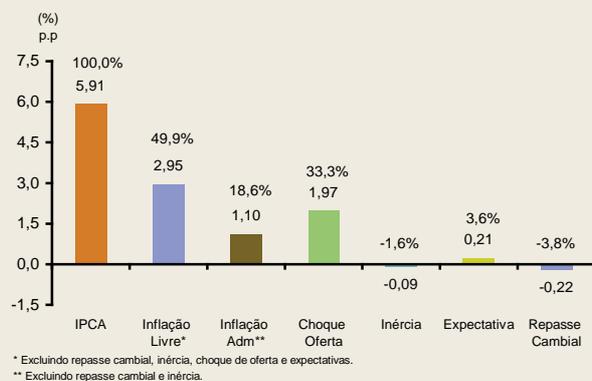
Decomposição da inflação de 2011

Gráfico 6 – Decomposição da taxa de inflação de 2011



Considerando os seis componentes em que se decompõe a variação do IPCA, o Gráfico 6 mostra que a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços livres (2,85 p.p.), seguida da contribuição dos preços administrados (1,64 p.p.) e do choque de oferta (0,94 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 43,8%, 25,2% e 14,5% da inflação total em 2011. Por sua vez, a inércia e as expectativas contribuíram com 0,78 p.p. e 0,51 p.p., ou seja, 12,0% e 7,8% da variação total do IPCA, respectivamente. Por fim, o câmbio apresentou contribuição negativa (-0,22 p.p.), exercendo, portanto, efeito desinflacionário sobre o IPCA ao longo de 2011.

Gráfico 7 – Decomposição da taxa de inflação de 2010



Comparando-se com a decomposição da inflação de 2010 (Gráfico 7), destacam-se duas diferenças. Por um lado, o choque de oferta afetou a inflação de 2010 com mais vigor do que em 2011 e, por outro lado, a inércia foi mais benigna em 2010 do que em 2011. A contribuição dos preços livres foi da mesma ordem de grandeza em 2010 e 2011 e, por fim, o repasse cambial teve efeito desinflacionário nos dois anos considerados.

Em comparação a anos anteriores, nota-se, na Tabela 2, que a contribuição dos preços livres para o total do IPCA, desde 2007, tem oscilado entre 2 p.p. e 4 p.p. Por sua vez, a contribuição dos preços administrados oscilou ao redor de 1 p.p. desde 2007, mas em 2011 atingiu o maior valor desde 2005, pelas razões discutidas anteriormente. Já o choque de oferta foi importante determinante da inflação em 2007, 2008, 2010 e 2011.

Tabela 2 – Decomposição da inflação de 2004 a 2011

Componente	em ponto percentual							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
IPCA (variação %)	7,60	5,69	3,14	4,46	5,90	4,31	5,91	6,50
Inflação livres*	0,83	4,29	1,58	2,91	2,25	3,72	2,95	2,85
Inflação administrados**	2,93	3,31	1,60	0,96	1,05	1,18	1,10	1,64
Choque de oferta	3,52	-0,88	0,18	2,12	1,52	-0,25	1,97	0,94
Inércia	0,28	0,77	0,47	0,01	0,23	0,00	-0,09	0,78
Expectativa	0,37	0,27	-0,13	-0,43	0,22	-0,10	0,21	0,51
Repasso cambial	-0,34	-2,06	-0,55	-1,12	0,63	-0,24	-0,22	-0,22

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

** Excluindo inércia e repasse cambial.

O componente inercial, que vinha apresentando contribuições próximas de zero, tornou-se significativo em 2011, em função da forte aceleração de preços no final de 2010, que acabou contaminando a inflação de 2011, conforme já mencionado. A contribuição da expectativa também mostra padrão similar ao da inércia. Por fim, a trajetória do câmbio vem contribuindo para manter a disciplina sobre os preços domésticos. Nota-se que a contribuição do repasse cambial tem sido negativa em todos os anos mostrados na tabela, com exceção de 2008, quando o câmbio sofreu forte depreciação, refletindo as incertezas oriundas da crise financeira internacional de 2008/2009.

Em suma, choques de oferta ou de natureza temporária contribuíram para que a inflação se elevasse em 2011. À medida que não se vislumbram, no horizonte relevante, choques inflacionários de grande intensidade, a exemplo dos observados no final de 2010 e em 2011, o cenário central contempla a inflação convergindo para a meta em 2012.

Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central

A política monetária afeta a inflação e a atividade por intermédio de diferentes canais ou mecanismos de transmissão, por exemplo, o da demanda (ou da taxa de juros), o do câmbio, o das expectativas e o do crédito. Em outra perspectiva, cabe notar que existem defasagens na transmissão da política monetária, também um aspecto importante para a sua condução.

O objetivo deste box é apresentar estimativas sobre defasagens na transmissão da política monetária na economia doméstica, complementando e atualizando estimativas anteriores,¹ bem como estimativas sobre a reação de algumas variáveis às ações de política monetária. A análise se concentra em estimativas obtidas a partir de modelos semiestruturais de pequeno porte e do modelo Samba (*Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*).

Modelos de Pequeno Porte

Nos modelos de pequeno porte, a transmissão da política monetária para os preços, por meio do canal da demanda, ocorre em diversas etapas. Um aumento da taxa básica de juros de curto prazo (Selic), por exemplo, eleva as taxas de maior prazo. A consequente elevação das taxas de maior prazo – as que, de fato, são relevantes para as decisões de consumo e de investimento – faz com que famílias e firmas enfrentem, respectivamente, custo maior para financiar consumo e investimento e, portanto, contribui para conter a expansão da demanda

1/ A esse respeito, ver os boxes “A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços”, no Relatório de Inflação de junho de 2009, e “Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão”, no Relatório de Inflação de setembro de 2007.

agregada. Isso leva a uma moderação da atividade e do mercado de fatores, ou seja, a uma abertura do hiato do produto, o que contém aumentos de preços.

Do ponto de vista formal, a estrutura básica dos modelos de pequeno porte contempla três equações². Nesse contexto, a primeira etapa do processo de transmissão da política monetária para preços é evidenciada pela equação que relaciona a taxa *swap* pré-DI de 360 dias à taxa Selic. A segunda, pela curva IS, que relaciona o hiato do produto à taxa *swap* pré-DI de 360 dias. Por fim, a última etapa é descrita pela curva de Phillips, que relaciona atividade econômica e inflação.

O Gráfico 1 mostra a evolução, em anos recentes, da estrutura de defasagens implicada pelos modelos de pequeno porte. Essas defasagens devem ser entendidas como estimativas para o tempo decorrido entre a decisão de política monetária e a ocorrência de efeitos iniciais sobre a inflação, no caso em pauta, por meio do canal da demanda. Cabe notar que as defasagens podem variar ao longo do tempo, em parte, reflexo das diferentes amostras utilizadas nas reestimativas anuais de cada modelo e de fatores como o alargamento temporal dos contratos. Em geral, as defasagens se elevaram ao longo do tempo e atualmente se situam entre três e cinco trimestres. Cabe destacar, ainda, que o efeito máximo de uma variação na taxa de juros sobre a inflação ocorre em cerca de dois anos, prazo semelhante ao observado em economias maduras³.

A título de ilustração, em um exercício com os modelos de pequeno porte, admite-se aumento de 100 pontos-base (p.b.) na taxa básica, por quatro trimestres (Gráfico 2), movimento que, a partir do quinto trimestre, passa a ser revertido, com a taxa Selic convergindo para o valor original, para efeito de comparação, segundo a trajetória usada no exercício com o modelo Samba (*vide* próxima seção). O Gráfico 3 apresenta a resposta da inflação a cada momento do tempo – variação acumulada em quatro trimestres do Índice Nacional de Preços

Gráfico 1 – Defasagem do Canal da Demanda nos Modelos de Pequeno Porte

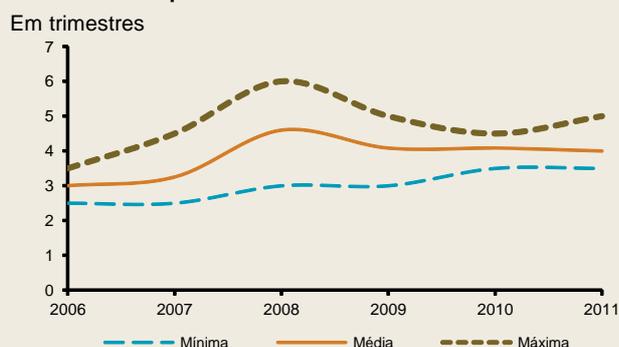
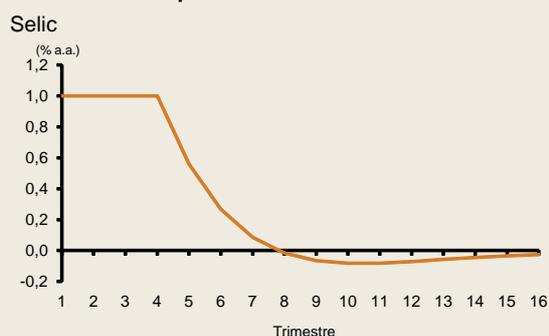
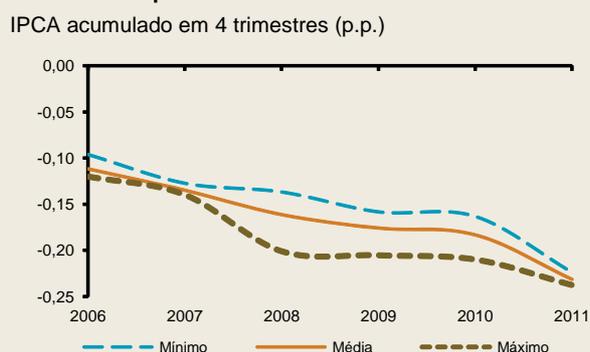


Gráfico 2 – Choque de Política Monetária^{1/}



1/ Aumento da taxa Selic em 100 pontos-base por 4 trimestres.

Gráfico 3 – Efeito no IPCA de um Aumento de 100 p.b. na Taxa Selic por 4 Trimestres^{1/}



1/ Efeito no 5º trimestre, baseado nos modelos de pequeno porte, 2006 a 2011.

2/ Descritas no box “Modelos de Projeção – Atualizações e Aperfeiçoamentos”, no *Relatório de Inflação* de junho de 2011 e no capítulo “Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil” do livro *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil: 1999-2009, 2011*, p. 351-400.

3/ A esse respeito, ver os boxes referenciados na nota de rodapé nº 1.

ao Consumidor Amplo (IPCA) – no quinto trimestre após o início do aperto monetário. O exercício sugere que a potência da política monetária no Brasil tem aumentado nos últimos anos.⁴ Essa maior potência da política monetária provavelmente reflete, entre outros fatores, o amadurecimento das instituições, a consolidação do arcabouço macroeconômico, o aprofundamento do mercado de crédito e o alongamento dos contratos.

Gráfico 4 – Resposta da Atividade Econômica à Política Monetária^{1/}

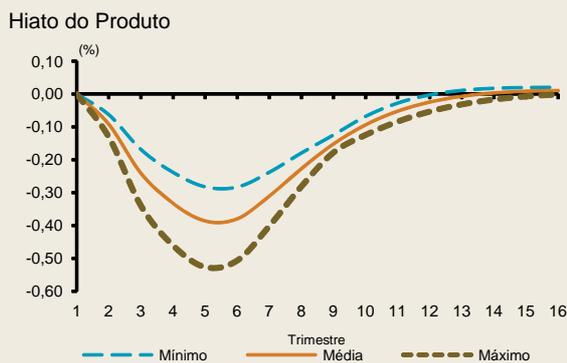
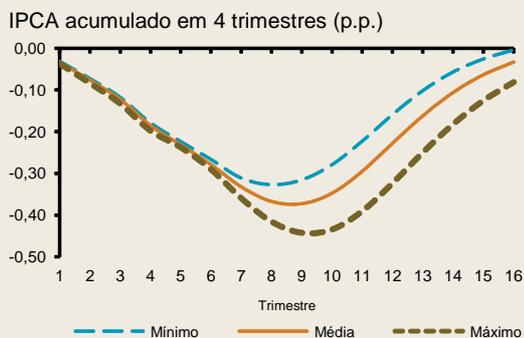


Gráfico 5 – Resposta da Inflação à Política Monetária, 2011^{1/}



Os gráficos 4 e 5 mostram quais seriam, com base nos modelos de pequeno porte estimados em 2011, as respostas do hiato do produto e da inflação ao choque de política monetária considerado no Gráfico 2. A resposta do hiato apresenta o formato *hump-shaped* usual e ponto de máximo no quinto trimestre. Considerando a média dos modelos de pequeno porte, o efeito máximo sobre a inflação ocorre posteriormente, por volta do nono trimestre, embora em algumas especificações essa defasagem seja mais curta. Por outro lado, o impacto inicial já se mostra relevante no primeiro ano, tendo em vista que as expectativas de inflação que entram na curva de Phillips também se ajustam à nova trajetória da taxa de juros, potencializando os efeitos do canal da demanda.

Modelo Samba

O Samba é um modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (DSGE), desenvolvido em linha com modelos similares de outros bancos centrais e organismos internacionais,⁵ mas que agrega particularidades da economia brasileira.⁶ Do ponto de vista dos mecanismos de transmissão da política monetária, dois aspectos importantes da economia brasileira foram incorporados no modelo: i) a separação dos preços ao consumidor entre preços livres e preços administrados, sendo os últimos determinados somente por fatores passados; e ii) a separação das famílias em ricardianas e não ricardianas, ou seja, aquelas que têm acesso a formas de transferência intertemporal de riqueza e as que consomem toda a sua renda disponível, respectivamente.

4/ Conforme explicitado no boxe “Poder da Política Monetária no Brasil”, publicado no *Relatório de Inflação* de junho de 2010.

5/ Por exemplo, os bancos centrais da Suécia (RAMSES), do Canadá (ToTEM), da Noruega (NEMO), da Área do Euro (NAWM), do Chile (MAS), do Peru (MEGA-D) e da Colômbia (PATACON) e o Fundo Monetário Internacional (GIMF).

6/ Para maiores detalhes, *vide* Castro *et al.* (2011).

No Modelo Samba, uma variação na taxa básica de juros afeta a inflação e o produto basicamente por intermédio dos três canais seguintes:

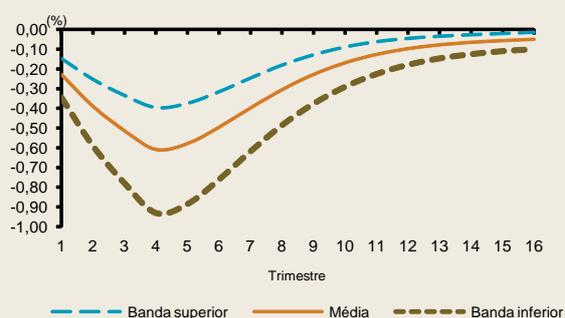
a) **Canal da taxa de juros ou da demanda doméstica** – Um aumento na taxa de juros reduz o consumo e o investimento. Do ponto de vista dos agentes, o consumo corrente torna-se menos atrativo que o consumo futuro. De forma semelhante, acumular capital torna-se pouco atrativo, reduzindo o nível de investimento. A redução nesses dois componentes da demanda agregada leva a uma menor produção e a uma menor demanda por fatores. Nesse contexto, diminui o custo marginal das firmas, que é repassado aos preços, ou seja, a inflação recua.

b) **Canal da taxa de câmbio** – A taxa de câmbio no Samba segue a paridade descoberta da taxa de juros (UIP), de modo que, uma elevação da taxa de juros determina apreciação da moeda nacional, que se transmite aos preços, ou seja, reduz a inflação. A apreciação cambial também desestimula as exportações e estimula as importações, reduzindo o produto agregado.

c) **Canal das expectativas** – No Samba, a inflação corrente dos preços livres depende das expectativas dos agentes, que são consistentes com o modelo (*model consistent*), sobre a evolução futura de seus custos marginais. Redução nos custos esperados reduz as expectativas e, por conseguinte, a inflação.

Gráfico 6 – Resposta da Atividade Econômica à Política Monetária^{1/}

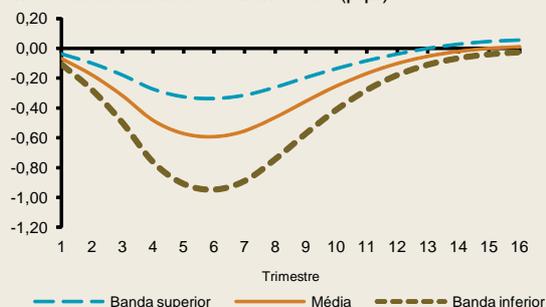
Hiato do Produto



1/ Baseado no modelo Samba.

Gráfico 7 – Resposta da Inflação à Política Monetária, 2011^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Baseado no modelo Samba.

Repetindo com o Samba os exercícios feitos com os modelos de pequeno porte especificado na seção anterior, admite-se um aumento da taxa básica de 100 p.b. por quatro trimestres e, após esse período, a taxa básica se reduz, seguindo a regra de Taylor estimada pelo próprio modelo. Os gráficos 6 e 7 apresentam a trajetória do hiato do produto e da inflação acumulada em quatro trimestres. Eles incorporam a incerteza com relação aos parâmetros do modelo. Os valores médios das trajetórias e o intervalo de confiança de 90% foram obtidos a partir de um exercício de Monte Carlo usando a distribuição *a posteriori* dos diferentes parâmetros.

O hiato do produto reage contemporaneamente ao choque e o ponto de máximo do impacto se verifica por volta do quarto trimestre. A partir de então, tem início a reversão do processo, com o hiato retornando a valores próximos aos iniciais ao longo do terceiro ano. O efeito sobre a inflação é imediato, e máximo, considerando o acumulado em quatro trimestres, no sexto trimestre.

A comparação entre os exercícios feitos com o Samba e os realizados com os modelos de pequeno porte aponta semelhança na evolução do hiato do produto. Em relação à inflação, o Samba tende a apresentar um efeito mais rápido do que o estimado com os modelos de pequeno porte. Isso ocorre, entre outros, pelo fato de o custo marginal das firmas (que se move com o hiato do produto) afetar a inflação contemporaneamente na curva de Phillips do Samba – diferentemente do que ocorre entre hiato do produto e inflação na curva de Phillips dos modelos de pequeno porte – e de o hiato do produto reagir mais rapidamente à taxa de juros no Samba do que nos modelos de pequeno porte. Também contribui para isso o efeito das expectativas sobre a inflação corrente.

Conclusão

Existem defasagens importantes no mecanismo de transmissão da política monetária para a atividade e preços, e isso requer que sua implementação seja executada com foco no futuro. À vista da importância do tema, este box apresenta estimativas sobre defasagens na transmissão da política monetária na economia doméstica, complementando e atualizando estimativas anteriores.

Importa destacar, por fim, que dadas as incertezas que cercam as estimativas sobre o tamanho das defasagens, bem como sobre a intensidade com que a atividade e os preços respondem às variações na taxa de juros, é importante que se trabalhe com um conjunto de modelos, como tem sido feito pelo Banco Central.

Referências

CASTRO, M.R. de; GOUVEA, S.N.; MINELLA, A.; SANTOS, R.C.; SOUZA-SOBRINHO, N., *SAMBA: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*, Banco Central do Brasil, Working Paper Series nº 239, abr. 2011.

MINELLA, A; SOUZA-SOBRINHO, N., *Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model*, Banco Central do Brasil, Working Paper Series, nº 181, abr. 2009.

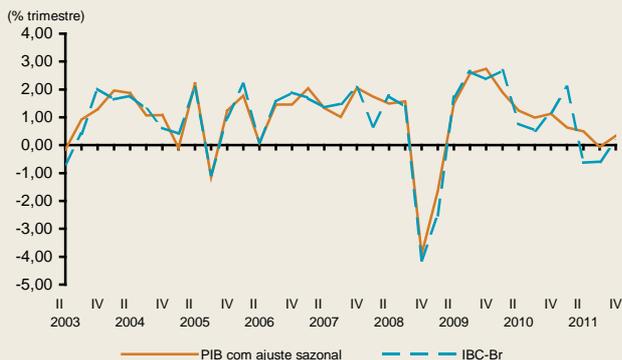
Indicadores Financeiros Antecedentes da Atividade Doméstica

A crise financeira internacional de 2008/2009 mostrou, mais uma vez, a relevância dos mercados financeiros para a dinâmica dos ciclos econômicos. Dessa forma, como ressaltado no box “Indicadores Financeiros Antecedentes do PIB Brasileiro”, divulgado no Relatório de Inflação de setembro de 2009, os indicadores financeiros, de modo geral, estão associados às expectativas dos agentes sobre a ocorrência de eventos futuros – como em Estrella e Mishkin (1997) e Stock e Watson (2001) – e, portanto, são candidatos naturais a indicadores antecedentes da atividade econômica. Adicionalmente, indicadores financeiros apresentam algumas das propriedades necessárias aos indicadores antecedentes, como aderência ao ciclo de negócios, significância econômica, precisão estatística, tempestividade e, característica incomum, pouca necessidade de revisões das séries. Dessa forma, o desenvolvimento, assim como o posterior acompanhamento, de indicadores financeiros consiste em tarefa relevante para a formulação e para a condução da política monetária, uma vez que fornecem evidência adicional sobre o estado da economia e, mais importante, sinais sobre sua trajetória futura.

Ao revisitar o tema, o objetivo deste box é reavaliar o grupo de indicadores financeiros selecionado em setembro de 2009. O período estudado, de janeiro de 2003 a dezembro de 2011, é particularmente interessante por englobar a recente crise financeira de 2008/2009.

Em 2009, foi necessário construir o Índice Coincidente Composto (ICC) da atividade econômica, uma vez que a série mensal de produção industrial não forneceria informações suficientes sobre o Produto Interno Bruto (PIB), haja vista que parte importante

Gráfico 1 – IBC-Br e PIB com ajuste sazonal



da oferta agregada nas economias modernas se concentra em atividades como serviços¹. Entretanto, desde 2010, retroagindo a janeiro de 2003, o Banco Central divulga o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), que incorpora a trajetória de variáveis consideradas como *proxies* para o desempenho dos três principais setores da economia (agropecuária, indústria e serviços)². Assim, este trabalho utilizará o IBC-Br, cuja variação trimestral³, ajustada sazonalmente⁴, consta do Gráfico 1, assim como a do PIB.

A substituição do ICC pelo IBC-Br como indicador de atividade envolve ganhos: a correlação trimestral entre a variação do IBC-Br e do PIB, ambos com ajuste sazonal, atinge 0,93; e a semestral, 0,97; e, conforme registrado no box de setembro de 2009, essas correlações eram 0,41 e 0,80, respectivamente.

No que se refere às séries financeiras, foram consideradas 39 séries com periodicidade mensal, apresentadas na Tabela 1⁵. A escolha, semelhante à do box de setembro de 2009, foi baseada na literatura⁶. Inicialmente, calculam-se as correlações contemporâneas e defasadas entre as 39 séries e a variação mensal do IBC-Br ajustado sazonalmente. Em seguida, essas séries são submetidas a testes de causalidade de Granger para chegar à seleção final: Ibovespa (retorno nominal, fim de período), IBRX-100 (retorno nominal, fim de período)⁷, retorno nominal de ações representativas do setor industrial⁸ e do setor de petróleo⁹, todas em primeira defasagem trimestral.

1/ No box de setembro de 2009, por ainda não existir uma série pública mensal do Banco Central do Brasil que servisse como *proxy* para a atividade econômica mensal, construiu-se o ICC, baseado na metodologia de Stock e Watson (1989) e composto pelas séries: produção física industrial geral, material de embalagem de papel, embalagens de material plástico, expedição de papel ondulado e vendas reais da indústria.

2/ Para maiores detalhes sobre o IBC-Br, vide box “Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)”, no Relatório de Inflação de março de 2010.

3/ A variação trimestral do IBC-Br é obtida comparando-se a média de um trimestre em relação à média do trimestre imediatamente anterior.

4/ Para ajustar sazonalmente a série do IBC-Br, utilizou-se o método X12.

5/ Consideramos as séries de retorno em nível e as séries de índice em primeiras diferenças.

6/ As referências clássicas são Estrella e Mishkin (1997) e Stock e Watson (2001).

7/ O IBRX – Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por cem ações selecionadas entre as mais negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), em termos de número de negócios e de volume financeiro.

8/ Retorno nominal ponderado das seguintes ações: Embratel (EMBR3), Gerdau (GGBR4), Klabin (KLBN4), Randon (RAPT4), CSN (CSNA3), Suzano (SUZB5), Usiminas (USIM5), Vale (VALE5), Vale Fertilizantes (FFTL4).

9/ Retorno nominal ponderado das seguintes ações: Braskem (BRKM5) e Petrobras (PETR4).

Tabela 1 – Indicadores financeiros avaliados

Denominação da variável e fonte	Número de Séries
Índice Bovespa ^{1/}	4
Índice IBRX-100 ^{1/}	4
Debêntures - <i>Spread</i> Médio ^{2/}	1
Meios de pagamento - M1*	1
Meios de pagamento - M2*	1
Meios de pagamento amplos - M3*	1
Meios de pagamento amplos - M4*	1
Taxa de juros Selic ^{3/}	2
<i>Spread</i> médio das operações de crédito com recursos livres	1
<i>Spread</i> dos títulos pré-fixados longo x títulos pré-fixados curtos	1
<i>Spread</i> dos títulos pré-fixados longo x <i>Swap</i> DI	1
Taxa referencial de <i>swaps</i> DI pré-fixada ^{4/}	12
Estrutura a termo da taxa de juros ^{5/}	1
Estrutura a termo da taxa de juros real ^{6/}	1
Retornos setoriais (reais e nominais) de ações ^{7/}	7
Total	39

Fontes: Andima, Banco Central do Brasil, BM&F e Bovespa.

* Série com ajuste sazonal

1/ Retornos nominal e real. Retornos médio e em fim de período.

2/ Diferença entre *Spread* médio de debêntures e *Swap* DI, ambos de vencimento em torno de um ano.

3/ Taxa acumulada no mês e taxa acumulada no mês anualizada.

4/ Prazos de 30, 60, 90, 120, 180 e 360 dias - média e fim de período.

5/ Diferença entre taxa *swap* 180 dias (média de período) e taxa de juros Selic acumulada no mês

6/ Estrutura a termo da taxa de juros deflacionada pelo IPCA acumulado em 12 meses.

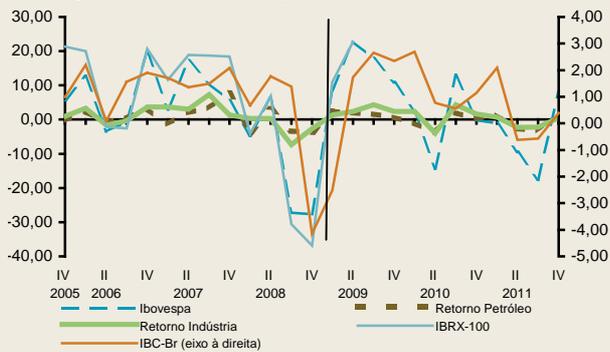
7/ Retornos Nominais. Setores: Consumo Básico, Consumo Cíclico, Financeiro, Industrial, Infraestrutura, Petróleo, Telecomunicações.

As correlações dessas quatro séries financeiras trimestrais com a variação do PIB trimestral com ajuste sazonal alcançam 0,63, 0,66, 0,58 e 0,44, respectivamente. Para fins de comparação, as séries escolhidas em 2009 foram: IBRX-100 (1ª defasagem trimestral), *spread* de debêntures (3ª defasagem trimestral), retorno real de ações do setor de veículos (1ª defasagem trimestral) e estrutura a termo da taxa de juros (1ª defasagem trimestral). As correlações com a variação do PIB trimestral alcançaram 0,75, 0,58, -0,18 e -0,21, respectivamente.

Comparando-se os indicadores antecedentes escolhidos neste box com os apresentados no box de 2009, apenas o IBRX-100 aparece nos dois conjuntos. Entre justificativas plausíveis para a escolha de indicadores antecedentes diferentes podem-se citar: (i) as diferentes metodologias aplicadas na construção dos indicadores de atividade utilizados em cada caso (ICC *versus* IBC-BR) e (ii) os diferentes períodos amostrais, sendo que o período mais recente captura os desdobramentos

da crise internacional iniciada em 2008/2009¹⁰. De fato, se replicássemos o procedimento utilizando-se o IBC-Br e uma amostra com início em janeiro de 2003 e término igual ao da considerada em 2009, a seleção final não sofreria alteração, ou seja, seriam as mesmas consideradas neste boxe.

Gráfico 2 – Indicadores financeiros e IBC-Br com ajuste sazonal (em %)



O Gráfico 2 mostra as quatro séries financeiras trimestrais escolhidas como candidatas a antecedentes (obtidas a partir das séries mensais transformadas), bem como a variação trimestral do IBC-Br. Como se pode observar, os indicadores escolhidos, de maneira geral, antecipam o comportamento do IBC-Br em quase todo o período amostral. Em particular, na crise financeira de 2008/2009, anteciparam a queda relevante do índice.

Em conclusão, este boxe apresenta evidências adicionais de que os indicadores financeiros constituem fonte importante de informação sobre o comportamento da economia. Além disso, as mudanças apresentadas neste boxe, em relação ao conteúdo do boxe publicado em setembro de 2009, refletem a continuidade dos esforços no sentido de se construir indicadores que – à semelhança do IBC-Br – indiquem tempestiva e acuradamente a posição cíclica da economia. Isso porque, uma vez atendidas essas propriedades, tais indicadores constituem importante instrumento de análise no processo de formulação e implementação da política monetária.

Referências

BRASIL. Banco Central do Brasil. Indicadores Financeiros Antecedentes do PIB Brasileiro. Relatório de Inflação, set. 2009.

_____. Banco Central do Brasil. Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br). Relatório de Inflação, mar. 2010.

10/ Em 2009, o período amostral inicia-se em janeiro de 1991 para grande parte das séries. As exceções são: séries de *Swap* DI-Pré e séries construídas a partir delas estão disponíveis a partir de setembro de 1999. Os retornos setoriais, a partir de janeiro de 2001. A construção do *spread* de debêntures iniciou em julho de 2005.

ESTRELA, A.; MISHKIN, F. *The Predictive Power of the Term Structure of Interest Rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank*. *European Economic Review*, 41, 1375-1401, 1997.

STOCK, J.; WATSON, M. *Forecasting Output and Inflation: the Role of Asset Prices*. Working Paper, NBER n. 8180, 2001.

STOCK, J.; WATSON, M. *New Indices of Coincident and Leading Indicators*. In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *NBER Macroeconomic Annual 4*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1989, p. 351-394.

Anexo

Notas da 164ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/1/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/1) e do 20º andar (18/1) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (17/1) e 16h47 (18/1)

Horário de término: 19h25 (17/1) e 20h16 (18/1)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de departamento (presentes no dia 17)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

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

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 17)

André Minella – Consultor do Departamento de

Estudos e Pesquisas

Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de Gabinete da Diretoria

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Wagner Thomaz de Aquino Guerra Júnior – Chefe de Gabinete da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,50% em dezembro (0,52% em novembro), o que resultou no terceiro recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses. A inflação acumulada em 2011 ficou em 6,50% (5,91% em 2010). Dessa forma, pelo oitavo ano consecutivo, a inflação situou-se dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A variação dos preços livres em 2011 ficou em 6,63% (7,09% em 2010), enquanto a variação dos preços administrados alcançou 6,20% (3,13% em 2010). Em relação aos preços livres, cabe destacar que os preços dos bens comercializáveis apresentaram variação de 4,41%, enquanto os preços dos não comercializáveis variaram 8,59%, ante 6,87% e 7,28% em 2010, respectivamente. Especificamente

sobre serviços, a inflação nesse segmento recuou em dezembro, para 0,51%, após alta de 0,59% em novembro, mas encerrou 2011 em patamar elevado, 9,01% (7,62% em 2010). Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere tendência declinante da inflação acumulada em doze meses, mas alguma persistência da alta de preços observada em 2011, que, em parte, reflete o fato de a inflação de serviços seguir em níveis elevados.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena, com ligeiro recuo na média das variações mensais, bem como na média da variação acumulada em doze meses até dezembro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,59% em outubro para 0,55% em novembro e para 0,58% em dezembro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,44% para 0,42% e para 0,39% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,50% em outubro, avançou para 0,53% em novembro e para 0,54% em dezembro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, recuou de 0,47% registrado em outubro e em novembro para 0,41% em dezembro; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,43% em outubro para 0,45% em novembro e para 0,49% em dezembro. Dessa forma, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,49% em outubro para 0,48% em novembro e em dezembro. No acumulado em doze meses até dezembro, a variação média das cinco medidas de núcleo alcançou 6,59%, ante 6,72% em novembro e 6,82% em outubro.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou deflação de 0,16% em dezembro, após avançar 0,43% em novembro e 0,40% em outubro. A queda do índice em dezembro foi impulsionada por redução expressiva nos preços ao produtor durante o mês. Dessa forma, o IGP-DI acumulou inflação de 5,00% em 2011, após alta de 11,30% em 2010. O principal componente do indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 4,12% em 2011, refletindo alta de 4,46% no IPA industrial e de 3,15% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se no ano variação de 5,49% nos preços

de matérias-primas brutas, de 3,27% nos preços de bens intermediários e de 3,88% nos preços de bens finais. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente do IGP-DI, ficou em 6,36% em 2011, ligeiramente acima dos 6,24% registrados em 2010. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, variou 7,49%. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), não apresentou variação em novembro, após indicar alta de 0,76% em outubro. Em doze meses, a variação desse índice deslocou-se de 4,68% em outubro para 3,20% em novembro. De forma geral, a evolução recente dos índices sinaliza redução das pressões advindas do atacado sobre os preços ao consumidor.

4. A economia brasileira cresceu 2,1% no terceiro trimestre de 2011, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após crescer 4,2% no primeiro trimestre e 3,3% no segundo trimestre, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o Produto Interno Bruto (PIB) ficou inalterado no terceiro trimestre, após expansão de 0,8% no primeiro e de 0,7% no segundo trimestre. Assim, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou de 4,9% para 3,7%, o que confirma que a economia brasileira se encontra em ciclo de crescimento em ritmo mais condizente com taxas avaliadas como sustentáveis a longo prazo. A moderação no ritmo de crescimento foi perceptível em todos os componentes da demanda interna, e resultou, em parte, de ações de política implementadas desde o final de 2010, potencializadas pela deterioração do cenário econômico global a partir do terceiro trimestre do ano passado.

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 produtos e constitui, portanto, importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br registrou crescimento de 1,1% em novembro, após contração de 0,5% em outubro e de 0,1% em setembro. Dessa forma, a taxa de variação trimestral entre setembro e novembro

ficou em -0,3%. Por outro lado, em relação ao trimestre encerrado em novembro de 2010, houve crescimento de 0,9%. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses, que vem desacelerando desde novembro de 2010, recuou de 3,5% em outubro para 3,0% em novembro. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS), da Fundação Getulio Vargas (FGV), continuou sinalizando uma desaceleração moderada no setor. Em dezembro, o índice recuou 0,7%, após queda de 0,6% em novembro. Dessa forma, o nível do indicador no final de 2011 ficou 3,2% abaixo do valor observado no final de 2010.

6. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos com base em consulta trimestral realizada pelo Banco Central com instituições financeiras representativas de cada segmento do mercado de crédito, apontam, em geral, para condições mais restritivas para o trimestre de janeiro a março de 2012. Em relação ao crédito às grandes empresas, a análise sugere cenário mais restritivo. Para micro, pequenas e médias empresas, os indicadores revelam um cenário similar ao observado no trimestre anterior, com oferta moderadamente mais restritiva e demanda moderadamente mais forte, mas em níveis inferiores aos do quarto trimestre de 2011. Para o crédito voltado ao consumo, a expectativa para este trimestre basicamente aponta estabilidade no percentual de aprovação de créditos em relação ao verificado no trimestre anterior. Para o crédito habitacional, apesar da oferta mais seletiva por parte das instituições financeiras, a expectativa de elevação da demanda induz um cenário com aprovação de novas linhas, neste trimestre, moderadamente superior ao observado no trimestre anterior.

7. A atividade fabril avançou 0,3% em novembro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após queda de 0,7% em outubro e de 1,9% em setembro. Verificou-se aumento da produção em 18 dos 27 ramos de atividade em novembro, sendo que a maior expansão ocorreu no setor de máquinas e equipamentos (4,0%). De acordo com a média móvel trimestral, houve queda de 0,8% na produção industrial no período de setembro a novembro, após queda de 0,9% no período de agosto a outubro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 2,5% em novembro, enquanto, no acumulado em doze

meses, houve expansão de 0,6%. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até novembro foi de 22,0%. De acordo com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento da indústria de transformação registrou crescimento real de 4,6% em novembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto o número de horas trabalhadas apresentou recuo de 2,5%.

8. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve expansão de 1,6% na produção de bens de capital em novembro, de 0,4% na produção de bens intermediários e de 2,2% na de bens de consumo não duráveis e semiduráveis. Enquanto isso, a produção de bens de consumo duráveis recuou 0,9%. No acumulado em doze meses até novembro, a produção de bens intermediários registrou expansão de 0,5%; a de bens de consumo duráveis, retração de 1,2%; e a de bens não duráveis e semiduráveis, queda de 0,1%. Na mesma base de comparação, o crescimento da atividade da indústria de bens de capital foi o maior entre as categorias de uso, com expansão de 3,8%, refletindo o dinamismo dos investimentos.

9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, atingiu 5,2% em novembro (ante 5,7% registrados em novembro de 2010), depois de alcançar 5,8% em outubro. Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada recuou significativamente e atingiu o mínimo histórico da série iniciada em março de 2002. Já a taxa de desocupação dessazonalizada pelo Banco Central recuou de 6,0% em outubro para 5,6% em novembro. Ao mesmo tempo, o nível de ocupação seguiu tendência de crescimento observada ao longo dos últimos anos e atingiu novo máximo em novembro (54,3%). Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), no entanto, indicam desaceleração na criação de novos postos de trabalho. Em novembro, houve criação de 42,7 mil postos de trabalho formais (ante 138,2 mil postos gerados em novembro de 2010), com expansão do número de empregos formais em quatro dos oito setores de atividade econômica. Os setores que mais contribuíram para o aumento

do número de empregos formais no mês foram comércio e serviços. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual ficou estável em novembro, acumulando variação de 0,7% em doze meses. Como consequência, a massa salarial real – considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas – cresceu 2,6% em relação a novembro de 2010. Em suma, o conjunto de evidências indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há sinais de moderação na margem.

10. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 3,2% em novembro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após registrar alta de 1,6% em outubro e de 4,7% em setembro, na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, o volume de vendas do comércio ampliado avançou 1,5% em novembro, após retração de 0,3% em outubro e crescimento de 0,7% em setembro. Assim, a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 7,7% em novembro (ante 8,8% em outubro e 9,6% em setembro). Nessa base de comparação, todos os dez segmentos pesquisados mostram expansão no volume de vendas, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (18,6%) e móveis e eletrodomésticos (16,9%). Desde outubro, a FGV, em parceria com o Banco Central, também vem divulgando o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). Esse indicador fornece informação adicional importante, na medida em que retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. O índice continuou sinalizando desaceleração na atividade do setor em dezembro, a exemplo do que ocorreu nos dois meses anteriores. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pelo nível de confiança dos consumidores e pela expansão moderada do crédito.

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 84,5% em novembro para 84,1% em dezembro e, assim, ficou 1,6 ponto percentual (p.p.) e 1,2 p.p. abaixo

do observado em novembro e dezembro de 2010, respectivamente. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o Nuci ficou em 83,4% em dezembro – 3,3 p.p. abaixo do máximo da série registrado em junho de 2008. A utilização da capacidade apresentase maior no setor de materiais de construção (88,6%) e no de bens intermediários (83,8%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 83,3% e, no setor de bens de consumo, em 82,9%. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci ficou em 81,4% em novembro, próximo ao percentual de outubro (81,5%). As taxas de utilização da capacidade instalada têm recuado, refletindo, em parte, a redução no ritmo de crescimento da produção e a maturação de investimentos. De fato, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 6,4% no acumulado em doze meses até novembro (7,5% até outubro), e a produção de insumos para a construção civil cresceu 4,4% (4,7% até outubro).

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses diminuiu de US\$31,3 bilhões em novembro para US\$29,8 bilhões em dezembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$256,0 bilhões e importações de US\$226,2 bilhões, ou variações de 26,8% e de 24,5%, respectivamente, no acumulado em doze meses até dezembro. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$47,3 bilhões em outubro para US\$49,3 bilhões em novembro, equivalente a 2,0% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$75,4 bilhões em doze meses até novembro, equivalente a 3,1% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

13. A economia mundial continua a enfrentar período de incerteza acima da usual, com deterioração nas perspectivas para a atividade e possibilidade de que ocorram eventos extremos. Desde a última reunião, sinais pontuais de melhora nos Estados Unidos (EUA), avanços na governança fiscal europeia e provimento de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE) foram, em parte, contrabalançados por sinais mais fortes de deterioração em algumas economias maduras. Os riscos para a estabilidade financeira global continuam elevados, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, e persistem elevados níveis de aversão ao risco, apesar

de uma ligeira diminuição na margem. Em outra perspectiva, taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas às necessidades de ajustes fiscais bem como ao limitado espaço para ações de política monetária e à incerteza política, têm contribuído para redução nas projeções de crescimento das economias maduras, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando ciclo econômico mais amplo e volátil. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a novembro, reforçou os sinais de inflexão da atividade nas principais economias, com perspectivas menos favoráveis neste e nos próximos semestres. Em casos específicos, aumentou a probabilidade de haver recessão, notadamente, na Zona do Euro. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) de dezembro, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, em geral, são consistentes com esse cenário, apesar de melhora na margem em dezembro. Também tem havido continuada redução nas projeções de crescimento para importantes economias emergentes. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatórias e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política monetária. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados nos EUA e na Zona do Euro. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista.

14. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil, mas manteve-se acima do patamar de US\$100. Esse nível de preços é consistente com um quadro de moderação na demanda global, aliado à maior instabilidade política em alguns países produtores e às defasagens no processo de retomada da produção. 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 do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, destaca-se o movimento pendular dos preços internacionais das agrícolas, com pequena redução quando medido pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), e pequena elevação das metálicas. O Índice de Preços de

Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, acumulou queda de 11,3% até dezembro, desde o pico observado em fevereiro de 2011. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento e à volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

15. 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 2012, foram mantidas em 0%, valor considerado na reunião do Copom de novembro;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado de 2012, foram mantidas em 1,5% e 2,3%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, segundo o cenário de referência, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de novembro;

d) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013, conforme o cenário de referência, elevou-se para 4,6%, ante 4,5% considerados na reunião do Copom de novembro. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, 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 -22 pontos base (p.b.) e 82 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e 2013, respectivamente.

16. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de R\$139,8 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário de 3,10% do PIB em 2013, sem ajustes.

17. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA, em vigor a partir de janeiro de 2012.

18. As projeções foram construídas e analisadas sob a perspectiva de modelos que identificam de modo mais abrangente os mecanismos de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira – entre outros, os canais do comércio, do preço de importações e da volatilidade externa. Como hipótese de trabalho, admite-se no cenário central que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009.

19. 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 2012 reduziu-se de 5,56% para 5,30%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação encontra-se em 5,00%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2012 deslocou-se de 5,58%, 5,57% e 5,53% para 5,29%, 5,29% e 5,30%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções encontra-se em 4,94%, 5,00% e 4,80%, na mesma ordem.

20. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$1,80/US\$ e da taxa Selic em 11,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de novembro e encontra-se ao redor 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 2012 manteve-se relativamente estável, acima do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação encontra-se ao redor do valor central da meta no cenário de referência e acima do de mercado.

Implementação da política monetária

21. 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.

22. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, 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. Dito 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 prazos. Assim, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa 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.

23. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global se mantiveram elevados e teve continuidade o processo de deterioração do cenário internacional, que, já naquela oportunidade, contemplava reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que permanecem elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nota ainda que, nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

24. Para o Copom, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira se materializa por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e de empresários. O Comitê entende que os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica, que se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira neste e no próximo ano. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontrava a economia

brasileira foi potencializado pela fragilidade da economia global.

25. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação da expansão da demanda doméstica, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem 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, a despeito de acomodação na margem, encontrar-se em níveis elevados. O Comitê entende, adicionalmente, que a atividade doméstica continuará a ser favorecida pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

26. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre, tende a seguir em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que, por si só, a inversão na tendência da inflação contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, neste e nos próximos semestres.

27. O Copom observa 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.

28. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

29. O Copom avalia como decrescentes os riscos derivados da persistência do descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Destaca, entretanto, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Por outro lado, observa que o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, ou seja, está contribuindo para a abertura do hiato do produto e para conter pressões de preços. O Comitê também observa que, de modo geral, os preços das *commodities* nos mercados internacionais têm apresentado comportamento benigno.

30. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual, e pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. O Comitê nota que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012, e são decrescentes os riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

31. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 10,50% a.a., sem viés.

32. O Copom avalia que a demanda doméstica ainda se apresenta robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos trimestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Por outro lado, o Comitê pondera que iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada a substancial e persistente deterioração do cenário internacional.

Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

33. O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral, e, em particular, na taxa neutra. Apoiam essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito bem como pela geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por um elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira hoje apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

34. O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, as quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

35. Diante do exposto, considerando ainda que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava e que eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, neste momento, o Copom atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa Selic se deslocando para patamares de um dígito.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 6 de março de 2012, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme

estabelecido pelo Comunicado nº 21.213, de 29 de junho de 2011.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

37. O IPCA variou 0,50% em dezembro, ante 0,52% em novembro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu ligeira aceleração dos preços livres e desaceleração dos monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,63% em dezembro ante 0,62% em novembro, o movimento foi influenciado pela alta nos preços de bens não comercializáveis, que passaram de 0,67% em novembro para 0,73% em dezembro, enquanto os comercializáveis variaram 0,51% ante 0,57% no mês anterior. Entre os preços de bens não comercializáveis, enfatize-se a desaceleração observada em serviços, com elevação de 0,51% no mês ante 0,59% no mês anterior. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,19% em dezembro, ante 0,27% em novembro, com ênfase no recuo dos preços das passagens aéreas, -2,05% em dezembro, em comparação com a variação de 3,91% no mês anterior. A variação mensal do IPCA refletiu, principalmente, a aceleração do aumento dos preços do grupo alimentação e bebidas, com contribuição de 0,29 p.p. no mês, ante 0,25 p.p. em novembro. O índice de difusão situou-se em 64,84% em dezembro, ante 67,19% em novembro. Em 2011, a média do índice atingiu 63,02%, ante 61,18% no ano anterior.

38. Em 2011, o IPCA registrou elevação de 6,50%, ante 5,91% em 2010. A aceleração da inflação em 2011 decorreu do movimento dos preços monitorados, que variaram 6,20% no ano, ante 3,13% em 2010, enquanto os preços livres registraram altas respectivas de 6,63% e 7,09%. Os itens que mais contribuíram para a aceleração dos preços monitorados foram ônibus urbano (8,45% em 2011, ante 7,53% em 2010), gasolina (6,93% em 2011, ante 1,67% em 2010), plano de saúde (7,55% em 2011, ante 6,87% em 2010) e passagens aéreas (52,91% em 2011, ante 3,15% em 2010). Considerados períodos de doze meses, em dezembro os preços livres e monitorados desaceleraram em relação a novembro, quando haviam registrado elevações respectivas de

6,79% e de 6,27%. A evolução dos preços livres decorreu de desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 4,87% em novembro para 4,41% em dezembro, enquanto os dos produtos não comercializáveis aceleraram de 8,48% para 8,59% no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 9,01% no acumulado de doze meses até dezembro, ante 9,08%, 8,94% e 9,03% em períodos correspondentes até novembro, outubro e setembro.

39. O IGP-10 variou 0,08% em janeiro, ante 0,19% em dezembro, de acordo com a FGV, registrando-se retração no IPA, aceleração no IPC e desaceleração no INCC. O indicador acumulou variação de 4,90% no período de doze meses finalizado em janeiro, ante 5,33% em dezembro, 6,48% em novembro e 7,25% em outubro. Em 2010, o índice variou 11,30%.

40. O IPA-10 decresceu 0,27% no mês, ante recuo de 0,03% em dezembro, acumulando alta de 4,04% nos últimos doze meses. Os preços dos produtos agropecuários aumentaram 0,44% em janeiro, após queda de 0,12% no mês anterior, acumulando aumento de 3,98% nos últimos doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram -0,53% no mês, ante 0,01% em dezembro, acumulando expansão de 4,06% no acumulado em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários evidenciou, em especial, aumentos nos preços dos itens mandioca, 9,50%; banana, 13,42%; e soja, 1,29%, que exerceram contribuições de 0,07 p.p., 0,05 p.p., e 0,05 p.p., respectivamente. Nos preços dos produtos industriais, a principal influência foi exercida por minerais metálicos, com queda de 5,84% e contribuição para o índice mensal de -0,33 p.p.

41. O IPC-10 registrou elevação de 0,92% em janeiro, ante 0,65% em dezembro, acumulando aumento de 6,20% em doze meses. Houve aceleração mensal em quatro dos sete grupos coletados, com destaque para alimentação (1,77% em janeiro, ante 1,02% em dezembro) e educação, leitura e recreação (1,92% e 0,46%, na ordem), com contribuições respectivas de 0,51 p.p. e 0,17 p.p. no mês. O INCC variou 0,43% no mês, ante 0,53% em dezembro, refletindo desaceleração nos custos da mão de obra, de 0,81% para 0,56%, e aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,24% para 0,31%. O INCC acumulou variação de 7,67% nos últimos doze meses.

42. Três das cinco medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central registraram aceleração em dezembro. Considerados períodos de doze meses finalizados em dezembro, quatro das medidas apresentaram desaceleração em relação a novembro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 0,41% no mês, ante 0,47% em novembro, acumulando alta de 6,68% no período de doze meses encerrado em dezembro, ante 6,89% no mês anterior. O núcleo por exclusão de monitorados e alimentação no domicílio aumentou 0,49%, ante 0,45% em novembro, elevando-se 6,96% em doze meses, ante 7,19% em novembro. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,58% em dezembro, ante 0,55% em novembro, acumulando, em doze meses, 6,67% e 6,60%, respectivamente. O núcleo pelo critério de médias aparadas sem suavização cresceu 0,39% em dezembro, ante 0,42% em novembro, acumulando, em doze meses, 5,67% e 5,80%, respectivamente. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,54% em dezembro, ante 0,53% em novembro, registrando variação acumulada em doze meses de 6,95%, ante 7,13% no mês anterior.

43. O IPP/IT ficou estável em novembro, ante variação de 0,76% em outubro, acumulando alta de 2,76% no ano e de 3,20% no período de doze meses encerrado em novembro, ante 4,68% no mês anterior. O desempenho mensal do IPP/IT refletiu, em especial, as elevações associadas às indústrias de bebidas; de coque, produtos derivados de petróleo e biocombustíveis; e de veículos automotores, reboques e carrocerias, com contribuições de 0,06 p.p. em cada segmento, contrabalançadas pelas contribuições negativas de 0,08 p.p. na indústria de alimentos, e de 0,07 p.p. nas de papel e celulose e de metalurgia. A variação do índice no ano foi influenciada, principalmente, pelas contribuições respectivas de 1,03 p.p., 0,57 p.p., e 0,55 p.p., decorrentes dos aumentos de preços nos segmentos de outros produtos químicos; de alimentos; e de coque, produtos derivados de petróleo e biocombustíveis.

44. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 0,53% em dezembro, refletindo as variações respectivas de -0,81%, 0,36% e -0,32% nos segmentos agropecuária, metal e energia. Nos últimos meses, a variação em doze meses do IC-Br

apresentou sensível redução, alcançando -0,35% em dezembro, ante 23,30% em setembro. Em 2010, o IC-Br cresceu 25,62%.

Atividade econômica

45. O Índice de Atividade do Banco Central (IBC-Br) registrou elevação de 1,1% em novembro comparativamente ao mês anterior, acumulando variação de -0,3% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao terminado em agosto, quando declinara 0,4% no mesmo tipo de comparação, sempre considerados dados dessazonalizados. Em relação a novembro de 2010, o indicador registrou alta de 0,8%, ante as altas de 0,7% em outubro; 1,3% em setembro; 3% em agosto; e 1,9% em julho. O IBC-Br acumula elevações de 2,8% no ano e de 3% em doze meses.

46. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 1,5% em novembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após queda de 0,3% em outubro e alta de 0,7% em setembro. Por segmento, houve elevação nas vendas de nove dos dez pesquisados, com destaque para a expansão de 8,6% em livros, jornais, revistas e papelaria; 6% em equipamentos e material para escritório, informática e comunicação; e 4,6% em veículos, motos, partes e peças. Somente o segmento relativo a tecidos, vestuário e calçados registrou retração mensal de 0,5%. O comércio ampliado decresceu 0,2% no trimestre encerrado em novembro, relativamente ao terminado em agosto, acumulando alta de 6,9% no ano e de 7,7% em doze meses. As vendas do comércio varejista registraram crescimento mensal de 1,3% em novembro, após estabilidade em outubro e alta de 0,5% em setembro, acumulando elevações de 1,1% em relação ao trimestre findo em agosto, de 6,7% no ano e de 7% em doze meses.

47. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 3,2% em novembro, com destaque para as expansões nos segmentos equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 28,8%; móveis e eletrodomésticos, 12,3%; artigos farmacêuticos e médicos, 8,6%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 6,3%. No período de doze

meses encerrado em novembro, o comércio ampliado registrou crescimento de 7,7%, com ênfase nos aumentos das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 18,6%; móveis e eletrodomésticos, 16,9%; artigos farmacêuticos e médicos, 10,4%; material de construção, 10%; livros, jornais, revistas e papelaria, 9%; e veículos, e motos, partes e peças, 8,4%.

48. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 1,6% em dezembro, após elevação de 6% em novembro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em dezembro, houve recuo de 0,2%, ante o terminado em setembro, quando variara -2,4%. Em 2011, as vendas de autoveículos cresceram 3,4%, resultado de elevações nos segmentos ônibus, 21,8%; comerciais leves, 14,6%; caminhões, 9,7%; e retração de 0,1% em automóveis.

49. 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 contração mensal de 7,5% em dezembro. A análise dos dados observados indicou estabilidade em relação a dezembro do ano anterior e expansão de 12,9% em 2011 ante 2010.

50. A produção de bens de capital registrou variação de 1,6% em novembro, acumulando queda de 5,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A principal contribuição relativa para o desempenho positivo da categoria no mês decorreu da expansão de 17,7% na produção de equipamentos para fins industriais seriados, em oposição às quedas respectivas de 16,7% e 5,1% na produção de equipamentos para fins industriais não seriados e de uso misto.

51. A produção de insumos típicos da construção civil registrou retração mensal de 0,4% em novembro, acumulando aumento de 1,2% no trimestre, em relação ao finalizado em agosto, considerados

dados dessazonalizados. A produção do segmento aumentou 3,5% em relação a novembro de 2010, com altas acumuladas de 4,2% no ano e de 4,4% em doze meses.

52. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$130,9 bilhões no período de doze meses encerrado em outubro. A queda de 23,4% em relação a igual período de 2010 refletiu, sobretudo, o recuo de 51,5% dos recursos destinados à indústria de transformação, enquanto os setores extrativo e agropecuário registraram elevações respectivas de 20,6% e de 4,5%. Os desembolsos do BNDES decresceram 26,6% no acumulado do ano até outubro, em relação a igual período de 2010, em decorrência, principalmente, da diminuição de 57,1% nos recursos direcionados à indústria de transformação. No período, 41% desses recursos foram destinados ao setor de infraestrutura, seguindo-se as parcelas alocadas à indústria, 31%; ao comércio e serviços, 20%; e à agropecuária, 8%.

53. A produção física da indústria geral apresentou elevação mensal de 0,3% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após variação de -0,7% em outubro, resultado de expansão de 1,5% na indústria de transformação e de 1,7% na indústria extrativa. Por categorias de uso, a produção de bens de consumo semi e não duráveis aumentou 2,2% no mês, seguida pelas elevações respectivas de 1,6% e de 0,4% nas produções de bens de capital e de bens intermediários, enquanto a produção de bens de consumo duráveis recuou 0,9%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, dezessete apresentaram crescimento no mês. A produção da indústria recuou 2,2% no trimestre encerrado em novembro em relação ao terminado em agosto, quando havia decrescido 0,7%, resultado de retração de 2,7% na indústria de transformação, enquanto a atividade extrativa registrou expansão de 1,8%, na mesma base de comparação. A evolução trimestral na indústria de transformação refletiu, em parte, o impacto dos recuos nas atividades da indústria de material eletrônico e equipamentos de computação, 20,7%; de fumo, 16,6%; de diversos, 12,8%; de edição, impressão e reprodução, 11%; e de veículos automotores, 9,4%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou

retração de 2,5% no mês ante igual período do ano anterior, e aumentos respectivos de 0,4% e 0,6% nos acumulados do ano e de doze meses, favorecidos, sobretudo, pela expansão da indústria de bens de capital, que variou 3,6% e 3,8%, respectivamente, nos mesmos períodos.

54. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,4% em dezembro, com elevação de 0,1 p.p. em relação a novembro, segundo dados dessazonalizados da FGV, mantendo-se em nível praticamente estável desde agosto. O segmento de bens de consumo apresentou alta de 1,3 p.p. em relação ao mês anterior, enquanto os indicadores referentes a material de construção, bens intermediários e bens de capital, registraram recuos respectivos de 1,1 p.p., 1 p.p. e 0,8 p.p. Considerada a série observada, o Nuci recuou 1,2 p.p. em relação a dezembro de 2010, resultado de decréscimos nos indicadores das indústrias de bens de consumo, 2,2 p.p.; de material de construção, 2,2 p.p.; de bens intermediários, 2,1 p.p.; e de bens de capital, 1,1 p.p.

55. A produção de autoveículos montados atingiu 262 mil unidades em dezembro, representando expansão de 5,9% em relação a novembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor variou -1% em relação a dezembro de 2010 e 0,7% no volume acumulado em 2011.

56. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou variações negativas de 14,9% em relação a dezembro de 2010 e de 2,8% no acumulado do ano. Considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, ocorreram decréscimos de 1,5% no mês e de 1,3% no trimestre. As exportações de autoveículos montados somaram 48,4 mil unidades em dezembro, representando elevação de 53,1% em relação a igual mês do ano anterior e de 7,7% no acumulado de 2011. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações variaram -4,9% no mês e 5,4% no trimestre.

57. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a dezembro, a safra de grãos do país deverá totalizar

159,9 milhões de toneladas em 2011, elevando-se 6,9% em relação à do ano anterior e 0,2% ante a projeção de novembro. O resultado reflete aumentos estimados de 19%, 10,9%, 9,2% e 0,1% para as safras de arroz, feijão, soja e milho, e recuo de 6,5% para a colheita de trigo. O terceiro prognóstico do instituto para a safra de 2012 indicou que a produção de grãos atingirá 160,3 milhões de toneladas, crescimento de 0,3% em relação a 2011, com retrações respectivas de 11,2%, 11%, 1,9% e 0,9% nas culturas de arroz, trigo, feijão e soja, e elevação de 6,1% na relativa ao milho.

Expectativas e sondagens

58. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, apresentou elevação de 0,5% em dezembro, em relação a novembro, alcançando 119,6 pontos, influenciado pelos aumentos de 1% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,3% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a dezembro de 2010, houve recuo de 1,7% no ICC, resultado de contrações de 3,6% no ISA e de 0,3% no IE.

59. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS), calculado pela FGV, recuou 0,7% em dezembro, em relação a novembro, atingindo 128 pontos, refletindo essencialmente retração de 2,5% no IE, enquanto o ISA apresentou elevação de 1,4%, sem ajuste sazonal. O ICS declinou 3,2% em relação a dezembro de 2010, resultado de contrações de 6% no ISA e 0,5% no IE.

60. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 127 pontos em dezembro, representando decréscimo de 6,4% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retrações de 10,3% no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 2,8% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em dezembro, o ICOM registrou contração de 6,8% comparativamente ao mesmo período de 2010, influenciado pelas variações negativas de 9,7% no ISA-COM e de 4,6% no IE-COM.

61. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem

Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou alta de 1,1% em dezembro, em relação a novembro, situando-se em 101,8 pontos, proporcionado pelos aumentos de 1,9% no ISA e de 0,2% no IE. Em relação a dezembro de 2010, o ICI variou -10,8%, resultado de retrações de 11,2% no ISA e 10,5% no IE.

62. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 126,1 pontos em dezembro, representando queda de 9,7% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retração de 12,3% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 7,3% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em dezembro, o ICST registrou contração de 9,9%, comparativamente ao mesmo período de 2010, influenciado pelas variações negativas de 12,8% no ISA-ICST e de 7,1% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

63. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 42,7 mil empregos formais em novembro, com aumento de 0,3% no estoque de empregados formais em relação a outubro, após dessazonalização, dos quais 107,9 mil no comércio e 54 mil no setor de serviços; enquanto na indústria de transformação, agropecuária e construção civil ocorreram fechamentos respectivos de 54,3 mil, 42,3 mil e 22,8 mil vagas. No ano até novembro, foram geradas 2 milhões de vagas, ante 2,5 milhões em igual período de 2010.

64. De acordo com a PME, do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,2% em novembro, menor taxa desde o início da série, em março de 2002, recuando 0,6 p.p. em relação a outubro e 0,5 p.p. comparativamente a igual período do ano anterior. O resultado mensal decorreu de aumento de 0,7% na ocupação, superior à elevação de 0,1% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o desemprego atingiu 5,6% em novembro, ante 6% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou crescimento de 0,1% em relação ao mês anterior,

de 0,7% comparativamente a novembro de 2010 e de 2,7% no acumulado do ano. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, apresentou variações respectivas de 0,8%, de 2,6% e de 4,9%, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

65. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.984,3 bilhões em novembro, correspondendo a 48,2% do PIB, com elevações de 1,9% no mês, de 16,3% no ano e de 18,2% em doze meses. A carteira de recursos livres, consideradas as mesmas bases comparativas, registrou aumentos de 1,4%, de 14,3% e de 15,8%, refletindo acréscimos de 0,9%, 15% e 17,2% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,9%, 13,5% e 14,4% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 2,9% no mês, 20,2% no ano e 22,8% em doze meses, com ênfase nos aumentos de 2,9%, 38,6% e 44% nos financiamentos habitacionais, nos mesmos períodos.

66. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial recuou 1 p.p. em novembro, para 38,5%. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas apresentou estabilidade, situando-se em 29,8%, enquanto a referente ao segmento de pessoas físicas declinou 2,4 p.p., para 44,7%.

67. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu para 495 dias em novembro, representando aumento de quatro dias em relação ao mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou elevação de quatro dias e o referente ao de pessoas físicas, de cinco dias, atingindo 402 dias e 595 dias, respectivamente.

68. A taxa de inadimplência nas operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,1 p.p., atingindo 5,6% em novembro. As taxas relativas às operações com pessoas jurídicas permaneceram estáveis em 4%, enquanto as referentes a pessoas físicas aumentaram 0,2 p.p., alcançando 7,3%. Em relação às operações com atrasos de quinze a noventa dias, foi registrado declínio de 0,4 p.p. no segmento com pessoas

físicas, alcançando 6,5%, e estabilidade em 2,2% nos empréstimos a empresas.

Ambiente externo

69. A atividade econômica nos EUA, nos últimos meses, tem apontado uma recuperação, porém em ritmo ainda lento e de sustentabilidade incerta. O livro Bege reporta crescimento de modesto a moderado nos doze distritos. Essas perspectivas são endossadas por indicadores melhores, embora insuficientes, relativos ao mercado de trabalho e à confiança do consumidor. O Índice de Gerentes de Compras (PMI) da indústria manufatureira atingiu 53,9 pontos em dezembro, nível mais alto em seis meses. No entanto, o balanço de riscos para a economia dos EUA permanece de baixa, influenciado, entre outros, pelo encerramento dos estímulos fiscais neste ano, com expectativa de renovação apenas parcial; pela fragilidade do mercado imobiliário; pela lenta recuperação do mercado de trabalho; e pelo fato de parte importante do recente aumento do consumo dever-se à redução da taxa de poupança. Na Zona do Euro, a produção industrial, em novembro, reduziu-se pelo terceiro mês consecutivo, e o PMI da manufatura referente a dezembro, 46,9 pontos, sugere a continuidade dessa trajetória. A confiança das famílias e do empresariado segue em patamares reduzidos, influenciada pelo agravamento da crise da dívida soberana. No Japão, a atividade econômica está estagnada, reflexo da desaceleração da economia global e da apreciação do iene. O Boletim de Economia Regional, publicado pelo banco central daquele país, reportou, em janeiro, pausa na atividade econômica em sete das nove regiões. A produção industrial do país voltou a recuar em novembro, também influenciada pela interrupção em cadeias de fornecimento de partes para automóveis e computadores provocadas pelas inundações na Tailândia. Na China, apesar dos riscos afetos ao cenário externo e àqueles ligados ao setor imobiliário, a atividade econômica segue em ritmo forte, embora em desaceleração. O PIB cresceu 8,9% no quarto trimestre ante 9,1% registrado no terceiro trimestre, ambos na comparação com iguais períodos do ano anterior. Em bases trimestrais, com ajuste sazonal, o crescimento do PIB chinês desacelerou para 2%, de 2,3% no trimestre anterior. Os dados mensais de produção industrial e vendas no varejo registraram aceleração nas suas taxas de crescimento

em dezembro para, respectivamente, 1,1% e 1,4%, 0,9% e 1,3% em novembro.

70. Os mercados acionários vêm demonstrando alguma recuperação desde a última reunião do Copom, consequência de cenário ligeiramente menos incerto em relação à trajetória da economia dos EUA, da possibilidade de amplo acordo na Europa em torno de metas fiscais e também da injeção de €489 bilhões em empréstimos de três anos para os bancos da Zona do Euro. Contudo, os bancos da região seguem preferindo fazer o uso da linha de depósito *overnight* do BCE, que por vários dias atingiu valores recordes, ultrapassando €500 bilhões. O mercado de dívida soberana da Zona do Euro manteve-se pressionado em razão das perspectivas desfavoráveis para a atividade econômica do bloco e da incerteza em relação ao cumprimento de metas fiscais em alguns países, apresentando, não obstante, certa redução nos prêmios cobrados nas emissões soberanas mais recentes. Em 13 de janeiro, uma agência de classificação de risco comunicou o rebaixamento da nota de crédito de nove países da Zona do Euro, inclusive da França, e posteriormente do crédito de longo prazo do *European Financial Stability Facility* (EFSF).

71. Os preços internacionais das *commodities* apresentaram duas tendências marcadamente distintas desde a última reunião do Copom, fechando o período em patamares próximos aos verificados naquela data. Até meados de dezembro, a intensificação da aversão ao risco nos mercados financeiros e a contínua melhora das condições de oferta nos mercados de *commodities* agropecuárias favoreceram a desvalorização desses produtos. A partir de então, as cotações das *commodities* inverteram a tendência, influenciadas por adversidades climáticas na América do Sul, no caso das agropecuárias, por tensões geopolíticas, relativas às energéticas, e ainda, em termos gerais, pela divulgação de indicadores econômicos melhores do que o esperado em importantes economias mundiais e pela consequente redução da aversão ao risco nos mercados financeiros.

72. A variação anual do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) recuou nos EUA, em novembro, e na Zona do Euro e no Reino Unido, em dezembro, para, respectivamente, 3,4%, 2,7% e 4,2%, ante

3,9%, 3,0% e 5,0% registrados dois meses antes. No Japão, após três meses consecutivos de inflação apenas moderadamente positiva, a deflação retornou a partir de outubro, com a variação anual do IPC atingindo -0,5% em novembro. Entre as economias emergentes, destaque-se o significativo processo de desinflação na China ao longo do segundo semestre de 2011, com a variação anual do IPC recuando para 4,1% em dezembro ante 6,5% em julho. Em meio ao quadro de desaceleração da inflação e do crescimento, predominou, por parte dos bancos centrais, a postura acomodatória da política monetária. Os juros oficiais nas economias desenvolvidas permaneceram em patamares excepcionalmente baixos, com o BCE promovendo dois cortes sucessivos de 25 p.b. em sua taxa básica em novembro e dezembro, quando situou-se em 1% a.a. Na reunião de janeiro, o BCE referendou essa decisão. Houve redução de taxas básicas de juros pelos bancos centrais de Israel, Tailândia, Austrália, Suécia, Romênia, Chile (em todos os casos 25 p.b.) e da Noruega (50 p.b.), enquanto os da Colômbia e da Hungria elevaram suas taxas em, respectivamente, 25 p.b. e 50 p.b.

Comércio exterior e reservas internacionais

73. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$3,8 bilhões em dezembro, resultado de exportações de US\$22,1 bilhões e importações de US\$18,3 bilhões. O saldo acumulado em 2011 atingiu US\$29,8 bilhões, 47,9% superior ao registrado em 2010, refletindo aumentos de 26,8% nas exportações e de 24,5% nas importações. A corrente de comércio cresceu 25,7% no ano, somando US\$482,3 bilhões, ante US\$383,7 bilhões em 2010.

74. As reservas internacionais somaram US\$352 bilhões em dezembro, com diminuição de US\$61 milhões em relação a novembro. Na comparação com dezembro de 2010, as reservas aumentaram US\$63,4 bilhões. No mês, não houve operações do Banco Central no mercado doméstico de câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

75. No período posterior à reunião do Copom de novembro, a curva de juros doméstica apresentou

aumento de inclinação, com recuo das taxas de curto prazo e elevação das taxas de prazos superiores a seis meses. O movimento da parte curta refletiu, principalmente, a perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário e a melhora do cenário esperado para a inflação. No trecho longo, a elevação das taxas foi influenciada, no âmbito interno, pelas medidas de incentivo à economia anunciadas pelo governo e pela expectativa de recuperação da atividade econômica. No cenário externo, a divulgação de indicadores econômicos considerados positivos em alguns países, em especial nos EUA, e a recuperação dos preços das *commodities* também contribuíram para a elevação das taxas de longo prazo. Entre 28 de novembro e 16 de janeiro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,49 p.p., 0,40 p.p. e 0,02 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos elevaram-se em 0,33 p.p., 0,62 p.p. e 0,58 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 3,89% em 28 de novembro de 2011 para 4,46% em 16 de janeiro de 2012, acompanhando, principalmente, a elevação das taxas nominais.

76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 29 de novembro de 2011 a 16 de janeiro de 2012, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$42,1 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou para R\$171,6 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 11 e 35 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$171,5 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 29 oportunidades como tomador e em uma como doador 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\$36,4 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$368,0 bilhões entre 18 de outubro e 28 de novembro de 2011 para

R\$379,5 bilhões entre 29 de novembro de 2011 e 16 de janeiro de 2012. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$348,9 bilhões em 28 de novembro de 2011 para R\$460,0 bilhões em 16 de janeiro de 2012. O principal fator que contribuiu para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

77. Entre 29 de novembro de 2011 e 16 de janeiro de 2012, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram

R\$30,5 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$20,8 bilhões, sendo R\$17,1 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016, e R\$3,7 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2017, 2018 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$3,4 bilhões, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) foram vendidos títulos com vencimento em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$6,3 bilhões.

Notas da 165ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 6 e 7/3/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (6/3) e do 20º andar (7/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (6/3) e 17h05 (7/3)

Horário de término: 18h52 (6/3) e 20h50 (7/3)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de departamento (presentes no dia 6)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 7)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento 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 6)

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. A inflação, medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), alcançou 0,56% em janeiro (ante 0,50% em dezembro), quarto recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses, que se deslocou de 6,50% em dezembro para 6,22% em janeiro. Os preços livres registraram alta de 6,42% em doze meses até janeiro (7,17% até janeiro de 2011), e a variação acumulada dos preços administrados foi de 5,71% no mesmo período (3,24% em igual período de 2011). Em relação aos preços livres, cabe destacar que os preços dos bens comercializáveis apresentaram variação de 3,97% no acumulado em doze meses até janeiro, enquanto os preços dos não comercializáveis variaram 8,62%, ante altas de 6,61% e 7,65% em igual período de 2011, respectivamente. Especificamente sobre serviços, a inflação nesse segmento foi de 1,05% em janeiro, após alta de 0,51% em dezembro. Dessa forma, a inflação de serviços acumulada em doze meses atingiu 9,20% (7,89% em janeiro de 2011).

Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere tendência declinante da inflação acumulada em doze meses, apesar de alguma persistência, que, em parte, reflete o fato de a inflação de serviços ainda seguir em níveis elevados.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena. Enquanto a média das variações mensais apresentou ligeira alta em janeiro, a média das variações acumuladas em doze meses recuou pelo quarto mês consecutivo. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,55% em novembro para 0,58% em dezembro e para 0,47% em janeiro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,42% para 0,39% e para 0,36% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,53% em novembro, avançou para 0,54% em dezembro e para 0,59% em janeiro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, recuou de 0,47% em novembro para 0,41% em dezembro, antes de avançar para 0,59% em janeiro; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,45% em novembro para 0,49% em dezembro e para 0,57% em janeiro. Dessa forma, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,48% em novembro e dezembro para 0,52% em janeiro. No acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo recuou de 6,72% em novembro para 6,59% em dezembro e para 6,41% em janeiro.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,07% em fevereiro, após aumento de 0,30% em janeiro e recuo de 0,16% em dezembro. Dessa forma, o IGP-DI acumulou inflação de 3,38% em doze meses até fevereiro, 7,74 pontos percentuais (p.p.) abaixo da registrada em fevereiro de 2011. Esse foi o décimo quarto recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses. O principal componente do indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,85% em doze meses até fevereiro, refletindo alta de 2,65% no IPA industrial e queda de 0,28% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, em igual período, queda de 0,25% nos preços de matérias-primas brutas e aumento

de 2,31% nos preços de bens intermediários e de 3,22% nos preços de bens finais. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente do IGP-DI, ficou em 5,62% em doze meses até fevereiro, abaixo dos 6,02% registrados até fevereiro de 2011. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 8,02%. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), registrou redução de 0,46% em janeiro, após deflação de 0,17% em dezembro. Em doze meses, a variação desse índice deslocou-se de 2,60% em dezembro para 1,72% em janeiro. De forma geral, a evolução recente dos índices sinaliza redução das pressões advindas do atacado sobre os preços ao consumidor.

4. A economia brasileira cresceu 2,7% em 2011, após ter crescido 7,5% no ano anterior e contraído 0,3% em 2009. Em 2011, o valor adicionado pelo setor agropecuário expandiu 3,9%, a indústria apresentou crescimento de 1,6%, e o setor de serviços, 2,7%. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias cresceu 4,1% (ante 6,9% em 2010), o consumo do governo 1,9% (4,2% em 2010), e os investimentos, 4,7% (21,3% em 2010). O setor externo teve contribuição líquida de -0,7 p.p. em 2011 (-2,7 p.p. em 2010). Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o Produto Interno Bruto (PIB) voltou a crescer no quarto trimestre, com expansão de 0,3%, após queda de 0,1% no terceiro trimestre e expansão de 0,5% no segundo trimestre. A retomada do crescimento no quarto trimestre foi perceptível em todos os componentes da demanda interna, e se mostra compatível com o equilíbrio interno e externo e consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

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 produtos e constitui, portanto, importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br registrou crescimento de 0,6% em dezembro, após expansão de 1,3% em novembro e contração de 0,6% em outubro. Dessa forma, o

indicador registrou crescimento de 0,3% no último trimestre de 2011, em relação ao trimestre anterior, e de 1,0% em relação ao último trimestre do ano anterior. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses, que vem desacelerando desde novembro de 2010, recuou de 3,0% em novembro de 2011 para 2,7% em dezembro. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), registrou alta no mês de fevereiro. Da mesma forma, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apresentou elevação em fevereiro, após seis quedas consecutivas.

6. A atividade fabril recuou 2,1% em janeiro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após avanço de 0,5% em dezembro e de 0,1% em novembro. Houve recuo da produção em 14 dos 27 ramos de atividade em janeiro, sendo que a maior queda ocorreu no setor de veículos automotores (-30,7%). Sob o critério da média móvel trimestral, houve recuo de 0,5% na produção industrial de novembro a janeiro, após estabilidade de outubro a dezembro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 3,4% em janeiro, enquanto, no acumulado em doze meses, houve contração de 0,2%. Em relação a dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até janeiro foi de 19,6%. Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento da indústria de transformação registrou crescimento real de 3,8% em dezembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto o número de horas trabalhadas apresentou recuo de 0,7%. Dessa forma, o faturamento real cresceu 5,1% em 2011 e o número de horas trabalhadas, 0,9%.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, em janeiro houve queda de 1,9% na produção de bens de consumo duráveis e expansão de 0,7% na produção de bens não duráveis e semiduráveis. A produção de bens intermediários recuou 2,9%, e a produção de bens de capital teve queda de 16,0%, fortemente influenciada pela menor produção de equipamentos de transporte. No acumulado em doze meses até janeiro, a produção de bens de consumo duráveis apresentou queda de 3,0%, a de bens não duráveis e semiduráveis queda de 0,2% e a de bens intermediários recuo de 0,1%. Na mesma base de comparação, a atividade da indústria

de bens de capital foi a única a crescer entre as categorias de uso, 1,7%.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi de 5,5% em janeiro, depois de atingir 4,7% em dezembro. A taxa de janeiro foi 0,6 p.p. inferior à taxa registrada no mesmo mês do ano anterior. Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada recuou significativamente e atingiu, em dezembro, o mínimo histórico da série, iniciada em março de 2002. Já a taxa de desocupação dessazonalizada pelo Banco Central avançou de 5,5% em dezembro para 5,6% em janeiro. Em doze meses, houve expansão de 2,0% da população ocupada e de 1,4% da população economicamente ativa. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), no entanto, indicam desaceleração na criação de novos postos de trabalho. Em janeiro, houve criação de 118,9 mil postos de trabalho formais (ante 152,1 mil postos gerados em janeiro de 2011), com expansão do número de empregos formais em seis dos oito setores de atividade econômica. Os setores que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais no mês foram serviços e construção civil. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 0,7% em janeiro, acumulando variação de 2,7% em doze meses. Como consequência, a massa salarial real – considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas – cresceu 4,8% em relação a janeiro de 2011. Em suma, o conjunto de evidências indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há alguns sinais de moderação na margem.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 4,3% em dezembro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após registrar alta de 3,2% em novembro e de 1,6% em outubro, na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, o volume de vendas do comércio ampliado avançou 1,6% tanto em novembro como em dezembro, após retração de 0,3% em outubro. Assim, o volume de vendas em 2011 registrou crescimento de 6,6%. De fato, todos os dez segmentos pesquisados mostraram expansão no volume de vendas no ano, com destaque para

equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (19,6%) e móveis e eletrodomésticos (16,6%). Desde outubro, a FGV, em parceria com o Banco Central, vem divulgando o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). Esse indicador fornece informação adicional importante, na medida em que retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. O índice continuou sinalizando desaceleração na atividade do setor em fevereiro, a exemplo do que ocorreu nos quatro meses anteriores. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pelo nível de confiança dos consumidores e pela expansão moderada do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 82,1% em janeiro para 82,9% em fevereiro e, assim, ficou 1,0 p.p. e 0,8 p.p. abaixo do observado em janeiro e fevereiro de 2011, respectivamente. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o Nuci ficou estável em 83,7% em fevereiro – 3,0 p.p. abaixo do máximo da série registrado em junho de 2008. A utilização da capacidade apresenta-se mais expressiva no setor de materiais de construção (87,6%) e no de bens intermediários (84,1%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 83,8% e, no setor de bens de consumo, em 81,6%. A diferença entre a proporção de empresas que reportavam excesso de estoques e aquelas que reportavam estoques insuficientes apresentou queda em fevereiro, a exemplo do que ocorreu em janeiro. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci ficou em 81,6% em dezembro ante 81,4% registrados em novembro. O processo recente de recuo nas taxas de utilização da capacidade instalada refletiu, em parte, a redução no ritmo de crescimento da produção e a maturação de investimentos. De fato, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 5,8% no acumulado em doze meses até dezembro (6,5% até novembro), e a produção de insumos para a construção civil cresceu 4,0% (4,4% até novembro).

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US\$28,1 bilhões em janeiro para US\$28,6 bilhões em fevereiro. Esse resultado

adveio de exportações de US\$258,3 bilhões e importações de US\$229,6 bilhões, ou variações de 22,8% e de 21,6%, respectivamente, no acumulado em doze meses até fevereiro. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$52,6 bilhões em dezembro de 2011 para US\$54,1 bilhões em janeiro de 2012, equivalente a 2,17% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$69,1 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,78% do PIB.

12. A economia mundial enfrenta período de incerteza acima da usual, com perspectivas para a atividade ainda deterioradas, apesar de alguma melhora, na margem, e de menor nível de aversão ao risco. Desde a última reunião do Copom, consolidou-se percepção mais positiva em relação à atividade nos Estados Unidos (EUA), mas persistem riscos como a recente alta dos preços do petróleo e a perspectiva de contenção fiscal. O provimento de liquidez adicional pelo Banco Central Europeu (BCE) parece haver reduzido, no curto prazo, a probabilidade de eventos bancários extremos, mas persistem riscos elevados para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais – como refletido em níveis ainda elevados, porém decrescentes, dos preços para seguro contra *default* (CDS) e revisão de notas de diversas economias maduras por agências de classificação de risco. Taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas às necessidades de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações de política anticíclicas e à incerteza política, têm contribuído, de modo geral, para redução nas projeções de crescimento das economias maduras, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando um ciclo econômico mais amplo e volátil. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a dezembro, reforçou sinais de retomada na atividade nos EUA, mas evidenciou aumento de probabilidade de haver recessão na Zona do Euro. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) de fevereiro, referentes à atividade na indústria, apontam para um cenário global pouco mais benigno e com assimetria entre países. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas

acomodatícias, complementadas por iniciativas não convencionais de política monetária pelo BCE, pelo Banco da Inglaterra (BoE) e pelo Banco do Japão (BoJ). Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados nos EUA e na Zona do Euro. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se volátil e superou o patamar de US\$120, refletindo, em parte, maior instabilidade política em alguns importantes países produtores e defasagens no processo de retomada de produção. 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 do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, destaca-se o movimento de elevação dos preços internacionais das agrícolas e das metálicas desde a última reunião do Copom, de 3,8% e de 1,8%, respectivamente, quando medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB) – em relação aos picos de abril de 2011, a queda acumulada nas duas categorias é de 17,7% e de 13,6%, respectivamente. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, acumulou queda de 9,9% até janeiro, desde o pico observado em fevereiro de 2011, com elevação de 1,9% em janeiro. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento e à volatilidade nos mercados de câmbio. Prospectivamente, é plausível afirmar que o anúncio por autoridades chinesas de redução nas metas para crescimento tende a gerar algum impacto sobre preços de *commodities*.

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 2012, foram mantidas em 0%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado de 2012, foram mantidas em 1,5% e 2,3%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, foi mantida em 4,0%, valor considerado na reunião de janeiro;

d) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013 reduziu-se para 4,5%, ante 4,6% considerados na reunião do Copom de janeiro. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, 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 -7 pontos base (p.b.) e 83 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e 2013, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de R\$139,8 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário de 3,10% do PIB em 2013, sem ajustes.

16. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA, em vigor a partir de janeiro de 2012.

17. As projeções foram construídas e analisadas sob a perspectiva de modelos que identificam de modo mais abrangente os mecanismos de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira – entre outros, os canais do comércio, do preço de importações e da volatilidade externa. Como hipótese de trabalho, admite-se no cenário central que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente

a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009. Parte desse impacto estimado já vem sendo observada nos indicadores mais recentes de atividade econômica.

18. 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 2012 reduziu-se de 5,30% para 5,24%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação aumentou de 5,00% para 5,20%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2012 deslocou-se de 5,29%, 5,29% e 5,30% para 5,21%, 5,24% e 5,27%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 4,94%, 5,00% e 4,80% para 5,20%, 5,40% e 5,00%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$1,70/US\$ e da taxa Selic em 10,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro e se encontra abaixo 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 com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2012 também recuou e se encontra ao redor do valor central da meta para a inflação. Para 2013 a projeção de inflação se elevou no cenário de referência e se mostra relativamente estável no de mercado, nos dois casos posicionada acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

20. 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.

21. 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. Dito 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 prazos. Assim, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa 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.

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global se mantiveram elevados, em particular, os derivados

do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. O Comitê entende que permanecem elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nota ainda que, nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal, neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Em casos específicos, antecipam-se mudanças no padrão de crescimento, um desenvolvimento que tende a ser permanente. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

23. Para o Copom, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira se materializa por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos e condições de crédito mais restritivas. O Comitê entende que os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica, que se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira neste e no próximo ano. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontrava a economia brasileira já no primeiro semestre do ano passado foi potencializado pela fragilidade da economia global.

24. O Copom pondera que, embora a expansão da demanda doméstica tenha moderado, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem 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, a despeito de acomodação na margem, encontrar-se em níveis elevados. O Comitê entende, adicionalmente, que a atividade doméstica continuará a ser favorecida pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de

desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

25. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre, tende a seguir em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que, por si só, a inversão na tendência da inflação contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, neste e nos próximos semestres.

26. O Copom observa 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.

27. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

28. O Copom avalia como decrescentes os riscos derivados da persistência do descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Destaca, entretanto, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Por outro lado, observa que o nível de utilização da capacidade instalada tem se estabilizado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, ou seja, está contribuindo para a abertura

do hiato do produto e para conter pressões de preços. O Comitê também observa que, de modo geral, os preços das *commodities* nos mercados internacionais têm apresentado comportamento benigno.

29. O Copom avalia que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava, que eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, e que persistem riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – ora em curso nos principais blocos econômicos. Esses e outros elementos, portanto, compõem um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual. Para o Comitê, o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. O Comitê nota também que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012, e são decrescentes os riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

30. Em suma, desde a última reunião do Copom, o cenário central para a inflação evoluiu, em linhas gerais, conforme então esperado pelo Comitê, que, dessa forma, não detecta mudanças substantivas nas estimativas para o ajuste total das condições monetárias subjacente a esse cenário. À vista disso, dois membros do Comitê ponderam que seria oportuna a manutenção do ritmo de ajuste da taxa Selic. Entretanto, a maioria argumenta que desenvolvimentos como os mencionados no parágrafo anterior recomendam, neste momento, redistribuição temporal do ajuste total das condições monetárias como a estratégia mais apropriada.

31. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 9,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela redução da taxa Selic em 0,5 p.p.

32. O Copom avalia que a demanda doméstica ainda se apresenta robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda

e a expansão do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos trimestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Por outro lado, o Comitê pondera que iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada a substancial e persistente deterioração do cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

33. O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral, e, em particular, na taxa neutra. Apoiam essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito bem como pela geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por um elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira hoje apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

34. O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, as quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

35. Diante do exposto, e considerando os valores projetados para a inflação e o balanço de riscos associado, o Copom atribui elevada probabilidade à

concretização de um cenário que contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 17 de abril de 2012, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 21.213, de 29 de junho de 2011.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

37. O IPCA-15 registrou elevação de 0,53% em fevereiro, ante 0,65% em janeiro, acumulando alta de 1,18% no ano e de 5,98% em doze meses, ante 6,44% em janeiro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado mensal decorreu da desaceleração nos preços livres e monitorados. Entre os preços livres, que variaram 0,59% em fevereiro ante 0,67% em janeiro, o movimento repercutiu a queda de 0,24% nos preços de bens comercializáveis, ante elevação de 0,29% em janeiro, enquanto os preços de bens não comercializáveis passaram de 1,00% em janeiro para 1,35% em fevereiro, influenciados pelo aumento na taxa referente a serviços, de 0,71% para 1,38%. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,35% em fevereiro, ante 0,59% em janeiro. A variação mensal do IPCA-15 refletiu, especialmente, o aumento dos preços do grupo educação, com contribuição de 0,25 p.p., seguido por despesas pessoais, 0,11 p.p., enquanto os grupos alimentação e bebidas, transportes e vestuário foram os principais responsáveis pela desaceleração do índice em fevereiro. O índice de difusão situou-se em 60,82% em fevereiro, ante 69,01% em janeiro.

38. Considerados períodos de doze meses até fevereiro, os preços livres e monitorados desaceleraram em relação a janeiro, passando respectivamente de 6,49% para 5,98%, e de 6,29% para 5,93%. A evolução dos preços livres decorreu da desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 4,27% para 3,95%, e dos produtos não comercializáveis,

de 8,45% para 7,79%. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,79% no acumulado de doze meses até fevereiro, ante 8,81% e 9,00%, em períodos correspondentes até janeiro e dezembro, respectivamente.

39. O IGP-DI variou 0,07% em fevereiro, ante 0,30% em janeiro, segundo a FGV, resultado decorrente da queda de preços ao produtor amplo (IPA) e desacelerações nos preços ao consumidor (IPC) e no INCC. O indicador acumula variação de 0,37% no ano, ante alta de 1,94% no mesmo período de 2010, e 3,38% em doze meses, comparativamente a 4,29% nos doze meses terminados em janeiro.

40. O IPA-DI variou -0,03% no mês, ante 0,01% em janeiro, acumulando variações de -0,02% no ano e de 1,85% em doze meses. Os preços dos produtos industriais tiveram queda de 0,05% no mês ante variação de -0,36% em janeiro, acumulando retração de 0,41% no ano e expansão de 2,65% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários aumentaram 0,01% em fevereiro ante 1,07% no mês anterior, acumulando aumento de 1,07% no ano e de -0,28% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou, em especial, o recuo nos preços dos itens carnes, produtos de carne e pescados, -3,29%; minerais metálicos, -2,12%; e açúcar, -3,57%; que exerceram contribuições de -0,12 p.p., de -0,11 p.p. e de -0,04 p.p., respectivamente. Nos preços dos produtos agropecuários, as principais influências decorreram dos itens feijão, ovos e milho, contribuindo com 0,07 p.p., 0,06 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente.

41. O IPC-DI registrou crescimento de 0,24% no mês, ante 0,81% em janeiro, acumulando alta anual de 1,06% comparativamente a 1,77% no mesmo período do ano anterior, e de 5,62% em doze meses. A desaceleração em fevereiro foi favorecida pela queda no grupo alimentação, -0,02%, ante 0,47% em janeiro, e pela desaceleração em transportes, 0,31% em fevereiro, ante 0,86% no mês anterior. O INCC variou 0,30% ante 0,89% em janeiro, destacando-se a aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, 0,50%, ante 0,45%, e desaceleração nos custos de mão de obra, 0,10%, ante 1,34%. O INCC acumulou variações de 1,20% no ano e de 8,02% em doze meses.

42. Três das cinco medidas de núcleo do IPCA-15 calculadas pelo Banco Central registraram desaceleração em fevereiro. Quando considerados períodos de doze meses finalizados em fevereiro, todas as medidas apresentaram desaceleração em relação a janeiro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,65% no mês, ante 0,61% em janeiro, acumulando alta de 6,24% no período de doze meses encerrado em fevereiro, ante 6,70% no mês anterior. O núcleo por exclusão de monitorados e alimentação no domicílio aumentou 0,71%, ante 0,56% em janeiro, elevando-se 6,23% em doze meses, ante 6,85% em janeiro. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,41% em fevereiro, ante 0,59% em janeiro, acumulando, em doze meses, 6,65% e 6,70%, respectivamente. O núcleo pelo critério de médias aparadas sem suavização cresceu 0,32% em fevereiro, ante 0,54% em janeiro, acumulando, em doze meses, 5,40% e 5,72%, na ordem. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,53% em fevereiro, ante 0,67% em janeiro, registrando variação acumulada em doze meses de 6,60%, ante 6,91% no mês anterior.

43. O IPP/IT recuou 0,46% em janeiro, ante queda de 0,17% em dezembro e aumento de 0,40% em janeiro do ano anterior. Nos últimos doze meses encerrados em janeiro, o IPP/IT registrou alta de 1,72% ante 2,60% verificado em dezembro. O desempenho mensal do IPP/IT refletiu, em especial, elevações associadas à indústria de máquinas e equipamentos, contribuição de 0,11 p.p.; equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, 0,04 p.p.; e produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos, 0,03 p.p.; contrabalançadas por contribuições negativas das divisões outros produtos químicos, -0,32 p.p.; metalurgia, -0,13 p.p.; e celulose, papel e produtos de papel, -0,06 p.p. A variação do índice no período de doze meses encerrado em janeiro foi influenciada, especialmente, pelas contribuições respectivas de 0,41 p.p.; 0,35 p.p. e 0,29 p.p., decorrentes do aumento de preços nos segmentos de produtos alimentícios, coque e produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis e veículos automotores, reboques e carrocerias.

44. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 0,57% em janeiro, interrompendo a série de três meses consecutivos de queda, período em que

acumulou desvalorização de 4,89%. Em fevereiro, o IC-Br voltou a recuar, assinalando queda de 2,96%, reflexo das variações respectivas de -3,97%, 0,80% e -1,86% dos subíndices agropecuária, metal e energia. Nos últimos meses, a variação em doze meses do IC-Br apresentou sensível redução, alcançando -12,68% em fevereiro, de -4,47% em janeiro.

Atividade econômica

45. O IBC-Br registrou elevação de 0,57% em dezembro, ante novembro, considerados dados dessazonalizados. No último trimestre de 2011, o índice cresceu 0,27% em relação ao terceiro trimestre, quando recuara 0,21% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou expansão de 1,47% no mês em relação a dezembro de 2010, de 0,79% em novembro e 0,69% em outubro, nas mesmas bases de comparação. Em 2011, o IBC-Br acumulou alta de 2,7%.

46. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 1,6% em dezembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após alta de 1,6% em novembro e queda de 0,3% em outubro, contribuindo para que o resultado no último trimestre de 2011 superasse em 1,1% o registrado no trimestre anterior. Por segmento, houve elevação nas vendas de sete dos dez segmentos pesquisados, com destaque para a expansão de 6,9% em equipamentos e material para escritório, informática e comunicação; de 3,3% em veículos e motos, partes e peças; e de 2,6% em móveis e eletrodomésticos, em oposição ao recuo de 5,3% em livros, jornais, revistas e papelaria; de 1,5% em hipermercados, supermercados e produtos alimentares; e de 0,5% em combustíveis e lubrificantes. No ano, o comércio ampliado variou 6,6%. As vendas do comércio varejista apresentaram expansão no mês de 0,3%, ante elevação de 1,2% em novembro e estabilidade em outubro, acumulando aumento de 1,1% em relação ao terceiro trimestre e de 6,7% em 2011.

47. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 4,3% em dezembro, com destaque para a expansão nos segmentos equipamentos e material para

escritório, informática e comunicação, 34,8%; móveis e eletrodomésticos, 15,3%; artigos farmacêuticos e médicos, 7%; e material de construção, 5,1%. Em 2011, o comércio ampliado registrou crescimento de 6,6%, com ênfase no aumento das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 19,6%; móveis e eletrodomésticos, 16,6%; artigos farmacêuticos e médicos, 9,7%; e material de construção, 9,1%.

48. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo-se automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 2,3% em fevereiro, após elevação de 2,8% em janeiro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em fevereiro, houve expansão de 2,6%, registrando recuperação em relação ao terminado em novembro, quando variou -1,3%. As vendas de autoveículos registram estabilidade no ano, resultado de elevação nos segmentos ônibus, 3,2%; comerciais leves, 1,4%; e de retração nos segmentos caminhões, 4,1%; e automóveis, 0,2%.

49. 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 expansão mensal de 1,1% em janeiro. A análise dos dados observados apontou elevação de 10,3% na avaliação interanual e de 11,9% no acumulado em doze meses encerrados em janeiro.

50. A produção de bens de capital registrou retração de 16% em janeiro, acumulando queda de 5% no trimestre, relativamente ao finalizado em outubro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A principal contribuição relativa para o desempenho negativo da categoria no mês decorreu da queda de 43,7% em equipamentos de transporte, em oposição a crescimento de 2,3% em bens de capital para fins industriais e de 6,2% para bens de capital agrícolas.

51. A produção de insumos típicos da construção civil apresentou queda de 0,5% em janeiro, acumulando retração de 1,1% no trimestre, em relação ao finalizado

em outubro, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento aumentou 2,2% em relação a janeiro de 2011, com alta acumulada de 3,6% em doze meses.

52. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$138,9 bilhões em 2011, 17,5% inferior ao resultado de 2010, refletindo, principalmente, a retração de 47,9% dos recursos destinados à indústria de transformação. Em oposição, o montante direcionado à indústria extrativa cresceu 136,5% no ano. No período, o setor de infraestrutura absorveu 40% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 32%; comércio e serviços, 21%; e agropecuária, 7%.

53. A produção física da indústria geral apresentou retração mensal de 2,1% em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após variação de 0,5% em dezembro, refletindo queda de 2,4% na indústria de transformação e de 8,4% na indústria extrativa. Por categorias de uso, a produção de bens de capital recuou 16%, seguida por queda de 2,9% e de 1,9% na produção de bens intermediários e na de bens de consumo duráveis, respectivamente, enquanto a produção de bens de consumo semi e não duráveis apresentou crescimento de 0,7%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, treze apresentaram retração no mês, com destaque para os segmentos de veículos automotores, equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e máquinas para escritório e equipamentos de informática, que apresentaram queda de 30,7%, 26,3% e 12,2%, respectivamente. No trimestre encerrado em janeiro em relação ao finalizado em outubro, a produção da indústria recuou 1,4%, após queda de 1,9% no período anterior, resultado de retração de 0,9% na indústria extrativa e de 0,6% na indústria de transformação. A evolução trimestral refletiu, em parte, o impacto do recuo nas atividades da indústria de fumo, 19,2%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,7%; material eletrônico e equipamentos de comunicação, 7,5%; e veículos automotores, 7,4%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou retração de 3,4% no mês ante igual período do ano anterior, e de 0,2% no acumulado em doze meses.

54. O Nuci da indústria de transformação em fevereiro manteve-se estável em 83,7%, em relação a janeiro, segundo dados dessazonalizados da FGV. Os segmentos de bens de capital e de consumo apresentaram elevação de 1 p.p. e 0,2 p.p., respectivamente, em relação ao mês anterior, enquanto os referentes a material de construção e bens intermediários registraram retração de 1 p.p. e 0,6 p.p., na ordem. Considerada a série observada, o Nuci recuou 0,8 p.p. em relação a fevereiro de 2011, resultado de queda nos indicadores das indústrias de material de construção, 2,2 p.p.; de bens intermediários, 1,6 p.p.; e de bens de capital e de consumo, ambas com variação de 1,1 p.p.

55. A produção de autoveículos montados atingiu 217,8 mil unidades em fevereiro, expansão de 0,3% em relação a janeiro e estabilidade no trimestre, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, houve queda de 26% em relação a fevereiro de 2011 e de 4,2% no acumulado em doze meses.

56. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou variação negativa de 0,7% em fevereiro ante janeiro e crescimento de 2,9% no trimestre encerrado em fevereiro ante o trimestre anterior, dados com ajuste sazonal. Considerando dados observados, houve decréscimo de 9% em relação a fevereiro de 2011 e crescimento de 0,9% no acumulado em doze meses. As exportações de autoveículos montados somaram 36,5 mil unidades em fevereiro, retração de 21,1% em relação a igual mês do ano anterior e expansão de 5,8% no acumulado de doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, essas exportações variaram -2,8% no mês e -5,5% no trimestre.

57. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE referente a janeiro, a safra de grãos do país deverá totalizar 158,7 milhões de toneladas em 2012, representando decréscimos de 0,7% em relação à de 2011 e de 1% em relação ao terceiro prognóstico de safra divulgado em janeiro. O novo prognóstico considerou a perspectiva de adversidades climáticas na região Sul, que compromete principalmente os cultivos do

arroz e da soja. Em relação à safra de grãos de 2011, é estimado decréscimo nas colheitas de arroz, -14,9%; trigo, -11%; soja, -6,4%; e feijão, -0,6%; em oposição ao aumento de 11,4% na de milho.

Expectativas e sondagens

58. O ICC, considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, cresceu 2,9% em fevereiro, em relação a janeiro, alcançando 119,4 pontos, resultado decorrente de aumento de 2,3% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,2% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a fevereiro de 2011, o ICC recuou 2,2%, resultado de contração de 2,7% no ISA e de 1,9% no IE.

59. O ICS, calculado pela FGV, recuou 3,2% em fevereiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, atingindo 129,6 pontos, em consequência da retração de 8,1% no ISA, enquanto o IE apresentou elevação de 0,7%. Na comparação com janeiro, o ICS apresentou expansão de 2,1% em fevereiro, dados sem ajuste sazonal, resultado de aumentos de 2% no ISA e de 2,2% no IE.

60. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 124 pontos em fevereiro, representando decréscimo de 7,9% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu contrações de 9,6% no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 6,9% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em fevereiro, o ICOM registrou contração de 6,4% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciada pelas variações negativas de 7,9% no ISA-COM e de 5,3% no IE-COM.

61. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou alta de 0,2% em fevereiro, em relação a janeiro, atingindo 102,5 pontos, decorrente das variações de 0,6% no ISA e de -0,4% no IE. Em relação a fevereiro de 2011, o ICI recuou 9,1%, resultado de retração de 7,6% no ISA e de 10,6% no IE.

62. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da

FGV, atingiu 131,1 pontos em fevereiro, representando contração de 6,8% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retração de 7,9% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 5,9% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em fevereiro, o ICST registrou contração de 8,4%, comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelas variações negativas de 11,1% no ISA-ICST e de 5,9% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

63. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 118,9 mil empregos formais em janeiro, com aumento de 0,4% no estoque de contratações em relação a dezembro, após dessazonalização, dos quais 61,5 mil no setor de serviços, 42,2 mil na construção civil, 37,5 mil na indústria de transformação, e 12,3 mil na agropecuária; enquanto no comércio registrou-se eliminação de 36,3 mil vagas. No acumulado em doze meses, foi gerado 1,5 milhão de postos de trabalho, ante 2,1 milhões em igual período do ano anterior.

64. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,5% em janeiro, representando aumento de 0,8 p.p. em relação a dezembro e redução de 0,6 p.p. ante janeiro de 2011. O resultado mensal refletiu reduções de 1% na ocupação e de 0,2% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o desemprego atingiu 5,6% em janeiro, ante 5,5% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou crescimento de 0,7% em relação ao mês anterior e de 2,7% comparativamente a janeiro de 2011. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, apresentou variações respectivas de -0,3% e de 4,8%, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

65. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$2.026,5 bilhões em janeiro, correspondendo a 48,8% do PIB, com redução de 0,2% no mês e elevação de 18,4% em doze meses. A

carteira de recursos livres registrou recuo de 0,2% no mês e expansão de 16,6% em doze meses, resultado de aumentos respectivos de 0,8% e 16,6% no saldo das operações com pessoas físicas, e redução de 1,2% e elevação de 16,7% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados recuaram 0,1% no mês, registrando, porém, expansão de 21,6% em doze meses. No mês, destacou-se a contração de 1,2% nos empréstimos do BNDES e, em doze meses, a elevação de 42% nos financiamentos habitacionais.

66. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,9 p.p. em janeiro, para 38%. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas atingiram, na ordem, 45,1% e 28,7%, registrando elevação de 1,3 p.p. e de 0,5 p.p. nessa ordem.

67. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu para 498 dias em janeiro, representando aumento de um dia em relação ao mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou elevação de três dias, e o relativo ao de pessoas físicas recuou dois dias, atingindo 405 dias e 598 dias, respectivamente.

68. A taxa de inadimplência nas operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 5,6% em janeiro, com elevação de 0,1 p.p. As taxas relativas às operações com pessoas físicas e jurídicas atingiram 7,6% e 3,7%, resultado de elevação de 0,2 p.p. e redução de 0,2 p.p., respectivamente. Em relação a janeiro de 2011, a taxa de inadimplência nas operações com pessoas jurídicas variou 0,1 p.p., enquanto a relativa a pessoas físicas cresceu 1,9 p.p.

Ambiente externo

69. As perspectivas de crescimento para a economia mundial neste ano sujeitam-se a significativos riscos de baixa, haja vista a crise europeia, a desaceleração do comércio mundial e as tensões geopolíticas no Oriente Médio. Não obstante, a avaliação dos gerentes de compra apontou aumento do PMI global para 54,6 pontos em janeiro. Nos EUA, a variação anualizada do PIB do quarto trimestre foi revisada de 2,8% para 3%, influenciada pelas contribuições

de estoques e consumo privado, que somaram, na ordem, 1,9 p.p. e 1,5 p.p. ao produto. O mercado de trabalho, ainda deprimido, mantém trajetória de recuperação, com recuo da taxa de desemprego a 8,3% em janeiro, menor nível em quase três anos. A renda pessoal disponível real se expandiu 0,3% no trimestre encerrado em janeiro, ante o anterior, o que favoreceu a elevação da taxa de poupança para 4,6% em janeiro. O PMI-manufatura mantém perspectiva de expansão, apesar de recuo para 52,4 pontos em fevereiro. Na Área do Euro, a atividade assinalou contração anualizada de 1,3% no quarto trimestre de 2011, com recuo da produção industrial de 1,1% em dezembro e a taxa de desemprego atingindo 10,7% em janeiro, o mais alto valor desde a criação da união monetária. No Japão, o PIB registrou contração anualizada de 2,3% no último trimestre de 2011, sob influência negativa do setor externo, e a expectativa do Boletim de Economia Regional do BoJ, de fevereiro, é de estagnação. Em janeiro, o nível de confiança do consumidor manteve a trajetória de alta iniciada em dezembro, e as vendas no varejo avançaram 4,1%, enquanto a balança comercial registrou deficit recorde de ¥1,5 trilhão. Na China, a despeito da desaceleração do setor externo e dos riscos afetos ao setor imobiliário, a demanda interna continua robusta. Em dezembro, o valor agregado pela indústria e as vendas no varejo registraram, respectivamente, altas de 1,1% e de 1,4%. Em fevereiro, o PMI composto, medido pelo HSBC/Markit, atingiu 51,8 pontos, o mais elevado em quatro meses.

70. Desde a última reunião do Copom, os mercados acionários mantiveram a trajetória ascendente iniciada em dezembro, com o índice *Standard and Poor's 500*, dos EUA, alcançando os maiores valores desde julho de 2008, e a volatilidade, medida pelo índice VIX, recuando a patamar anterior ao agravamento da crise na Europa em agosto de 2011. Na Área do Euro, o acordo entre a Grécia e os detentores privados de bônus soberanos, com *haircut* de 53% na dívida do país, somado à aprovação de medidas adicionais de restrição fiscal pelo parlamento grego, qualificou o país para recebimento de nova ajuda da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI), diminuindo a possibilidade de *default* desordenado do país, o que aliviou a pressão no mercado da dívida do continente. Adicionalmente, o BCE deu continuidade

à compra de bônus soberanos no mercado secundário e disponibilizou, ao final de fevereiro, nova linha de refinanciamento de três anos (LTRO) para os bancos da região. No entanto, no primeiro dia de março, os depósitos das instituições financeiras no BCE alcançaram novo valor recorde, €770 bilhões. Nesse cenário, caracterizando ambiente de certa diminuição da aversão ao risco, o dólar desvalorizou-se ante as moedas de países emergentes e perdeu força ante o euro, os prêmios de risco soberano recuaram na Europa, e os CDS dos bancos europeus recuaram a partir de meados de fevereiro.

71. Os preços internacionais das *commodities* apresentaram, na margem, forte volatilidade e tendência de alta desde a última reunião do Copom, reagindo a incertezas quanto às consequências da estiagem para a safra de grãos na América do Sul, à diminuição da aversão ao risco nos mercados financeiros e à melhora nas perspectivas para o crescimento da economia global, com ênfase para a diminuição dos temores de uma desaceleração aguda da economia chinesa. Destaque-se a forte elevação do preço do petróleo no período, refletindo o acirramento de tensões geopolíticas relacionadas ao Irã.

72. O *Federal Reserve* e o BoJ enunciaram que a “estabilidade de preços de longo prazo” se materializa em meta de 2% a.a. Nos EUA, essa meta se refere ao deflator das despesas pessoais de consumo, cuja variação anual em janeiro recuou para 2,4%. No Japão, onde a inflação anual ainda se encontra próxima de zero, aquela meta se limitará, transitoriamente, ao valor de 1% a.a. Adicionalmente, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) estendeu, até o final de 2014, sua perspectiva de manutenção de juros excepcionalmente baixos. Destaque-se que novas medidas de afrouxamento quantitativo foram tomadas na Europa e no Japão. Assim, os programas de compras de ativos do BoE e do BoJ foram ampliados, respectivamente, em £50 bilhões, para £325 bilhões, e em ¥10 trilhões, para ¥65 trilhões. Na Área do Euro, as LTRO conduzidas em dezembro e em fevereiro injetaram, pela ordem, €489,2 bilhões e €529,2 bilhões. A inflação ao consumidor na Área do Euro recuou para 2,6% em janeiro, enquanto no Reino Unido, a variação anual do IPC declinou para 3,6%. Na China, a inflação ao consumidor sofreu ligeiro repique, para

4,5% em janeiro, sem alterar, contudo, a tendência de queda dos últimos seis meses, o que possibilitou ao Banco Popular da China (BPC) efetuar, no primeiro bimestre de 2012, duas reduções de 0,5 p.p. nas taxas de recolhimento compulsório. Nas demais economias emergentes e em desenvolvimento, desde a última reunião do Copom, a tendência de maior relaxamento monetário não ocorreu apenas na Colômbia, com elevação da taxa para 5% em janeiro e para 5,25% em fevereiro.

Comércio exterior e reservas internacionais

73. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$1,7 bilhão em fevereiro, resultado de exportações de US\$18 bilhões e importações de US\$16,3 bilhões. O saldo acumulado no primeiro bimestre do ano totalizou US\$423 milhões, ante US\$1,6 bilhão em igual período de 2011, refletindo aumento de 7% nas exportações e de 11,2% nas importações. A corrente de comércio cresceu 9% no ano, somando US\$67,9 bilhões, ante US\$62,3 bilhões registrados em igual período de 2011.

74. As reservas internacionais somaram US\$356,3 bilhões em fevereiro, com aumento de US\$1,3 bilhão em relação ao mês anterior. Na comparação com dezembro de 2011, as reservas aumentaram US\$4,3 bilhões. O Banco Central comprou liquidamente US\$842 milhões no mercado doméstico de câmbio a vista no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

75. Após a reunião do Copom de janeiro, a curva de juros doméstica apresentou queda em toda a sua extensão. Esse movimento foi influenciado, no cenário local, pela expectativa de continuidade do ciclo de redução da taxa Selic, pela trajetória favorável dos índices de inflação corrente e pelo anúncio do ajuste do orçamento federal para 2012. No cenário externo, contribuíram para o recuo das taxas de juros as incertezas quanto à reestruturação da dívida grega e o aumento da liquidez global após a operação de injeção de recursos no sistema bancário promovida pelo BCE. Entre 16 de janeiro e 5 de março, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,68 p.p., 0,79 p.p. e 0,96 p.p.,

respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos cederam 0,97 p.p., 0,80 p.p. e 0,61 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, recuou de 4,46% em 16 de janeiro para 3,54% em 5 de março.

76. Em 23 e 29 de fevereiro, o Banco Central realizou leilões de contratos de *swap* cambial reverso de vencimento em abril e julho de 2012, em montante equivalente a US\$1,7 bilhão em valor nominal.

77. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 17 de janeiro a 5 de março, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$39,9 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou para R\$161,0 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 16 e 33 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$234,0 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 33 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um e dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$48,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$379,5 bilhões, entre 29 de novembro de 2011 e 16 de janeiro de 2012, para R\$443,3 bilhões, entre 17 de janeiro e 5 de março. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra recuou de R\$460,0 bilhões em 16 de janeiro para R\$444,3 bilhões em 5 de março. Os principais fatores que contribuíram para a contração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a colocação líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

78. Entre 17 de janeiro e 5 de março, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$39,9 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$29,5 bilhões, sendo R\$26,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2013, 2014 e 2016,

e R\$2,8 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2018 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$2,6 bilhões, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas

do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimento em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$7,8 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
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	BNDES Participações S.A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CNT	Confederação Nacional do Transporte
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Copom	Comitê de Política Monetária
CPB	<i>Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis</i>
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPC	Despesas Pessoais de Consumo
DSGE	Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral
EFSF	<i>European Financial Stability Facility</i>
EIA	<i>U.S. Energy Information Administration</i>
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomércio-RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
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
GSCI	<i>Goldman Sachs Commodity Index</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 Coincidente Composto
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
ICST	Índice de Confiança da Construção
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativa do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPC-Global	Índice de Preços ao Consumidor – Global
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPP	Índice de Preços do Produtor
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
IT	Indústria de Transformação
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
LOA	Lei Orçamentária Anual
LTN	Letras do Tesouro Nacional
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTRO	<i>Long-Term Refinancing Operation</i>
MR	Massa de Rendimento Habitual
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional – Série B
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional – Série C
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional – Série F

Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
p.b.	pontos base
p.p.	pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PCA	Programa de Compra de Ativos
PEA	População Economicamente Ativa
Petrobras	Petróleo do Brasil S.A.
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	<i>Purchasing Managers Index</i> – Índice Gerente de Compras
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RMRVA	Razão entre a Massa de Rendimento Habitual e o Valor Adicionado ao Produto Interno Bruto
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
S&P GSCI	<i>Standard and Poor's Goldman Sachs</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
TA	Taxa de Atividade
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VA	Valor Adicionado
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>