

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.