

Relatório de Inflação

Junho 2012

Volume 14 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2012

Volume 14 | Número 2



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 14	nº 2	jun.	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 2.

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) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Secre/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>>

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	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	19
1.6 Conclusão	20
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	35
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
Operações do Banco Central no mercado aberto	40
Dívida mobiliária federal	41

Dívida Líquida do Setor Público	41
3.4 Conclusão	42

Economia internacional **47**

4.1 Atividade econômica	47
4.2 Política monetária e inflação	49
4.3 Mercados financeiros internacionais	51
4.4 <i>Commodities</i>	53
4.5 Conclusão	54

Setor externo **55**

5.1 Movimento de câmbio	55
5.2 Comércio de bens	56
5.3 Serviços e renda	57
5.4 Conta financeira	58
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	61
5.6 Conclusão	61

Perspectivas para a inflação **65**

6.1 Determinantes da inflação	66
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	74
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	82

Boxes

Revisão da Projeção para o PIB de 2012	17
Consumo Aparente de Bens Industriais: evolução recente e contribuição dos componentes	21
Evidências do Aumento de Escolaridade Média da Força de Trabalho	24
Análise do Quadro Fiscal segundo Critérios Alternativos	43
Projeção para o Balanço de Pagamentos	62
Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012	86
Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial	94
Indicadores não Tradicionais do Mercado de Trabalho	102

Anexo **109**

Apêndice **139**

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 um período de tempo prolongado. De fato, desde o último Relatório, acumularam-se evidências apontando ritmo de crescimento modesto. O aprofundamento da crise europeia, a desaceleração na China e os temores quanto à sustentabilidade da recuperação da economia dos Estados Unidos da América (EUA) se traduziram, no decorrer do segundo trimestre, em aumento da volatilidade e da aversão ao risco nos mercados financeiros. Esse quadro contemplou ainda, recuo dos preços das commodities, moderação do comércio internacional e perdas nos mercados acionários.

No Brasil, embora a recuperação venha se materializando de forma bastante gradual, de acordo com o cenário central, a atividade tende a acelerar nos próximos trimestres. 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. Nesse contexto, o impacto da deterioração do cenário internacional se transmite para a economia brasileira, entre outros canais, via confiança de empresários, fluxos de comércio exterior e de investimentos. Por outro lado, o cenário central leva em conta os efeitos, em especial sobre o consumo das famílias e sobre investimentos, do processo de afrouxamento das condições financeiras verificado nos últimos trimestres. A esse respeito, ressaltam-se os impactos das ações de política monetária implementadas desde agosto de 2011, que são defasados e cumulativos e ainda levarão algum tempo para que se manifestem integralmente sobre atividade.

A evolução das receitas e despesas do setor público no primeiro quadrimestre do ano se apresenta compatível com o cumprimento da meta de superavit primário estabelecida para 2012.

O resultado das transações correntes nos cinco primeiros meses de 2012 foi ligeiramente melhor do que

o registrado no período equivalente do ano anterior, em razão de recuo no superavit comercial, de aumento nos gastos líquidos com serviços; e, em sentido oposto, da retração nas remessas líquidas de renda, que, por sua vez, decorre de menores saídas e de maiores ingressos de lucros e dividendos. Assim como no ano anterior, o déficit nas transações correntes foi financiado integralmente pelos fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Note-se, além disso, que, no âmbito da conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações somaram US\$4,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ante US\$6,2 bilhões em todo o ano de 2011.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses recua desde o quarto trimestre do ano passado e, assim, deslocou-se de 7,31% em setembro de 2011 para 4,99% em maio deste ano. As medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena. Importante destacar, ainda, que o cenário central contempla continuidade desse movimento de recuo da inflação.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando em conta o conjunto de informações disponível até 8 de junho de 2012 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,00/US\$ e meta para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em 8,50% a.a., projeta inflação de 4,7% em 2012, de 5,0% em 2013 e de 5,1% para o segundo 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 apontam inflação de 4,7% em 2012, de 4,9% em 2013 e de 5,1% para o segundo trimestre de 2014.

No que se refere ao balanço de riscos, o Copom avalia que o cenário internacional manifesta 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, 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 superavit 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, as quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

Diante do exposto, mesmo considerando que a recuperação da atividade vem ocorrendo mais lentamente do que se antecipava, o Copom entende que, dados os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deve ser conduzido com parcimônia.

De acordo com o cenário de referência, a projeção para o crescimento do PIB em 2012 se posiciona em 2,5%, 1,0 p.p. menor do que o valor projetado no Relatório de Inflação de março de 2012. A mudança na projeção de crescimento reflete, em parte, o fato de a recuperação estar se materializando de forma bastante gradual.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2012	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}					
Comércio varejista	3,2	-0,1	0,3	0,8	
Combustíveis e lubrificantes	0,0	2,5	-0,2	2,6	
Hiper, supermercados	8,4	-1,1	-0,5	-0,8	
Tecidos, vestuário e calçados	3,4	-3,0	1,1	1,0	
Móveis e eletrodomésticos	1,3	1,3	1,2	1,5	
Artigos farmacêuticos, médicos	1,3	0,2	2,3	0,8	
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,0	-3,9	-5,3	-2,9	
Equipamentos e materiais para escritório	-2,6	5,6	-8,2	1,3	
Outros artigos de uso pessoal	3,0	1,0	-0,9	0,1	
Comércio ampliado	1,8	-0,9	0,6	0,7	
Materiais de construção	4,5	0,0	0,8	1,8	
Automóveis e motocicletas	-3,3	-2,2	-1,3	0,2	
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	3,0	3,5	4,0	2,7	
Combustíveis e lubrificantes	1,6	2,0	2,0	3,2	
Hiper, supermercados	3,1	4,6	6,9	3,2	
Tecidos, vestuário e calçados	1,5	1,5	2,0	0,4	
Móveis e eletrodomésticos	3,9	4,7	4,6	4,4	
Artigos farmacêuticos, médicos	2,1	2,2	3,3	3,2	
Livros, jornais, revistas e papelaria	4,3	1,8	-2,1	-7,3	
Equipamentos e materiais para escritório	9,3	11,4	3,9	0,7	
Outros artigos de uso pessoal	3,2	4,3	4,5	2,7	
Comércio ampliado	3,2	3,4	2,9	1,4	
Material de construção	5,1	6,0	6,5	4,7	
Automóveis e motocicletas	5,9	4,2	-0,5	-3,6	
No ano					
Comércio varejista	7,8	9,1	10,3	9,2	
Combustíveis e lubrificantes	-0,8	1,6	2,8	3,7	
Hiper, supermercados	8,5	10,8	11,4	9,3	
Tecidos, vestuário e calçados	1,5	-0,8	1,0	0,4	
Móveis e eletrodomésticos	13,2	13,3	15,8	14,9	
Artigos farmacêuticos, médicos	8,6	9,0	10,8	10,4	
Livros, jornais, revistas e papelaria	9,8	5,2	5,2	3,4	
Equipamentos e materiais para escritório	32,9	33,2	30,9	31,5	
Outros artigos de uso pessoal	13,1	9,2	9,3	7,6	
Comércio ampliado	8,3	5,7	7,3	6,2	
Materiais de construção	14,4	11,5	13,4	13,3	
Automóveis e motocicletas	7,8	-1,5	1,1	-0,3	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu, na margem com ajuste sazonal, 0,2% no trimestre encerrado em março, indicando recuperação bastante gradual da atividade. A evolução recente do agregado refletiu, de um lado, o desempenho favorável do consumo, em ambiente de expansão dos rendimentos reais e de manutenção dos indicadores de confiança em patamares elevados e, por outro, a retração nos investimentos, em linha com o desempenho desfavorável da indústria e com as incertezas associadas ao cenário econômico global. Indicadores relativos ao início do segundo trimestre revelam continuidade de crescimento da atividade na margem, movimento sustentado pela robustez do mercado doméstico.

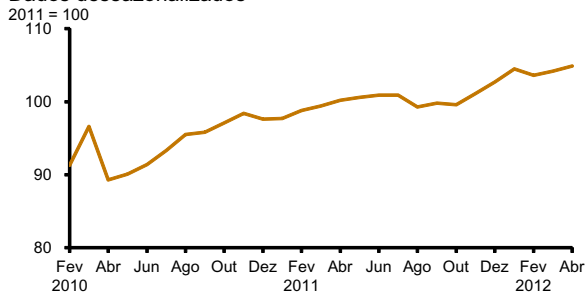
1.1 Comércio

As vendas do comércio, em especial nos segmentos mais fortemente relacionados às condições do mercado de trabalho, seguem em ritmo intenso. De fato, o comércio ampliado cresceu 1,4% no trimestre encerrado em abril de 2012, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia aumentado 3,2%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ocorreram elevações nas vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, ressaltando-se as relativas a material de construção, 4,7%; móveis e eletrodomésticos, 4,4%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 3,2%, contrastando com os recuos de 7,3% em livros, jornais, revistas e papelaria e de 3,6% nas relacionadas a veículos e motos, partes e peças, mais sensíveis às condições do mercado de crédito.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, registraram elevações respectivas de 2,7% e 3% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais assinalados nas regiões Nordeste, 6,2%, e Norte, 4,6%.

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

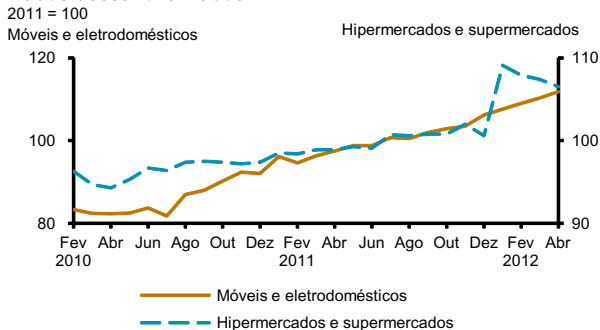
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

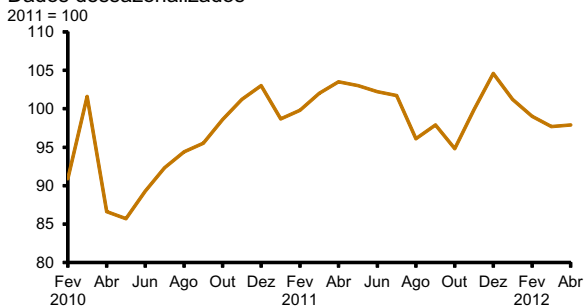
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo – Veículos e motos, partes e peças

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

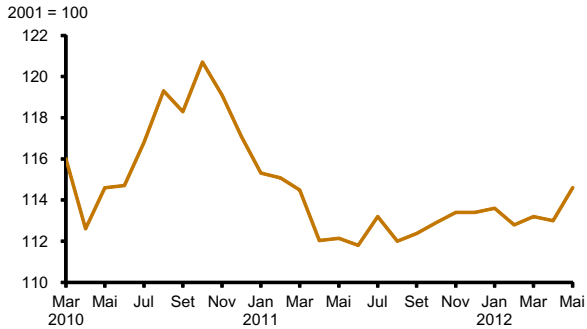
A trajetória de outros indicadores relacionados ao comércio varejista também sugere dinamismo no setor. As vendas reais dos supermercados, segmento com peso aproximado de 32% na PMC, cresceram 4,8% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, quando haviam aumentado 1,1%, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). 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 1,1% e 2,1% nas mesmas bases de comparação.

Em sentido oposto, as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), mais sensíveis às condições do mercado de crédito, recuaram 9% no trimestre encerrado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando haviam crescido 1,4%, no mesmo tipo de comparação. Vale ressaltar, entretanto, que medidas de estímulo anunciadas na segunda quinzena de maio, em especial as reduções nas alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidentes sobre produtos da indústria automotiva e do IOF sobre operações de crédito no segmento de pessoas físicas, criam perspectivas favoráveis para a recuperação das vendas do setor automobilístico nos próximos meses.

Os indicadores de inadimplência permaneceram em patamar relativamente elevado nos primeiros meses do segundo trimestre de 2012. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,5% em maio, ante 6,2% em igual mês de 2011, ressaltando-se os aumentos de 0,5 p.p. na região Centro-Oeste e de 0,3 p.p. nas regiões Sudeste e Sul. A inadimplência no estado de São Paulo atingiu 8,1% em maio, ante 8,5% em abril, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), enquanto o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor registrou aumento mensal de 5,9% em abril, considerados dados dessazonalizados.

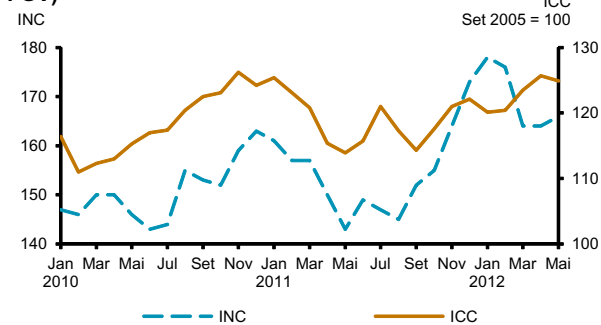
O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), após atingir patamar recorde em abril, registrou retração mensal de 1,2% em maio, resultado de retrações de 1,8% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,1% no Índice de Expectativas (IE). Vale ressaltar, entretanto, que o indicador encontra-se em patamar 11,7 pontos superior ao registrado em maio de 2011 e 15,4 pontos acima de sua média histórica.

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

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



Fontes: ACSP e FGV

Em sentido inverso, o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou elevação mensal de 1,4% em maio. O resultado refletiu melhoras nas avaliações relativas às expectativas de inflação e de desemprego, em oposição às piores assinaladas nos indicadores relacionados ao endividamento e à propensão dos consumidores em aumentar suas compras de bens de maior valor.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP registrou elevação em maio, em relação ao mês anterior. A análise regional indica a ocorrência de aumento na confiança nas regiões Sul, 5,1%, Nordeste, 0,8%, e Sudeste, 0,6% e de redução na região Norte/Centro-Oeste, 2,5%.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, atingiu 163 pontos em maio, ante 165 pontos no mês anterior e 153 pontos em maio de 2011. A retração mensal decorreu de recuo de 7 pontos no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de elevação de 1,5 ponto no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC). Ressalte-se que o indicador encontra-se em patamar próximo ao recorde alcançado em fevereiro de 2012.

O IEC, calculado pela Fecomércio-RJ para a Região Metropolitana do Rio de Janeiro, apresentou elevação mensal de 0,4% em abril, reflexo de retração de 0,1% no componente Situação Financeira Presente e aumento de 1% no indicador Expectativas Financeiras.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria decresceu 0,1% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia recuado 1,3%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa cresceu 1,5% e a de transformação registrou retração de 0,2%, com ênfase nas reduções nas atividades fumo, 15,8%; diversos, 4,4%; e veículos automotores, 4,3%. Em oposição, ocorreram aumentos nas indústrias de calçados e couro, 8,4%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 5,4%; e refino de petróleo e álcool, 3,8%.

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

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

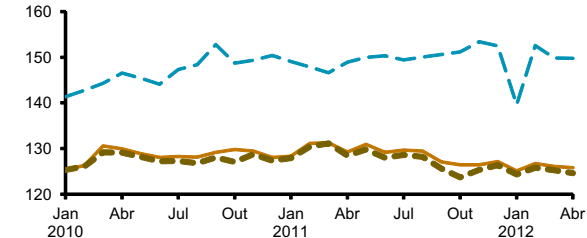
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100



— Indústria geral
 - - - Indústria extrativa
 - - - Indústria de transformação

Fonte: IBGE

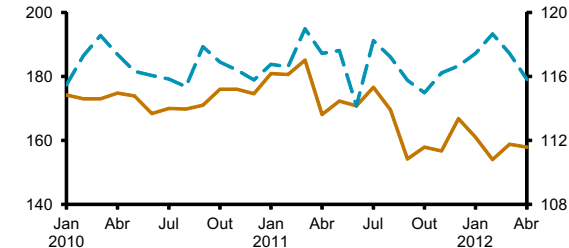
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2002 = 100

Duráveis



— Duráveis
 - - - Semi e não duráveis

Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

A análise por categorias de uso revela que as indústrias de bens de consumo duráveis, bens de capital e de bens intermediários registraram recuos respectivos de 2,9%, 2,6% e 0,1%, no trimestre encerrado em abril, contrastando com a expansão de 0,5% na produção de bens de consumo semi e não duráveis.

O pessoal ocupado na indústria recuou 0,4% no trimestre encerrado em abril, em relação ao terminado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real cresceu 3,4%.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84% em maio, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV, ante 83,9% em abril. O indicador cresceu 0,3 p.p., para 83,9%, no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, resultado de aumentos de 1 p.p. nas indústrias de bens intermediários e de bens de consumo não duráveis e de 0,1 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis, e de retração de 0,7 p.p. na UCI da indústria de bens de capital.

Os estoques industriais, após recuarem nos quatro primeiros meses do ano, voltaram a se elevar em maio. De acordo com a Sondagem da Indústria de Transformação da FGV, o índice de estoques da indústria atingiu 104,6 pontos em maio¹, ante 102,7 pontos em abril e 101,6 pontos em igual mês de 2011.

O Índice de Confiança da Indústria² (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, apresentou aumento mensal de 0,1 ponto em maio, para 103,4 pontos. A recuperação do otimismo do setor industrial, iniciada ao final de 2011, prosseguiu no trimestre encerrado em maio, quando o ICI médio cresceu 1 ponto em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, evolução decorrente de aumentos nos indicadores relacionados às indústrias de bens de capital, 2,5 pontos, e de bens intermediários, 0,9 ponto, e de recuos respectivos de 6,4 pontos e 0,1 ponto nos relativos às indústrias de bens de consumo duráveis e de bens e consumo não duráveis.

O Índice de Gerentes de Compras (PMI)³, considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 49,3 pontos em

1/ Observe-se que, neste caso, calculou-se o complemento de 200 pontos do índice original divulgado pela FGV, de modo que valores acima de 100 indicam estoques excessivos.

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

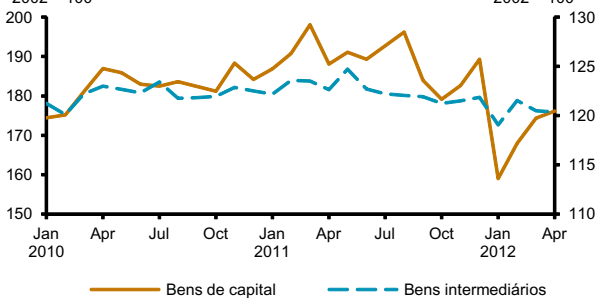
3/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

Bens de capital
2002 = 100

Bens intermediários
2002 = 100

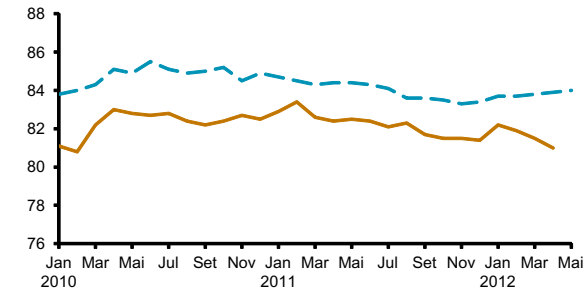


Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação

%



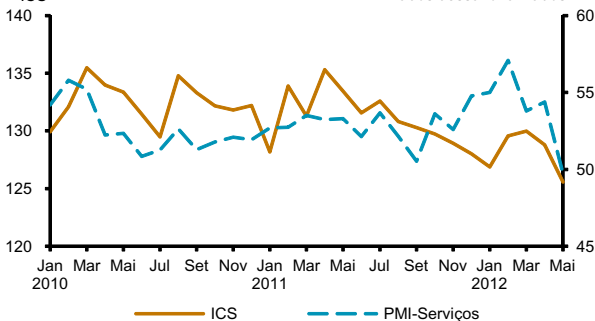
Fontes: CNI e FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Índice de Confiança de Serviços

ICS e PMI-Serviços

ICS

PMI-Serviços
Dados dessazonalizados

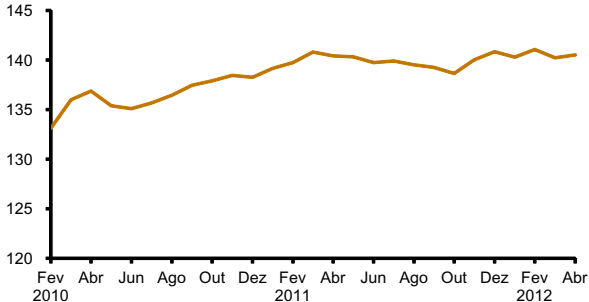


Fontes: FGV e Markit

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

2002 = 100



maio, sinalizando contração da atividade industrial pelo segundo mês seguido e revertendo a trajetória de expansão observada no primeiro trimestre do ano.

Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, que reflete a confiança do empresariado do setor de serviços, recuou 2,5% em maio, em bases mensais, ante variações de -0,9% em abril e de 0,3% em março. O resultado de maio decorreu de recuos de 3% no Índice de Expectativas (IE-S) e de 1,9% no Índice de Situação Atual (ISA-S). Ressalte-se que, em maio, o ICS registrou a décima retração consecutiva em base interanual.

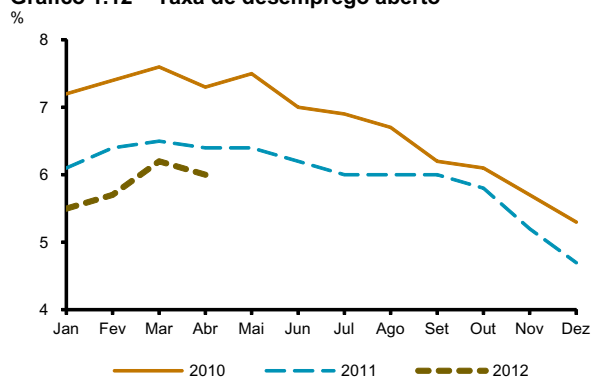
O Índice de Gerentes de Compras (PMI-Serviços) relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 49,7 pontos em maio, ante 54,4 pontos em abril, primeiro indicativo de retração desde agosto de 2009. O indicador sem ajuste sazonal atingiu 50,9 pontos no mês, ante 55,5 pontos em abril e em maio de 2011.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), sugerindo continuidade do ritmo de crescimento moderado da atividade, aumentou 0,15% no trimestre encerrado em abril de 2012, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia registrado crescimento de 0,89%, nesse tipo de análise, dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador registrou queda de 0,02% em abril, ante elevações de 0,91% em março, 0,86% em fevereiro e 1,45% em janeiro.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, que considera as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 6,0% em abril de 2012. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de 5,7% no trimestre encerrado em abril, ante 5,6% naquele encerrado em janeiro, resultado de crescimento de 0,8% do pessoal ocupado e de 0,9% da População Economicamente Ativa (PEA).

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto

Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2011	2012		
		1º trim	Abr	No ano ^{2/}
Total	1 566,0	381,2	217,0	598,2
Indústria de transformação	174,7	52,0	30,3	82,3
Comércio	368,6	-36,6	33,7	-2,9
Serviços	786,3	237,8	82,9	320,7
Construção civil	149,0	105,9	40,6	146,6
Agropecuária	50,5	-5,2	21,9	16,7
Serviços ind. de util. pública	7,7	2,9	2,1	5,0
Outros ^{1/}	29,3	24,3	5,5	29,8

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a abril.

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram gerados 479,3 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em abril, ante 645,7 mil no período correspondente de 2011, dos quais 259,2 mil no setor de serviços, 104,4 mil na construção civil e 44,9 mil na indústria de transformação.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal nas regiões abrangidas pela PME cresceu 5,4% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual intervalo de 2011, registrando-se elevações respectivas de 8,5%, 5,5% e 3,9% nos segmentos de ocupados por conta própria e de empregados do setor privado sem carteira e com carteira assinada. A análise setorial revela que os aumentos mais acentuados ocorreram nas atividades serviços domésticos, 9,2%; outros serviços, que abrange atividades de alojamento, transporte, limpeza urbana e serviços pessoais, 8,9%; e construção civil, 8,7%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 7,3% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2012, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

A análise sob a ótica da oferta revela que o desempenho do PIB, na margem, decorreu de variações respectivas de -7,3%, 1,7% e 0,6% no setor primário, na indústria e nos serviços. Ressalte-se que o crescimento do setor industrial ocorreu após três recuos trimestrais consecutivos.

O exame dos componentes da demanda revela que o consumo do governo e o consumo das famílias registraram aumentos trimestrais respectivos de 1,5% e 1%, contrastando com a retração de 1,8% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). No âmbito do setor externo, as importações aumentaram 1,1% e as exportações, 0,2%.

O PIB registrou aumento de 0,8% em relação ao primeiro trimestre de 2011, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 1,6% nos serviços, 0,1% na indústria e de -8,5% na agropecuária. No setor terciário, as atividades que apresentaram dinamismo mais acentuado foram serviços

Revisão da Projeção para o PIB de 2012

A projeção de crescimento para o Produto Interno Bruto (PIB) foi revisada de 3,5%, divulgada nos dois últimos Relatórios de Inflação, para 2,5%. A nova estimativa incorpora os resultados do primeiro trimestre 2012; dados preliminares referentes ao segundo trimestre, período em que a retomada da atividade vem ocorrendo de forma bastante gradual; e a atualização do cenário macroeconômico para a segunda metade do ano.

A produção agropecuária deverá recuar 1,5% no ano, conforme a Tabela 1. Ressalte-se que a redução de 4 p.p. em relação à estimativa anterior reflete, em especial, o resultado negativo registrado no primeiro trimestre do ano, quando o produto do segmento decresceu 8,5% em relação ao período equivalente de 2011, com destaque para as perdas na produção de soja.

A expansão anual do setor industrial para 2012 está estimada em 1,9%. A redução de 1,8 p.p. em relação à estimativa anterior evidencia as revisões relacionadas à indústria extrativa, de 5% para 3%; à indústria de transformação, de 3% para 0,5%; à construção civil, de 5% para 4% e à produção e distribuição de eletricidade, gás e água, de 3,6% para 3,5%.

O crescimento projetado para o setor de serviços foi revisto de 3,3% para 2,8%, resultado de reduções nas estimativas de expansão de seis das sete atividades incluídas na análise, ressaltando-se as registradas nos segmentos intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, de 6,5% para 4,0%; outros serviços, de 2,5% para 1,9%; e transporte, armazenagem e correio, 3,9% para 3,3%. Essas alterações, além de

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2011				2012	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	3,3	1,2	2,8	3,9	-8,5	-1,5
Indústria	3,8	2,9	2,3	1,6	0,1	1,9
Extrativa mineral	3,3	3,2	3,0	3,2	2,2	3,0
Transformação	2,9	2,3	1,2	0,1	-2,6	0,5
Construção civil	5,5	3,8	3,8	3,6	3,3	4,0
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	5,0	4,2	4,1	3,8	3,6	3,5
Serviços	4,0	3,8	3,2	2,7	1,6	2,8
Comércio	5,4	5,5	4,1	3,4	1,6	3,4
Transporte, armazenagem e correio	4,6	3,9	3,2	2,8	1,2	3,3
Serviços de informação	4,5	5,2	4,9	4,9	4,1	4,7
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	6,3	5,6	4,7	3,9	0,3	4,0
Outros serviços	3,5	3,5	2,8	2,3	0,5	1,9
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,6	1,5	1,4	1,2	1,5
Administração, saúde e educação públicas	3,0	2,9	2,6	2,3	2,9	2,5
Valor adic. a preços básicos	3,9	3,4	2,9	2,5	0,6	2,3
Impostos sobre produtos	6,5	6,2	5,1	4,3	1,6	3,5
PIB a preços de mercado	4,2	3,8	3,2	2,7	0,8	2,5

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2011				2012	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	IV Tri ^{1/}
PIB a preços de mercado	4,2	3,8	3,2	2,7	0,8	2,5
Consumo das famílias	6,0	5,8	4,8	4,1	2,5	3,5
Consumo do governo	1,8	2,7	2,2	1,9	3,4	3,2
Formação Bruta de						
Capital Fixo	8,8	7,5	5,7	4,7	-2,1	1,0
Exportação	4,0	5,2	4,8	4,5	6,6	4,1
Importação	13,4	14,1	11,0	9,7	6,3	5,6

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

incorporarem os resultados relativos ao primeiro trimestre e variáveis coincidentes do segundo trimestre, consideram o impacto sobre o setor de serviços das revisões nas estimativas de crescimento dos setores primário e secundário.

No âmbito da demanda agregada (Tabela 2), a nova projeção considera crescimento de 3,5% para o consumo das famílias, ante 4% na estimativa anterior enquanto a previsão para o consumo de governo foi mantida em 3,2%.

A estimativa para o crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) foi reduzida de 5% para 1%, revisão associada ao recuo interanual de 2,1% registrado no primeiro trimestre e aos indicativos, considerado o desempenho de variáveis coincidentes, de recuperação moderada no segundo trimestre. Para o segundo semestre, espera-se recuperação consistente deste componente da demanda, tanto na parte associada à construção civil como na vinculada à absorção de máquinas e equipamentos.

Em relação ao componente externo da demanda, as exportações e as importações de bens e serviços devem registrar elevações anuais de 4,1% e 5,6%, respectivamente, ante estimativas anteriores de 3% e 7%. A revisão no prognóstico para as vendas externas está em linha com o resultado do primeiro trimestre e as perspectivas de baixo crescimento global, enquanto a redução na estimativa para as importações incorpora o resultado do primeiro trimestre e leva em conta o recuo nas projeções para o consumo das famílias e para a formação bruta de capital fixo.

A contribuição da demanda interna para a expansão anual do PIB está estimada em 2,7 p.p., a menor desde 2005, excetuando-se o ano de 2009, enquanto o setor externo deverá exercer impacto negativo de 0,2 p.p. para a evolução do agregado em 2012.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2011				2012
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	3,3	1,2	2,8	3,9	-8,5
Indústria	3,8	2,9	2,3	1,6	0,1
Extrativa mineral	3,3	3,2	3,0	3,2	2,2
Transformação	2,9	2,3	1,2	0,1	-2,6
Construção civil	5,5	3,8	3,8	3,6	3,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	5,0	4,2	4,1	3,8	3,6
Serviços	4,0	3,8	3,2	2,7	1,6
Comércio	5,4	5,5	4,1	3,4	1,6
Transporte, armazenagem e correio	4,6	3,9	3,2	2,8	1,2
Serviços de informação	4,5	5,2	4,9	4,9	4,1
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	6,3	5,6	4,7	3,9	0,3
Outros serviços	3,5	3,5	2,8	2,3	0,5
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,6	1,5	1,4	1,2
Administração, saúde e educação públicas	3,0	2,9	2,6	2,3	2,9
Valor adic. a preços básicos	3,9	3,4	2,9	2,5	0,6
Impostos sobre produtos	6,5	6,2	5,1	4,3	1,6
PIB a preços de mercado	4,2	3,8	3,2	2,7	0,8
Consumo das famílias	6,0	5,8	4,8	4,1	2,5
Consumo do governo	1,8	2,7	2,2	1,9	3,4
Formação Bruta de					
Capital Fixo	8,8	7,5	5,7	4,7	-2,1
Exportação	4,0	5,2	4,8	4,5	6,6
Importação	13,4	14,1	11,0	9,7	6,3

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2011				2012
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	0,9	0,5	-0,1	0,2	0,2
Agropecuária	6,8	-1,8	1,2	-0,1	-7,3
Indústria	1,4	-0,4	-0,8	-0,5	1,7
Serviços	0,5	0,8	-0,3	0,4	0,6
Consumo das famílias	0,5	0,6	-0,1	1,0	1,0
Consumo do governo	-0,2	2,1	-0,8	0,5	1,5
Formação Bruta de					
Capital Fixo	2,1	1,1	-0,6	-0,6	-1,8
Exportação	-2,2	2,1	1,8	1,8	0,2
Importação	1,1	4,9	-1,8	2,1	1,1

Fonte: IBGE

de informação, 4,1%, e administração, educação e saúdes públicas, 2,9%. O resultado da indústria refletiu a retração de 2,6% na indústria de transformação, parcialmente neutralizada pelos crescimentos na produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 3,6%, e na construção civil, 3,3%. O desempenho negativo do setor primário evidenciou, em especial, os resultados adversos nas culturas de soja, arroz, e fumo.

No âmbito da demanda, o componente interno exerceu contribuição de 0,8 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 1,7 p.p. no trimestre encerrado em dezembro de 2011, resultado de variações no consumo do governo, 3,4%; no consumo das famílias, 2,5%; e na FBCF, -2,1%. O setor externo, traduzindo aumentos respectivos de 6,3% e 6,6% nas importações e nas exportações, exerceu contribuição nula no período.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, recuaram 2,1% no primeiro trimestre de 2011, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, a FBCF decresceu 1,8% em relação ao trimestre encerrado em dezembro de 2011, quando apresentara retração de 0,6%, mantendo-se em patamar semelhante ao do último trimestre de 2010.

A absorção de bens de capital decresceu 9,7% no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2011, resultado de variações respectivas de -11,6%, 8,2% e 4,3% na produção, exportação e importação desses bens. O recuo na produção de bens de capital decorreu de retrações em cinco das sete atividades classificadas na categoria, com destaque para a redução de 16,3% na indústria de equipamentos de transporte⁴.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESPar) – somaram R\$24,5 bilhões no primeiro trimestre de 2012, recuando 1,5% em relação a igual período do ano anterior. Os recursos destinados às indústrias extrativa e de transformação contraíram-se 63,8% e 12,7%, respectivamente, enquanto os desembolsos

4/ O resultado negativo registrado nesta indústria refletiu a antecipação da produção de veículos pesados ao longo do segundo semestre de 2011. Esse posicionamento das empresas ocorreu em resposta à obrigatoriedade, a partir do início de 2012, da utilização de tecnologia mais eficiente, e de custo mais elevado, no que se refere a emissão de poluentes.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	2012			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Insumos da construção civil	3,3	2,5	3,4	3,5
Bens de capital	-13,1	-14,6	-11,6	-9,8
Tipicamente industrializados	3,9	4,8	1,3	1,4
Agrícolas	32,1	17,4	10,8	8,7
Peças agrícolas	-24,3	-20,9	-21,9	-27,3
Construção	3,7	-9,3	-12,6	-12,6
Energia elétrica	-34,2	-31,5	-22,4	-18,0
Equipamentos de transporte	-26,2	-23,2	-16,3	-14,7
Misto	-5,8	-8,8	-9,2	-6,7

Fonte: IBGE

para a agropecuária e o comércio e serviços aumentaram, na ordem, 4,8% e 6%. Os recursos absorvidos pelos segmentos comércio e serviços, e indústria de transformação representaram 65% e 24,8%, respectivamente, do total dos desembolsos do período.

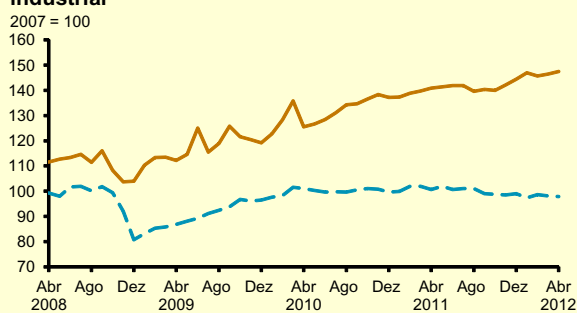
1.6 Conclusão

A economia brasileira manteve ritmo de crescimento modesto no primeiro trimestre do ano, a despeito do desempenho favorável do mercado de trabalho e, principalmente, do consumo das famílias. Destaque-se a contribuição negativa do setor agropecuário para o crescimento econômico nesse começo de 2012, influenciada por significativas quebras de safra nas culturas de soja, arroz e fumo.

A evolução de importantes indicadores no segundo trimestre do ano sinaliza a continuidade da retomada gradual da economia brasileira, processo que tende a se acentuar no segundo semestre, favorecido pelos efeitos defasados e cumulativos das ações de política monetária e pelo impacto das medidas recentes de estímulo à atividade industrial e ao consumo.

Consumo Aparente de Bens Industriais: evolução recente e contribuição dos componentes

Gráfico 1 – Comércio ampliado e produção industrial^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries dessazonalizadas.

As estatísticas relacionadas às vendas do comércio e à produção da indústria sugerem que o dinamismo registrado pela demanda interna no período recente não vem sendo acompanhado pelo desempenho do setor industrial, conforme Gráfico 1. Nesse cenário, elevações da demanda interna ao menos parcialmente devem ser atendidas por importação de bens. Este boxe analisa a evolução do consumo aparente de bens industriais no período de 2008 a 2011 e no primeiro quadrimestre de 2012, com ênfase no desempenho de seus componentes¹.

O consumo aparente de bens industriais é definido como o total da produção industrial doméstica e importações, deduzidas as exportações desses bens. Para cálculo do consumo aparente, foram utilizados, na ordem, o índice de produção física da indústria, da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física – Brasil (PIM-PF–Brasil) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o índice de *quantum* total das importações de manufaturados e o de exportações, conforme divulgados pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex)². Os resultados encontram-se na Tabela 1.

Cabe notar que o consumo aparente de bens industriais cresceu 16,7% de 2008 a 2011, ante expansão de 15,8% do Produto Interno Bruto (PIB), sendo observadas oscilações significativas coincidentes com a crise internacional em 2009 e com o agravamento da crise europeia. Nesse período,

1/ O exercício foi realizado para a indústria geral e para três categorias de uso selecionadas. Não foi incluído o segmento de bens intermediários, em virtude de as classificações por categorias de uso do IBGE e da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) não serem plenamente compatíveis, principalmente no caso dos bens intermediários, onde a Funcex exclui os combustíveis, divulgando-os num índice à parte.

2/ Os pesos dos componentes do consumo aparente de bens industriais foi determinado a partir dos respectivos valores disponíveis no Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE de 2009. Foi considerada para os três componentes a soma dos valores referentes às indústrias extrativa e de transformação. A desagregação por categorias de uso considerou os pesos desses segmentos na PIMPF-Brasil e as participações de cada categoria de uso nos totais importados e exportados em 2009.

Tabela 1 – Consumo aparente de bens industriais – Indústria geral e categorias de uso selecionadas

Variação interanual e contribuição dos componentes

	Peso ^{1/}	2008		2009		2010		2011		2012 ^{2/}		Acumulado 2011-2007	
		Var.		Var.		Var.		Var.		Var.		Var.	
		(%)	(p.p.)	(%)	(p.p.)	(%)	(p.p.)	(%)	(p.p.)	(%)	(p.p.)	(%)	(p.p.)
Indústria geral													
Consumo	100,0	6,9	6,9	-6,3	-6,3	14,6	14,6	1,6	1,6	-2,4	-2,4	16,7	16,7
Produção	99,5	3,1	3,2	-7,4	-7,4	10,5	10,4	0,3	0,2	-2,8	-2,7	5,9	6,1
Importação	14,8	17,7	2,7	-16,9	-2,8	37,0	5,5	8,9	1,6	2,3	0,4	45,9	6,9
Exportação	-14,3	-5,0	1,0	-22,8	4,0	8,9	-1,3	1,7	-0,2	1,1	-0,1	-18,8	3,7
Bens de capital													
Consumo	100,0	21,5	21,5	-10,7	-10,7	26,0	26,0	5,5	5,5	-8,6	-8,6	44,3	44,3
Produção	86,5	14,3	14,2	-17,4	-16,3	20,9	18,0	3,3	2,7	-9,8	-7,9	17,8	17,7
Importação	26,7	34,6	8,4	-11,8	-3,2	39,8	10,7	12,9	3,8	4,4	1,3	87,5	21,4
Exportação	-13,3	5,0	-1,2	-42,7	8,8	20,0	-2,7	8,5	-1,1	18,5	-2,0	-21,7	5,2
Bens de consumo duráveis													
Consumo	100,0	8,4	8,4	-3,3	-3,3	13,6	13,6	2,3	2,3	-10,3	-10,3	21,8	21,8
Produção	94,9	3,8	3,9	-6,4	-6,3	10,3	9,7	-2,0	-1,9	-10,3	-9,2	5,0	5,1
Importação	11,4	43,1	3,6	-0,6	-0,1	47,8	5,5	27,1	4,0	-9,0	-1,5	167,2	14,1
Exportação	-6,3	-8,4	0,9	-32,7	3,0	24,6	-1,6	-1,8	0,1	-6,4	0,4	-24,6	2,6
Bens de consumo não duráveis													
Consumo	100,0	2,1	2,1	-0,9	-0,9	6,2	6,2	0,9	0,9	1,5	1,5	8,7	8,7
Produção	104,2	1,4	1,4	-1,5	-1,6	5,3	5,5	-0,2	-0,2	0,7	0,7	5,0	5,3
Importação	3,9	11,1	0,4	2,8	0,1	23,3	0,9	15,3	0,7	12,9	0,6	62,3	2,2
Exportação	-8,2	-3,4	0,3	-6,5	0,6	2,0	-0,2	-5,9	0,5	-2,0	0,1	-13,3	1,2

Fonte: IBGE e Funcex. Elaboração: BCB.

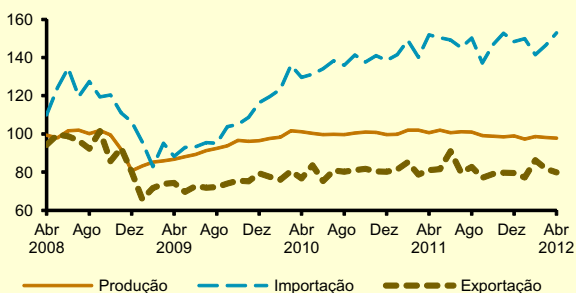
1/ Participação estimada no consumo aparente de bens industriais em 2009.

2/ Até abril.

a produção, as importações e as exportações de bens industriais registraram variações respectivas de 5,9%, 45,9% e -18,8%, exercendo contribuições de 6,1 p.p., 6,9 p.p. e 3,7 p.p. para a expansão acumulada do consumo desses bens. Vale ressaltar, ainda, que a participação dos importados no atendimento da expansão anual do consumo de bens industriais passou de, aproximadamente, 40% em 2008 e 2010, para 100% em 2011.

Gráfico 2 – Produção industrial, importação e exportação – Volume^{1/}

2007 = 100



Fonte: IBGE e Funcex

1/ Séries dessazonalizadas.

A decomposição do consumo aparente evidencia desempenhos distintos de seus componentes no período em análise, conforme ilustrado no Gráfico 2.

A análise por categorias de uso revela que o consumo de bens de capital cresceu 44,3% de 2008 a 2011, favorecido pelas medidas de incentivo ao investimento implementadas pelo governo nos últimos anos^{3/}; pelo otimismo do empresariado e melhores condições de crédito, em parte relevante

3/ Nesse sentido, pode-se citar como exemplos a Política de Desenvolvimento da Produção (PDP), lançada em 2008, que, entre outras medidas, incluiu o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), com a finalidade de estimular a produção, a aquisição e a exportação de bens de capital e a inovação tecnológica, e o Plano Brasil Maior (PBM), lançado em 2011, que também ampliou o PSI.

do período; e pela apreciação do real. A abertura por componentes do consumo mostra também que cerca de metade da demanda adicional por bens de capital foi atendida por importações, que cresceram 87,5% de 2008 a 2011 e, assim, responderam por 21,4 p.p. do aumento do consumo aparente de bens de capital, ante contribuição de 17,7 p.p. da produção doméstica.

O consumo de bens duráveis, segmento que mais se beneficiou das melhores condições nos mercados de trabalho e de crédito, cresceu 21,8% no quadriênio terminado em 2011. Entretanto, a produção interna desses bens aumentou 5% nesse período e respondeu por 5,1 p.p. do aumento da demanda. Por conseguinte, o volume importado de bens duráveis cresceu 167,2% e contribuiu com aproximadamente dois terços do aumento total do consumo no quadriênio.

A demanda por bens não duráveis, menos sensível ao crédito, registrou a menor taxa de crescimento entre os três segmentos, de 8,7% no período considerado. A produção interna se elevou 5% e respondeu por 5,3 p.p. do aumento registrado no quadriênio, comparativamente à contribuição de 2,2 p.p. de importações, que experimentaram expansão de 62,3%.

Em resumo, este Boxe trata da evolução da demanda doméstica por bens industriais no Brasil, a qual experimentou crescimento vigoroso no período de 2008 a 2011, em média, de 3,9% ao ano. A decomposição do consumo aparente revelou que, no quadriênio analisado, parte significativa do aumento do consumo doméstico foi atendida por produtos importados, em especial nos segmentos de bens de capital e de consumo duráveis.

Evidências do Aumento de Escolaridade Média da Força de Trabalho

Alguns aspectos relevantes sobre a evolução do mercado de trabalho do país, no período de 2003 a 2010, foram apresentados em boxe constante do Relatório de Inflação de setembro de 2011. Foi mencionado, por exemplo, que nesse período houve aumentos na ocupação e nos rendimentos reais, e expressiva redução da taxa de desemprego e do trabalho juvenil, bem como aumento da formalização, do nível de escolaridade dos trabalhadores e da carga horária¹.

Dada a relevância do tema para a política monetária, este boxe, objetiva aprofundar a análise feita no boxe anterior².

O Gráfico 1 apresenta a evolução da Taxa de Atividade³, com destaque para a redução acentuada no caso da parcela mais jovem da população, ainda em idade escolar, nas faixas de 10/15 anos (potencialmente cursando o ensino fundamental) e de 16/18 anos (potencialmente cursando o ensino médio). Esses dados sugerem aumento tanto na escolaridade média quanto na idade média dos indivíduos ao ingressarem no mercado de trabalho.

A fim de explorar esses pontos, considerou-se o subgrupo de pessoas desocupadas que buscam o primeiro emprego.

Nesse sentido, de acordo com o Gráfico 2, entre 2003 e 2011 a idade média das pessoas em

Gráfico 1 – Taxa de atividade

Por faixa etária (anos)

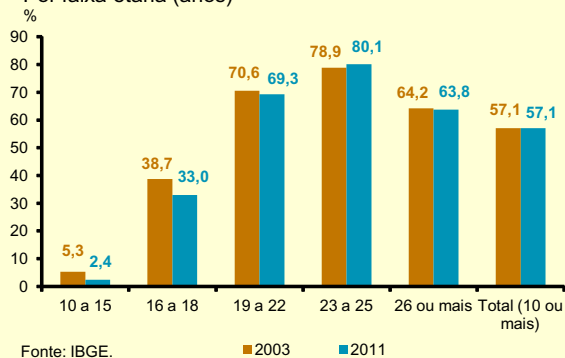
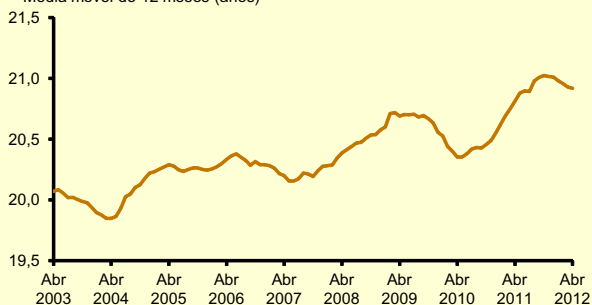


Gráfico 2 – Idade média

Desocupados em busca do 1º emprego

Média móvel de 12 meses (anos)



1/ O boxe Evolução Recente do Mercado de Trabalho no Brasil: Aspectos Quantitativos e Qualitativos encontra-se na página 17 do Relatório de Inflação de setembro de 2011.

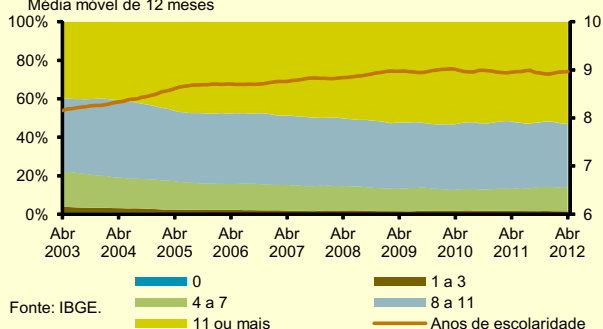
2/ A análise se baseia nos microdados da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no período de abril de 2003 a abril de 2011.

3/ Taxa de atividade é a relação entre a População Economicamente Ativa (PEA) e a População em Idade Ativa (PIA) e representa, portanto, o percentual das pessoas que busca emprego e/ou está empregado.

busca do primeiro emprego passou de 19,9 anos para 21 anos, corroborando a hipótese de que as pessoas estão, em média, entrando com idade mais avançada no mercado de trabalho.

Gráfico 3 – Escolaridade e busca do 1º emprego

Tamanho relativo do grupo, por grau de instrução (área - eixo esquerdo)
Média de anos de escolaridade (linha - eixo direito)
Média móvel de 12 meses



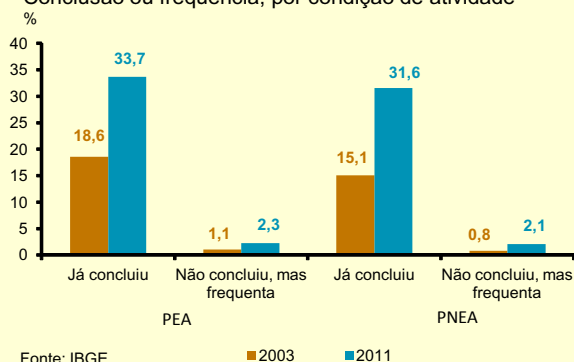
Fonte: IBGE.

Por sua vez, o Gráfico 3 identifica a evolução da escolaridade do mesmo subgrupo⁴. Vale ressaltar que a parcela das pessoas que busca o primeiro emprego com 11 ou mais anos de estudo aumentou de 39,7%, em 2003, para 51,7% em 2008 percentual que se repetiu em 2011, com o número médio de anos de estudo se deslocando de 8,3 em 2003 para 8,9 em 2008, e se estabilizando nesse patamar.

Ressalte-se que a estabilidade registrada no número médio de anos de estudo dos indivíduos em busca do primeiro emprego (Gráfico 3) não sugere, necessariamente, interrupção do aumento da escolaridade média da força de trabalho, pois no cálculo da média considerou-se o limite inferior do intervalo⁵, portanto, eventuais alterações na distribuição dentro do intervalo foram desconsideradas.

Gráfico 4 – Realização de curso de qualificação

Conclusão ou frequência, por condição de atividade



Fonte: IBGE.

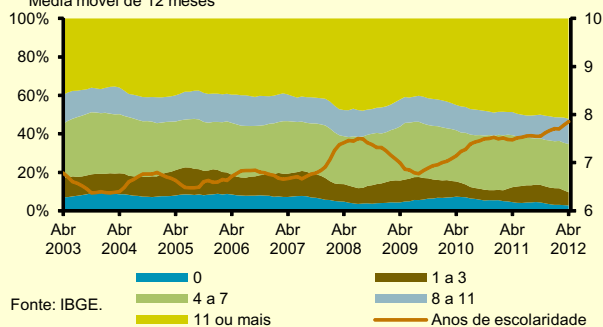
Existe, ainda, a possibilidade de o indivíduo estudar após o ingresso no mercado de trabalho. Entre as pessoas com 26 ou mais anos de idade que participavam da População Economicamente Ativa (PEA) em 2011, por exemplo, 4,6% frequentava algum curso formal. Em outra vertente, existe a possibilidade de participação em cursos de qualificação profissional que, embora não se reflitam sobre os anos de escolaridade (instrução formal) do indivíduo, contribuem para sua capacitação e aumento produtividade. A propósito, o Gráfico 4 mostra que, em 2011, 33,7% da PEA respondeu já ter concluído algum curso de qualificação profissional, ante 18,6% em 2003. E no caso da População Não Economicamente Ativa (PNEA), 31,6% e 15,1%, respectivamente.

4/ As áreas coloridas mostram a segmentação desse subgrupo por anos de escolaridade e a linha constitui a média de anos médios de estudo. A medida de escolaridade utilizada tem cinco categorias de escolaridade: (i) sem instrução ou menos de 1 ano de estudo; (ii) de 1 a 3 anos de estudo; (iii) de 4 a 7 anos de estudo; (iv) de 8 a 10 anos de estudo; e (v) 11 ou mais anos de estudo. Para a construção da série de anos médios de estudo, atribuiu-se a cada categoria o valor inferior do seu intervalo, isto é, 0, 1, 4, 8, 11, respectivamente. Ressalte-se que mudanças composicionais dentro de faixa não são captadas, e que isso pode se refletir na medida de anos médios de estudo. Por exemplo, aumento das pessoas com alguma instrução superior, em detrimento das pessoas com apenas o ensino médio completo, não afeta o tamanho da categoria “11 anos ou mais de estudo” e, portanto, não afeta a série de anos de escolaridade.

5/ Ver nota de rodapé anterior.

Gráfico 5 – Escolaridade e aposentadoria

Tamanho relativo do grupo, por grau de instrução (área - eixo esquerdo)
Média de anos de escolaridade (linha - eixo direito)
Média móvel de 12 meses



Adicionalmente, em termos de migração de indivíduos da PEA para a PNEA⁶, o Gráfico 5 mostra que a escolaridade média da população que passa para a inatividade avançou de 6,4 em 2003 para 7,7 em 2011, o que também suporta a hipótese de aumento da escolaridade da PEA.

Em resumo, este box apresenta evidências de aumento, entre 2003 e 2011, do período de frequência à escola por indivíduos com idade até 18 anos. Além disso, as estatísticas apontam crescimento do nível de escolaridade das pessoas que estão se aposentando. Essas e outras evidências sugerem, por fim, melhora na qualificação da mão de obra, bem como na produtividade média do trabalhador ao longo dos últimos anos.

6/ Esse fenômeno ocorre quando os indivíduos que migram da PEA para a PNEA detém nível de instrução menor que a média da força de trabalho.

As taxas de inflação apresentaram comportamento distinto no trimestre finalizado em maio, ocorrendo arrefecimento dos preços ao consumidor e aceleração dos índices gerais. A desaceleração registrada nos preços ao consumidor traduziu, em especial, a redução de pressões no segmento de preços livres, notadamente dos grupos alimentação e educação, este último evidenciando o esgotamento do impacto dos reajustes anuais das mensalidades escolares. A aceleração dos índices gerais de preços refletiu as elevações nos preços industriais e agrícolas, em grande parte, devido à recente depreciação cambial.

Nesse contexto, dando continuidade a movimento iniciado no quarto trimestre de 2011, as taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses seguiram em redução. Vale ressaltar que as elevações recentes nos preços no atacado, consideradas as evidências sobre seu repasse potencial, deverão exercer impacto limitado sobre os preços ao consumidor.

2.1 Índices gerais

A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, atingiu 2,51% no trimestre encerrado em maio, ante 0,21% naquele finalizado em fevereiro. Esse comportamento refletiu o impacto dos aumentos nos custos da construção civil e nos preços no atacado, neutralizado, em parte, pelas menores variações dos preços ao consumidor.

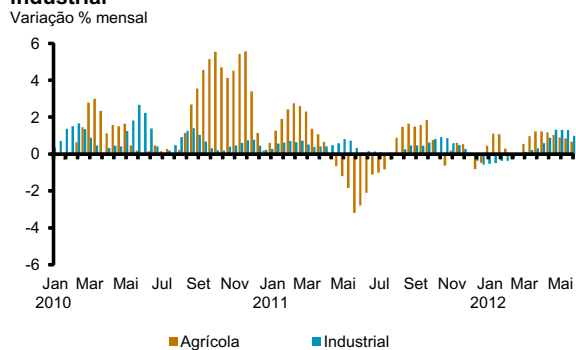
O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), com peso de 60% no IGP-DI, variou 2,72% no trimestre encerrado em maio, ante recuo de 0,57% de dezembro de 2011 a fevereiro de 2012. Ocorreram maiores variações nos preços dos produtos agrícolas, de 0,60% para 2,96%, com ênfase nos aumentos nos itens soja, feijão, trigo, algodão e aves; e dos preços industriais, de -0,99% para 2,64%,

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,30	0,07	0,56	1,02	0,91
IPA	0,01	-0,03	0,55	1,25	0,91
IPC-Br	0,81	0,24	0,60	0,52	0,52
INCC	0,89	0,30	0,51	0,75	1,88

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

destacando-se as expansões nos itens produtos químicos, minerais metálicos, óleos e gorduras vegetais e produtos derivados de petróleo e álcool. Em doze meses, as variações dos preços agrícolas e dos preços industriais atingiram, na ordem, 5,62% e 3,97% em maio, ante -0,28% e 2,65%, respectivamente, em fevereiro.

A variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), com peso de 30% no IGP-DI, se deslocou de 1,86%, no trimestre encerrado em fevereiro, para 1,64%, no finalizado em maio, ressaltando-se o impacto favorável de menores elevações dos preços nos grupos alimentação e educação. As variações trimestrais dos preços nos grupos despesas diversas, saúde e cuidados pessoais e vestuário atingiram 7,51%, 2,46% e 2,10%, respectivamente.

O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), evidenciando a pressão no mercado de mão-de-obra, variou 3,16% no trimestre finalizado em maio, ante 1,31% no encerrado em fevereiro.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	0,56	0,45	0,21	0,64	0,36
Livres	0,59	0,51	0,22	0,69	0,37
Comercializáveis	0,00	-0,21	-0,08	0,55	0,49
Não comercializáveis	1,13	1,17	0,49	0,82	0,27
Serviços	1,05	1,25	0,52	0,77	0,21
Monitorados	0,47	0,26	0,18	0,47	0,32

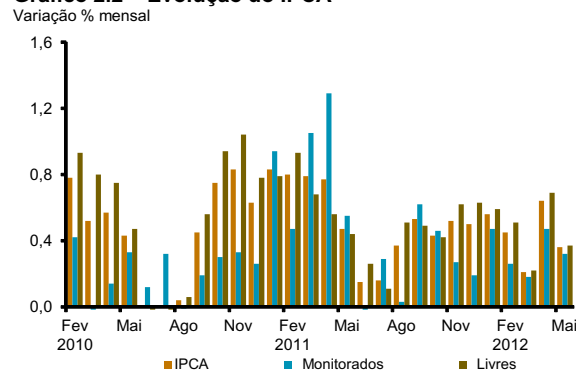
Fontes: IBGE e Banco Central

2.2 Índices de preços ao consumidor

A variação do IPCA⁵, calculado pelo IBGE, atingiu 1,21% no trimestre encerrado em maio, ante 1,52% no terminado em fevereiro, resultado de desaceleração, de 1,74% para 1,28%, nos preços livres, e aceleração, de 0,92% para 0,97%, nos monitorados. A evolução dos preços livres refletiu, em especial, a menor variação (1,59% ante 3,06%) nos preços dos itens não comercializáveis, contrastando com maiores aumentos (0,96% ante 0,30%) dos itens comercializáveis. Vale mencionar, no segmento de bens não comercializáveis, a desaceleração sazonal nos preços dos alimentos *in natura* e do grupo educação, e no âmbito dos bens comercializáveis, o aumento de 20,38% nos preços do cigarro, decorrente da elevação na alíquota do IPI.

A variação dos preços dos serviços, mesmo incorporando maior pressão do item empregado doméstico, recuou de 2,83% para 1,51% no período, influenciada pelo desempenho dos preços da educação e do item alimentação fora do domicílio. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 7,59% em maio, ante 8,10% em fevereiro.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

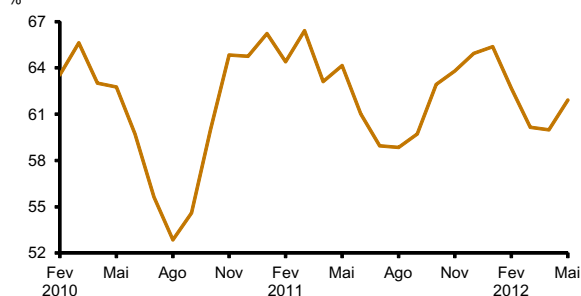


Fonte: IBGE

5/ As taxas de variação referentes ao trimestre encerrado em fevereiro, ao incluírem o mês de dezembro, abrangem períodos tanto da antiga quanto da nova estrutura de ponderação e classificação. Ver Relatório de Inflação, dezembro de 2011, boxe: “Atualização das estruturas de ponderação do IPCA e do INPC e das classificações do IPCA”.

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 No ano	2012 Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	100,00	6,50	0,56	0,45	0,21	0,64	0,36
Livres	75,61	6,63	0,59	0,51	0,22	0,69	0,37
Monitorados	24,39	6,20	0,47	0,26	0,18	0,47	0,32
Principais itens							
Gás encanado	0,08	9,45	4,02	0,43	0,00	0,00	0,00
Ônibus urbano	2,75	8,45	2,54	0,72	0,22	0,04	0,07
Água e esgoto	1,49	8,29	0,26	0,21	0,93	0,98	2,32
Plano de saúde	3,06	7,55	0,60	0,61	0,60	0,60	0,60
Gasolina	4,00	6,93	-0,35	-0,40	0,11	-0,27	-0,52
Pedágio	0,12	6,42	0,94	0,22	0,00	0,00	0,00
Remédios	3,49	4,39	0,09	0,57	0,02	1,58	0,98
Energia elétrica	3,38	3,97	-0,38	0,15	0,21	0,46	0,72
Gás veicular	0,11	2,51	1,86	0,68	0,13	-0,52	-0,27
Gás de bujão	1,11	1,97	0,05	0,72	0,41	0,65	0,13
Óleo diesel	0,12	1,86	0,30	0,04	0,36	0,08	0,50

Fonte: IBGE

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2012 Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,56	0,45	0,21	0,64	0,36
Exclusão ^{1/}	0,59	0,60	0,21	0,69	0,36
Exclusão ^{2/}	0,57	0,54	0,22	0,71	0,26
Médias aparadas com suavização	0,47	0,41	0,28	0,51	0,45
Médias aparadas sem suavização	0,36	0,28	0,27	0,50	0,31
Dupla ponderação	0,59	0,47	0,26	0,61	0,34
IPC-Br (cheio)	0,81	0,24	0,60	0,52	0,52
Médias aparadas	0,37	0,34	0,48	0,43	0,40

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: 10 itens da alimentação no domicílio e combustíveis (domésticos e veículos).

2/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

A análise em doze meses revela que a variação do IPCA atingiu 4,99% em maio, ante 5,85% em fevereiro, resultado de recuos nas variações dos preços livres, de 5,98% para 5,55%, e dos monitorados, de 5,48% para 3,49%. O índice de difusão do IPCA, sinalizando menor disseminação da inflação, registrou média de 61,92% no trimestre encerrado em maio, ante 62,69% no finalizado em fevereiro e 64,15% em igual período de 2011.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,97% no trimestre finalizado em maio, respondendo por 0,24 p.p. da variação de 1,21% do IPCA, com ênfase no reajuste dos remédios. Adicionalmente, as tarifas de energia elétrica aumentaram 1,40%, com ênfase nas elevações em Salvador, 7,41%; Belo Horizonte, 3,37%; e Recife, 6,07%, e as taxas de água e esgoto elevaram-se 4,28%, ressaltando-se as variações em Curitiba, 16,52%; Salvador, 11,56%; e Brasília, 11,17%.

A variação dos preços monitorados atingiu 1,71% nos cinco primeiros meses de 2012, ante 4,37% em igual período do ano anterior, quando os reajustes nos itens gasolina e ônibus urbano exerceram pressão acentuada.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis registrou variação de 1,26% no trimestre encerrado em maio, ante 1,61% no finalizado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 5,60% em maio, ante 6,12% em fevereiro.

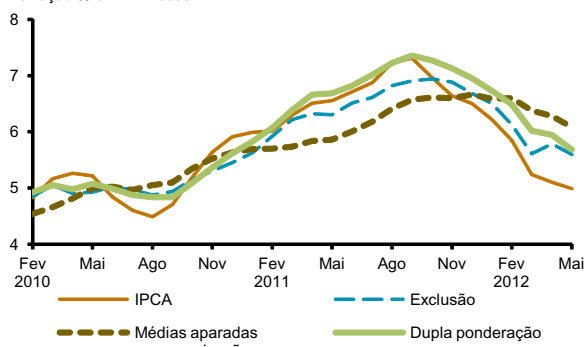
O núcleo que exclui os preços monitorados e todos os itens de alimentação no domicílio cresceu 1,19% no trimestre finalizado em maio, ante 1,61% no terminado em fevereiro, registrando variações em doze meses de 5,60% e 6,14%, respectivamente.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ aumentou 1,24%, ante 1,47% no trimestre encerrado em fevereiro. A variação do indicador em doze meses atingiu 6,08% em maio, ante 6,60% em fevereiro.

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

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização registrou variação trimestral de 1,08% em maio, ante 1,03% em fevereiro, acumulando variações em doze meses de 4,67% em maio e 5,15% em fevereiro.

O núcleo de dupla ponderação⁷ cresceu 1,21% no trimestre finalizado em maio, ante 1,61% no encerrado em fevereiro. A análise em doze meses revela que a variação do indicador recuou de 6,48%, em fevereiro, para 5,68% em maio.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, registrou variação trimestral de 1,32% em maio, ante 1,34% em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos respectivos de 5,34% e 5,49%, nos meses mencionados.

2.5 Expectativas de mercado

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)

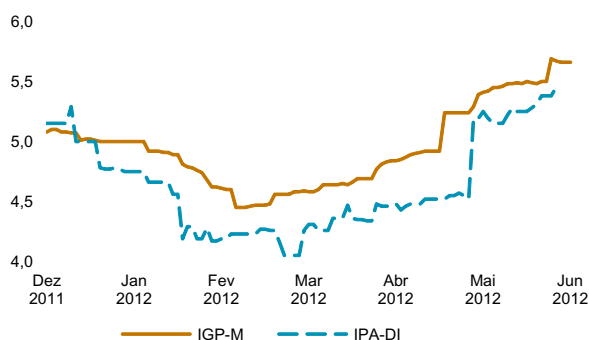


De acordo com a Pesquisa Focus - Relatório de Mercado de 1º de junho, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2012 e 2013 atingiram 5,2% e 5,6%, respectivamente, ante 5,3% e 5,5% ao final de março. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,5%, ante 5,4% em 30 de março.

A mediana relacionada à variação do IGP-M em 2012 passou de 4,7%, ao final de março, para 5,7%, em 1º de junho, enquanto a referente ao IPA-DI do mesmo ano aumentou de 4,4% para 5,5%. No mesmo período, as medianas relativas às variações do IGP-M e do IPA-DI em 2013, aumentaram de 4,9% para 5,0%.

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)



A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2012 atingiu 3,6% em 1º de junho, ante 4,0% ao final de março, enquanto a referente a 2013 manteve-se em 4,5%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2012 e de 2013 atingiram, na ordem, R\$1,90/US\$ e R\$1,87/US\$ em 1º de junho, ante R\$1,77/US\$ e R\$1,80/US\$, ao final de março de, respectivamente. No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2012 e de 2013 aumentaram, na ordem,

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.

Gráfico 2.7 – Câmbio
Medianas (%)

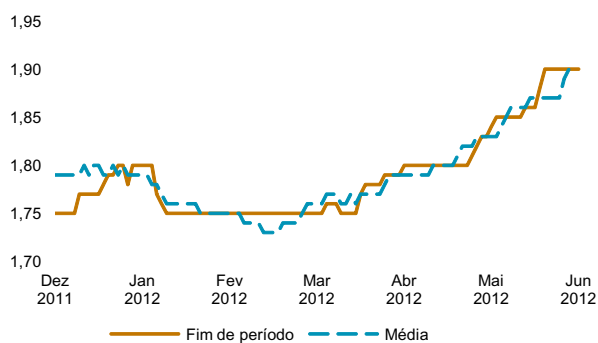


Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	30.12.2011		30.3.2012		1.6.2012	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
IPCA	5,3	5,0	5,3	5,5	5,2	5,6
IGP-M	5,1	4,8	4,7	4,9	5,7	5,0
IPA-DI	5,2	4,9	4,4	4,9	5,5	5,0
Preços administrados	4,5	4,5	4,0	4,5	3,6	4,5
Selic (fim de período)	9,50	10,38	9,00	10,00	8,00	9,38
Selic (média do período)	9,69	10,50	9,28	9,90	8,72	8,75
Câmbio (fim de período)	1,75	1,75	1,77	1,80	1,90	1,87
Câmbio (média do período)	1,79	1,75	1,77	1,78	1,90	1,85
PIB	3,3	4,3	3,2	4,2	2,7	4,5

de R\$1,77/US\$ e R\$ 1,78/US\$, para R\$1,90/US\$ e R\$1,85/US\$, respectivamente.

2.6 Conclusão

Dando continuidade a processo iniciado no último trimestre de 2011, a inflação ao consumidor, no acumulado em doze meses, recuou nos últimos meses, reflexo de desaceleração de preços livres. Prospectivamente, a continuidade da trajetória declinante da inflação acumulada em doze meses deverá ser favorecida pelo processo de desinflação global, em ambiente onde prevalecem perspectivas de crescimento modesto da economia mundial.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2012				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3	12
				meses		meses
Total	2 036,4	2 074,6	2 101,6	2 136,5	4,9	18,3
Recursos livres	1 305,6	1 331,1	1 348,4	1 369,6	4,9	16,1
Direcionados	730,8	743,5	753,2	766,9	4,9	22,4

Participação %:						
Total/PIB	48,7	49,2	49,6	50,1		
Rec. livres/PIB	31,2	31,6	31,8	32,1		
Rec. direc./PIB	17,5	17,6	17,8	18,0		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

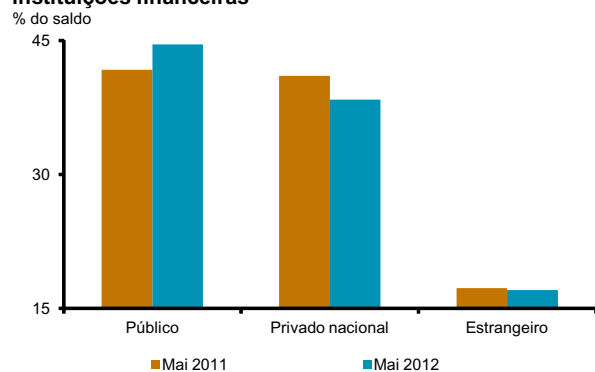
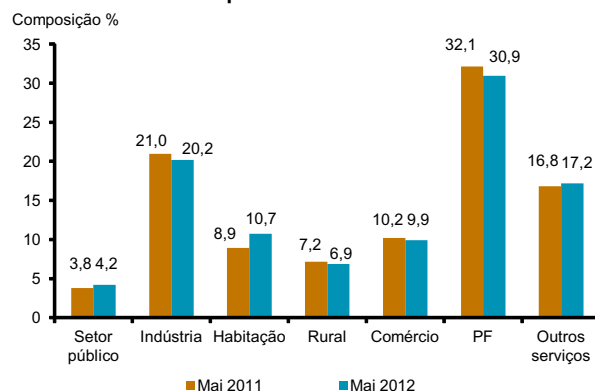


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro registraram expansão moderada no trimestre encerrado em maio, em linha com o ritmo gradual de recuperação da atividade econômica doméstica, em ambiente de volatilidade nos mercados internacionais. O arrefecimento nas contratações destinadas às famílias evidenciou a postura mais conservadora das instituições financeiras na oferta de recursos, condicionada pela manutenção da inadimplência em patamares relativamente elevados. Vale ressaltar que as trajetórias declinantes das taxas de juros e dos *spreads* bancários, e as perspectivas de redução da inadimplência, contribuem para maior dinamismo do mercado de crédito ao longo dos próximos trimestres.

O saldo total do crédito bancário, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.136 bilhões em maio, expandindo-se 4,9% no trimestre e 18,3% em doze meses, contribuindo para que a relação crédito/PIB totalizasse 50,1%, ante 48,7% em fevereiro e 45,7% em igual período de 2011. A participação dos bancos públicos aumentou 0,8 p.p. no trimestre, para 44,6%, favorecida pela expansão do crédito habitacional, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e estrangeiras recuaram, na ordem, 0,6 p.p. e 0,2 p.p., situando-se em 38,4% e 17%, respectivamente.

Os empréstimos ao setor privado totalizaram R\$2.047 bilhões em maio, elevando-se 4,7% no trimestre e 17,8% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em grande parte, as expansões respectivas de 6,6% e de 4,5% nos segmentos outros serviços, com ênfase nas contratações relacionadas às atividades transportes e imobiliária, e indústria, esta impulsionada pela demanda das atividades mineração, agronegócios, e papel e celulose. O estoque de financiamentos habitacionais, com recursos livres e direcionados, alcançou R\$229 bilhões, aumentando 8,7% no trimestre encerrado em maio e 41,9% em doze meses, e

passou a representar 5,4% do PIB, ante 5% em fevereiro e 4,1% em maio de 2011.

Os créditos ao setor público atingiram R\$89,8 bilhões em maio, crescendo 10,6% no trimestre e 31,6% em doze meses. Os financiamentos ao governo federal, concentrados no segmento de energia, e a estados e municípios totalizaram, na ordem, R\$47,6 bilhões e R\$42,2 bilhões, aumentando 16,1% e 5%, respectivamente, no trimestre.

As provisões constituídas pelas instituições financeiras somaram R\$121,9 bilhões em maio, correspondendo a 5,7% da carteira do sistema financeiro, ante 5,8% em fevereiro e 5,6% em igual mês de 2011. O volume provisionado elevou-se 3,2% no trimestre, a despeito da estabilidade observada na inadimplência do sistema financeiro, que, consideradas operações vencidas há mais de noventa dias, atingiu 3,8% em maio.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	730,8	743,5	753,2	766,9	4,9	22,4
BNDES	416,0	421,1	425,5	432,2	3,9	17,3
Direto	209,6	214,5	217,5	223,3	6,5	24,5
Repasses	206,4	206,6	208,0	209,0	1,2	10,6
Rural	102,6	103,7	104,8	105,9	3,2	15,3
Bancos e agências	97,0	97,9	98,9	99,9	3,0	15,5
Cooperativas	5,6	5,8	6,0	6,1	7,5	11,7
Habitação	195,8	202,2	206,5	212,3	8,4	39,8
Outros	16,4	16,4	16,3	16,4	0,3	13,1

Operações de crédito com recursos direcionados

O estoque de crédito direcionado somou R\$766,9 bilhões em maio, aumentando 4,9% no trimestre e 22,4% em doze meses. Os financiamentos habitacionais, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), totalizaram R\$212,3 bilhões, elevando-se 8,4% e 39,8%, nas mesmas bases de comparação. Considerados os recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), os desembolsos de crédito habitacional somaram R\$11,7 bilhões no trimestre terminado em abril, acréscimo de 19,8% em relação a igual período de 2011. O crédito rural, excluindo as operações do BNDES, somou R\$105,9 bilhões, elevando-se 3,2% no trimestre e 15,3% em doze meses.

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-abr		Variação %
	2011	2012	
Total	33 651	34 153	1,5
Indústria	10 520	9 422	-10,4
Produtos alimentícios	2 397	1 250	-47,9
Veículo, reboque e carroceria	646	599	-7,3
Coque, petróleo e combustível	859	598	-30,4
Comércio/serviços	20 316	21 722	6,9
Eletricidade e gás	2 732	4 407	61,3
Construção	1 661	1 845	11,1
Telecomunicações	123	597	385,4
Transportes	8 534	6 388	-25,1
Agropecuária	2 814	3 009	6,9

Fonte: BNDES

Os financiamentos do BNDES, que incluem operações diretas e repasses a instituições financeiras, totalizaram R\$432,2 bilhões em maio, aumentando 3,9% no trimestre e 17,3% em doze meses, destacando-se as expansões respectivas de 6,5% e de 24,5% nas operações diretas. Os desembolsos acumulados no primeiro quadrimestre do ano atingiram R\$34,2 bilhões, recuando 1,5% em relação ao período correspondente do ano anterior. Esse desempenho refletiu, em especial, a retração de 10,4% nas operações contratadas pela indústria, atenuada pelo crescimento de 6,9% no segmento comércio e serviços, com destaque para as operações junto aos setores de eletricidade e gás e telecomunicações. Os desembolsos para micro, pequenas e

médias empresas decresceram 7,3%, para R\$13,9 bilhões, no período, enquanto as consultas formuladas ao BNDES, que representam potenciais desembolsos, cresceram 37,3%, destacando-se a expansão de 71,5% nas solicitações provenientes da indústria.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					Variação %	
	2012					3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai	meses meses		
Total	1 305,6	1 331,1	1 348,4	1 369,6	4,9	16,1	
Pessoa jurídica	643,9	663,8	673,9	687,0	6,7	17,2	
Referencial ^{1/}	550,1	564,8	575,9	587,4	6,8	19,4	
Rec. domésticos	490,2	500,5	506,2	511,4	4,3	17,4	
Rec. externos	60,0	64,4	69,7	76,0	26,7	34,7	
Leasing ^{2/}	33,7	31,8	30,6	30,4	-9,9	-19,7	
Rural ^{2/}	3,6	4,1	4,1	4,1	13,1	21,8	
Outros ^{2/}	56,4	63,1	63,4	65,1	15,4	22,6	
Pessoa física	661,6	667,3	674,5	682,5	3,2	15,0	
Referencial ^{1/}	521,0	525,2	531,8	536,6	3,0	16,6	
Cooperativas	33,0	34,4	34,9	35,5	7,7	28,6	
Leasing	25,0	23,6	22,6	21,5	-14,0	-42,9	
Outros	82,6	84,1	85,1	88,9	7,5	31,2	

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.

Operações de crédito com recursos livres

As operações com recursos livres cresceram 4,9% no trimestre e 16,1% em doze meses, atingindo R\$1.370 bilhões em maio, 64,1% do crédito total. Destaquem-se, na evolução trimestral, as expansões nas modalidades com recursos externos, em particular nos Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC).

As modalidades relativas a pessoas jurídicas somaram R\$687 bilhões, elevando-se 6,7% no trimestre e 17,2% em doze meses, com ênfase no crescimento trimestral de 28,7% no saldo das operações de ACC. Os créditos para pessoas físicas somaram R\$682,5 bilhões, aumentando 3,2% no trimestre e 15% em doze meses, destacando-se, na análise trimestral, o arrefecimento na modalidade financiamentos de veículos, que cresceu 1,3%, ante 3,3% no trimestre encerrado em fevereiro.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

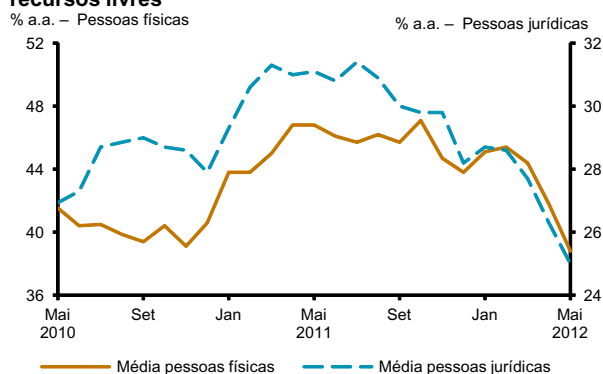
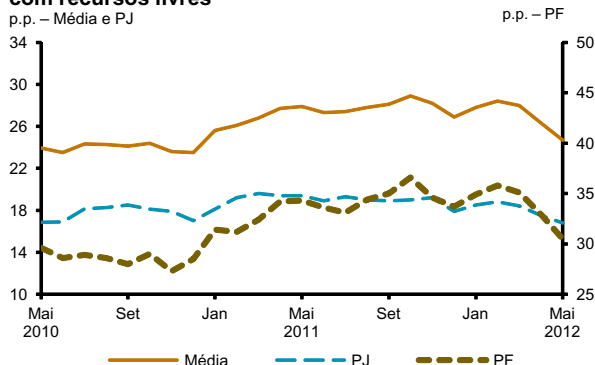


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



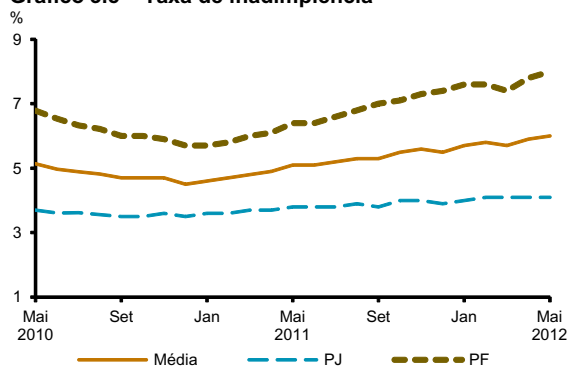
Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 32,9% a.a. em maio. As retrações respectivas de 5,2 p.p. e de 7,1 p.p. registradas no trimestre e em doze meses mostraram-se consistentes com a postura de política monetária. Nesse contexto, o *spread* bancário atingiu 24,7 p.p., recuando 3,7 p.p. no trimestre e 3,2 p.p. em doze meses.

A taxa de juros média no segmento de pessoas físicas atingiu 38,8% a.a. em maio, decrescendo 6,6 p.p. no trimestre (8 p.p. em doze meses), com ênfase nos recuos respectivos de 13,3 p.p. e de 9,2 p.p. nas modalidades cheque especial e crédito pessoal. A taxa relativa às operações com pessoas jurídicas atingiu 25% a.a., recuando 3,6 p.p. no trimestre e 6,1 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial totalizou 6% em maio, elevando-se 0,2 p.p. no trimestre e 0,9 p.p. em doze meses. Ocorreram, no trimestre, aumento de 0,4 p.p. nos atrasos no segmento de pessoas físicas e estabilidade no indicador

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

referente ao segmento de pessoas jurídicas, que atingiram 8% e 4,1%, respectivamente. As perspectivas apontam tendência de redução desses indicadores, o que deverá contribuir para o maior dinamismo do mercado de crédito nos próximos trimestres.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 500 dias em maio, aumentando um dia no trimestre e 23 dias em doze meses. A evolução trimestral decorreu de variações respectivas de 9 dias e de -3 dias nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, que registraram, na ordem, prazos médios de 607 dias e de 402 dias.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R\$258,9 bilhões em maio, recuando 0,9% no trimestre (crescimento de 3,6% em doze meses), quando as médias diárias do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista decresceram, na ordem, 1,6% e 0,3%. A média diária da base monetária atingiu R\$190,1 bilhões, variando -2,3% no trimestre e 7% em doze meses.

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

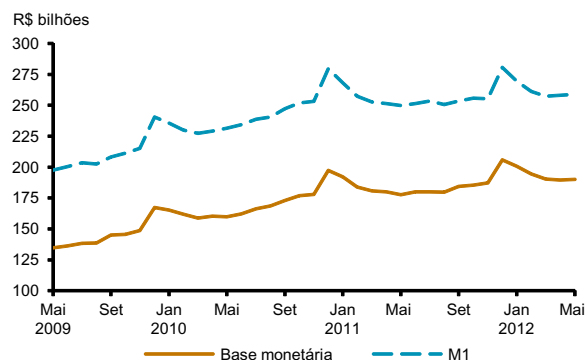
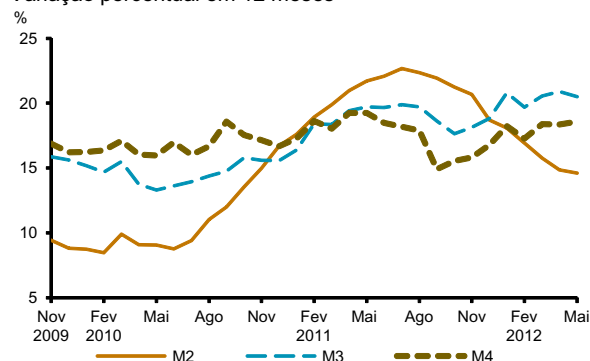


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados

Varição percentual em 12 meses

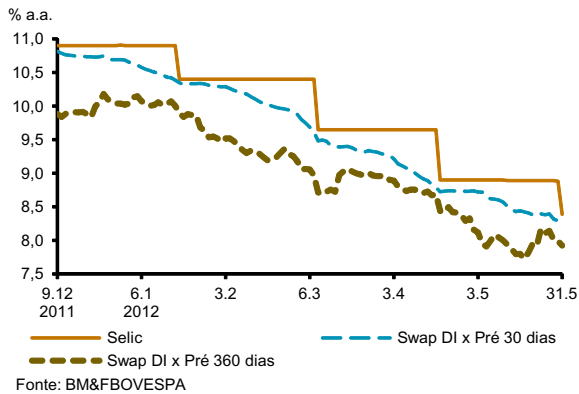


Considerados saldos em finais de período, a base monetária atingiu R\$191,7 bilhões em maio. A expansão trimestral de 0,1% resultou dos impactos contracionistas das operações com títulos públicos federais, R\$17,2 bilhões, e da movimentação na conta única do Tesouro Nacional, R\$34,4 bilhões, e, em sentido inverso, dos impactos das compras líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$33,4 bilhões, e dos recolhimentos compulsórios, R\$23,8 bilhões.

A fim de ajustar as condições de liquidez do sistema bancário, o Banco Central editou a Circular nº 3.594, de 21 de maio, permitindo deduzir dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo, os saldos referentes a financiamentos e arrendamentos mercantis de automóveis e veículos comerciais leves, contratados a partir de 22 de maio de 2012.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,6 trilhão em maio, elevando-se 2,3% no trimestre e 14,6% em doze meses, quando ocorreram aumentos de 18,3% no estoque de títulos privados e de 14,3% nos depósitos de poupança. O saldo de M3 atingiu R\$3,3 trilhões, crescendo 4,2% no trimestre e 20,5% em doze meses, enquanto o agregado M4 somou R\$3,8 trilhões, com expansões de 4,5% no trimestre e de 18,6% em doze meses.

Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Refletindo a trajetória decrescente da meta para a taxa Selic, a curva da taxa de juros futuros recuou em todos os vértices, ao longo do trimestre. A taxa relativa aos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias atingiu 8,32% a.a. ao final de maio, acumulando retração de 160 p.b. no trimestre, enquanto a relativa aos contratos de 360 dias recuaram 133 p.b., para 7,93% a.a.

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelo IPCA, recuou 1,7 p.p. no trimestre, situando-se em 2,4% a.a., reflexo da redução, de 9,56% a.a. para 8% a.a., na expectativa para a taxa Selic para os próximos doze meses, e de elevação, de 5,24% a.a. para 5,52% a.a., na expectativa de inflação para o mesmo período.

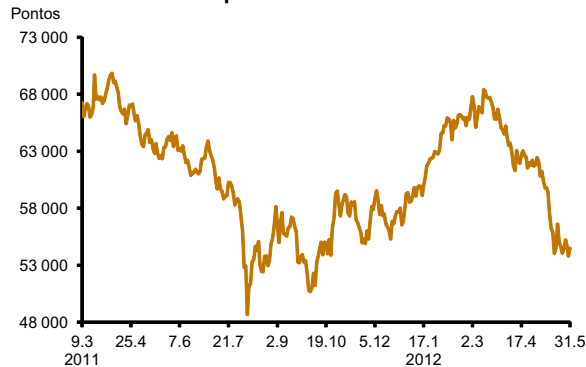
Gráfico 3.9 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses



Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), oscilou ao longo do trimestre, prevalecendo a tendência de baixa. O indicador, que havia atingido 68.394 pontos, em 13 de março, deslocou-se para 54.490 pontos ao final de maio, em ambiente de elevada aversão ao risco e de volatilidade nos mercados financeiros internacionais. No trimestre, a média diária transacionada aumentou 3,1% e o Ibovespa, avaliado em dólares, recuou 30%, ante quedas de 4,3% e de 4,7% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

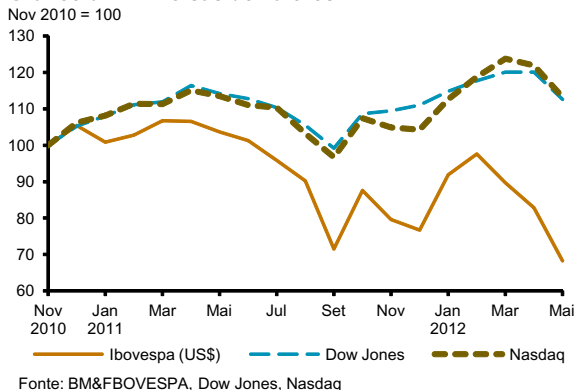
Gráfico 3.10 – Ibovespa



O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$30,9 bilhões em maio de 2012, ante R\$13,6 bilhões em igual período do ano anterior, destacando-se a emissão de R\$27 bilhões em debêntures.

Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores

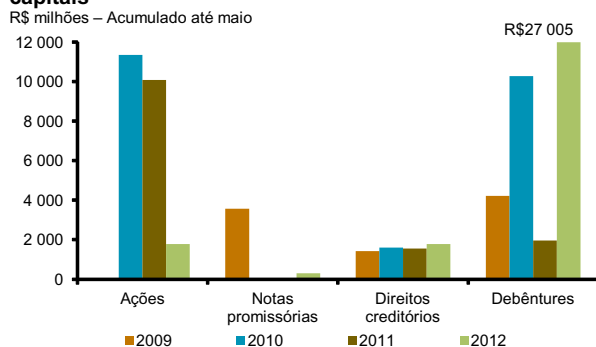


3.3 Política fiscal

O Governo Federal anunciou, em abril, conjunto de medidas complementares ao Plano Brasil Maior envolvendo ações voltadas à expansão do crédito; ao estímulo de investimentos públicos e privados; à desoneração da folha de pagamentos para quinze setores da economia; e à desoneração de produtos da linha branca, móveis e luminárias. Com isso, a renúncia fiscal em 2012, associada ao Plano Brasil Maior, elevou-se de R\$2,7 bilhões, valor inicialmente previsto, para R\$6,4 bilhões.

Fonte: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Outras iniciativas de apoio à atividade econômica foram anunciadas em maio, incluindo reduções na alíquota do IOF incidente sobre operações de crédito de pessoas físicas e nas alíquotas do IPI incidentes sobre veículos. Também estão previstas reduções nas taxas de juros cobradas pelo BNDES nas linhas de crédito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), para aquisição de caminhões e ônibus, bens de capital, exportação de bens de capital e para o Programa Pró-Engenharia. Essas medidas devem gerar renúncia fiscal adicional de R\$2,7 bilhões, em 2012.

Em abril, foi instituído o regime de previdência complementar para os servidores públicos titulares de cargo efetivo da União e de suas autarquias e fundações, inclusive para os membros do Poder Judiciário, do Ministério Público e do TCU. A Lei prevê a criação de fundos previdenciários que contribuirão para reduzir, no longo prazo, as despesas da União com aposentadorias e pensões de seus servidores, representando importante mudança na política previdenciária do setor público. Além do impacto positivo sobre as contas do setor público, no médio e longo prazos, essa iniciativa tende a favorecer de modo significativo a geração de poupança doméstica.

A programação orçamentária e financeira do Governo Central para o exercício de 2012, divulgada em maio, incorpora elevação de R\$3,5 bilhões, para R\$825 bilhões, no total das receitas estimado no documento publicado em fevereiro, alteração decorrente de aumento de R\$13,5 bilhões na projeção para receitas não administradas e de recuo de R\$10 bilhões nas receitas administradas.

Necessidades de financiamento do setor público

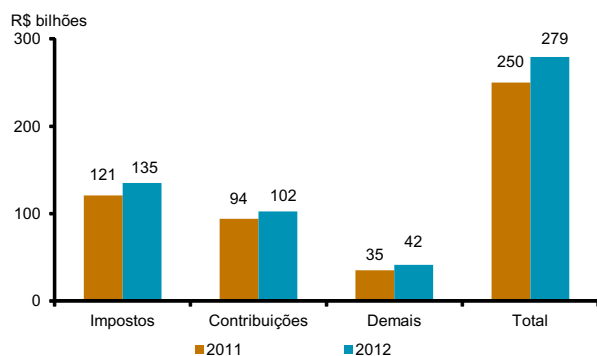
O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$60,2 bilhões, equivalente a 4,34% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2012, ante R\$57,3 bilhões, 4,43% do PIB, no mesmo período do ano anterior. De janeiro a abril deste ano, ocorreram aumento no superávit do Governo Central, recuo no dos governos regionais e elevação no déficit das empresas estatais.

Nesse período, a receita bruta do Governo Federal totalizou R\$279,3 bilhões, elevando-se 11,7%, 0,8 p.p. do PIB, em relação ao primeiro quadrimestre de 2011. Destacaram-se os crescimentos nas arrecadações da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 17,1%; do Imposto de Renda – Pessoas Jurídicas, 15,4%; e no recolhimento de *royalties* de petróleo, 30,2%.

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

Segmento	2010		2011		Abr/2012 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-78,7	-2,1	-93,0	-2,2	-96,3	-2,3
Governos regionais	-20,6	-0,5	-33,0	-0,8	-32,6	-0,8
Empresas estatais	-2,3	-0,1	-2,7	-0,1	-2,7	-0,1
Total	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-131,6	-3,1

^{1/} Acumulado em doze meses até abril.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Jan-abr

Discriminação	2011		2012	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	135 548	10,5	153 790	11,1
Pessoal e encargos sociais	59 400	4,6	60 407	4,4
Custeio e capital ^{1/}	75 480	5,8	92 663	6,7
FAT	7 772	0,6	8 838	0,6
Subsídio e subvenções	3 221	0,2	6 367	0,5
Loas/RMV	8 121	0,6	9 616	0,7
Investimento	16 368	1,3	21 098	1,5
Outras	39 998	3,1	46 745	3,4
Transferências ao Bacen	668	0,1	720	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

Jan-abr

Discriminação	R\$ bilhões		
	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	80,7	93,1	15,4
Restituição/devolução	-0,2	-0,3	61,7
Transferência a terceiros	-9,0	-10,4	15,1
Arrecadação líquida	71,5	82,4	15,3
Benefícios previdenciários	86,7	97,6	12,6
Resultado primário	-15,2	-15,2	0,2
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,7%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-1,2%	-1,1%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$153,8 bilhões de janeiro a abril deste ano, aumento de 13,5%, 0,6 p.p. do PIB, no período comparativo. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 1,7%, resultado de expansão de 5,2% nas despesas do Poder Executivo e de redução de 10,2% no conjunto das despesas relativas aos Poderes Legislativo e Judiciário e ao Ministério Público da União. Os gastos com custeio e capital aumentaram 22,8%, ressaltando-se as elevações nos subsídios e subvenções, 97,7%; nos investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa, Minha Vida, 28,9%; e nos benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV), 18,4%. Os investimentos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) aumentaram 50% no primeiro quadrimestre de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

O déficit da Previdência Social atingiu R\$15,2 bilhões no primeiro quadrimestre, estável em relação ao do mesmo período de 2011. A arrecadação líquida da Previdência, em linha com o crescimento da massa salarial, elevou-se 15,3%, enquanto os gastos com benefícios previdenciários, refletindo aumentos respectivos de 9,6% e de 3,1% no valor médio dos valores pagos e na quantidade média mensal de benefícios pagos, cresceram 12,6%.

As receitas totais do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 12,3% e as despesas, 13,1%. Considerando somente as receitas líquidas, que excluem as transferências aos estados e municípios, o crescimento atingiu 12,5%.

As transferências para os governos regionais somaram R\$62,7 bilhões no primeiro quadrimestre, elevando-se 11,3%, 0,16 p.p. do PIB, em relação ao período homólogo de 2011, com ênfase no crescimento de 41,2% nas transferências relativas a *royalties* de petróleo.

As arrecadações relativas ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) aumentaram respectivamente 10,3% e 8,5% nos três primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2011, totalizando, na ordem, R\$77,7 bilhões e R\$14,3 bilhões.

O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$16 bilhões nos quatro primeiros meses de 2012, reduzindo-se 0,11 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. As empresas estatais registraram

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-abr 2012/Jan-abr 2011

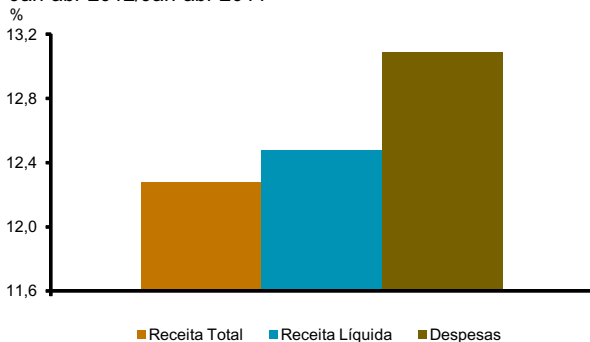


Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios

Jan-abr

R\$ bilhões

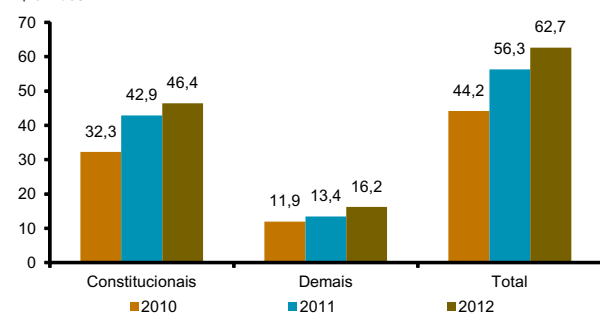


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

Superávit primário % PIB

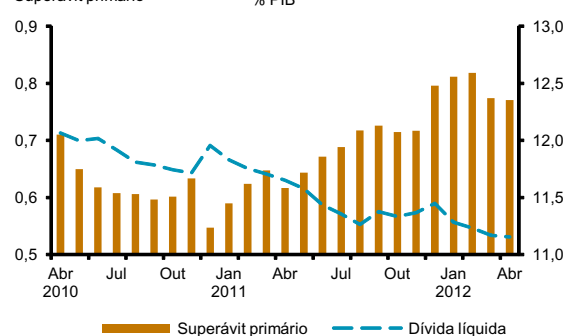
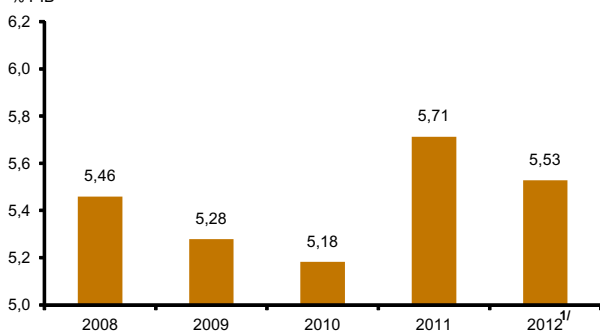


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados

% PIB



1/ Valores acumulados em doze meses até abril.

déficit de R\$229 milhões, 0,02% do PIB, ante 0,01% do PIB no mesmo período do ano anterior.

Os pagamentos de juros nominais totalizaram R\$76,2 bilhões, correspondendo a 5,49% do PIB, no primeiro quadrimestre. O recuo de 0,59 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2011 evidenciou, em especial, a trajetória decrescente da taxa Selic e a menor variação nos principais índices de preços no período, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, componente mais importante do endividamento.

O déficit nominal do setor público atingiu R\$16 bilhões no primeiro quadrimestre de 2012, equivalente a 1,15% do PIB, reduzindo-se 0,49 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária doméstica, que refletiu, ainda, as reduções no financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas de R\$19,3 bilhões no trimestre encerrado em abril, resultado de colocações de R\$91,3 bilhões e resgates de R\$72 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$10,6 bilhões, das quais 57,3% realizadas com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT); 38,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 2,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C); e 1,7% com Letras do Tesouro Nacional (LTN).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$486,4 bilhões em abril, aumentando 6,7% em relação a janeiro. O saldo das operações com prazos de duas semanas a três meses passou de R\$219,9 bilhões, em janeiro, para R\$287,6 bilhões, em abril, enquanto os relativos às operações com prazos de seis meses e com prazos inferiores a duas semanas registraram reduções respectivas de R\$166,5 bilhões para R\$141,5 bilhões, e de R\$69,2 bilhões para R\$57,2 bilhões.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2010		2011		Abr/2012	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	16,0	1,2
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-60,2	-4,3
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	76,2	5,5
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	16,0	1,2
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	52,9	3,8
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	163,9	11,8
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-90,7	-6,5
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-20,3	-1,5
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-36,9	-2,7

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

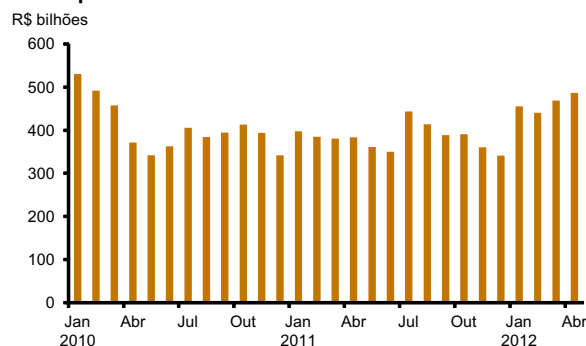


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

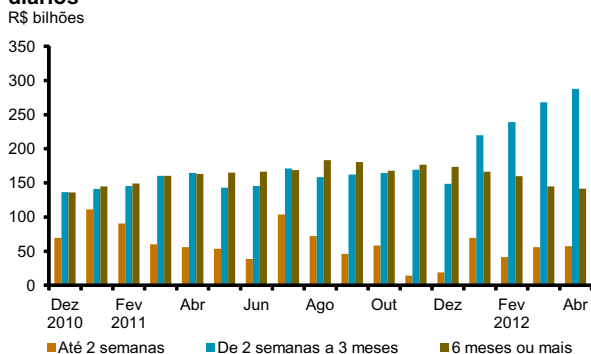
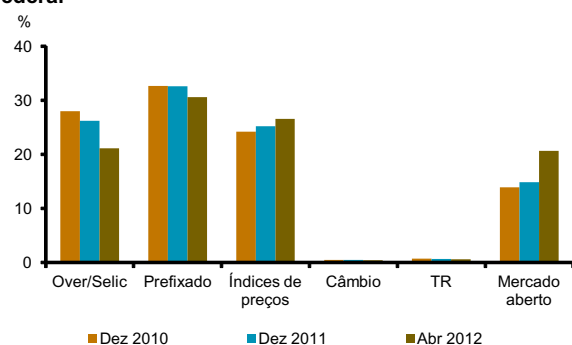


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.795 bilhões, 42,4% do PIB, em abril, registrando acréscimos de 0,8 p.p. do PIB em relação a janeiro e de 0,1 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral decorreu de emissões líquidas de R\$20,9 bilhões no mercado primário, incorporação de R\$48,7 bilhões de juros nominais, e do impacto de R\$0,8 bilhão associado à depreciação cambial de 8,8% registrada no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados a taxas prefixadas e a índices de preços, e dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto, registraram acréscimos respectivos de 2,4 p.p., 1,5 p.p. e 0,9 p.p. em abril, em relação a janeiro, enquanto a relativa aos títulos indexados à taxa Selic recuou 4,8 p.p.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 11,4% do total com vencimento em 2012; 22,9% em 2013; e 65,8% a partir de janeiro de 2014. Em abril, os títulos vencidos em doze meses representaram 22,8% do total da dívida mobiliária em mercado, que registrou prazo médio de 44,6 meses, valores situados nos respectivos intervalos estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2012.

O estoque líquido das operações reversas de swap cambial somou R\$6 bilhões em abril. O resultado do trimestre, compreendido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$392 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.515 bilhões, correspondendo a 35,7% do PIB em abril, reduzindo-se 0,7 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011, com ênfase no recuo de 0,4 p.p. registrado na esfera do Governo Central.

A redução na relação DLSP/PIB evidenciou os impactos do superávit primário, 1,4 p.p. do PIB; do crescimento do PIB, 0,8 p.p.; da depreciação cambial registrada no período, 0,2 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,1 p.p., neutralizado, em parte, pelo efeito da apropriação de juros nominais, 1,8 p.p. do PIB.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

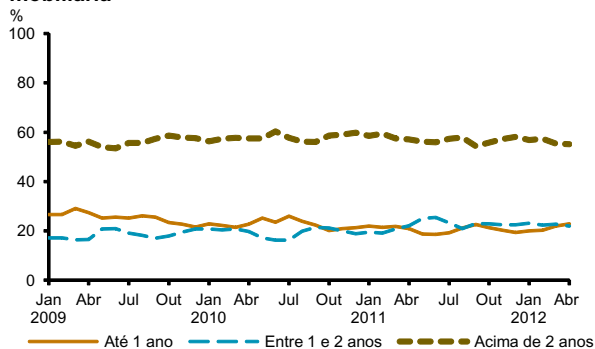


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

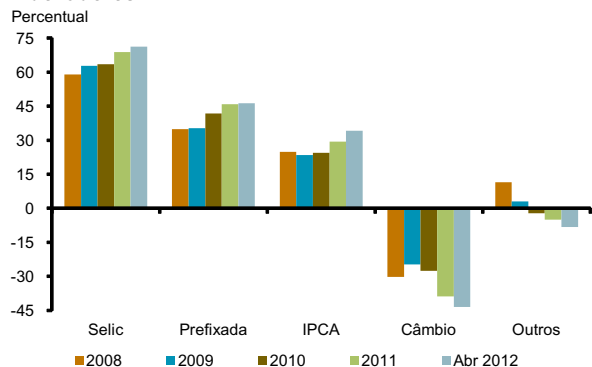
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Abr 2012	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,4	1 514 600	35,7
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	6 053	-0,7
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	6 053	0,1
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	15 979	0,4
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-60 212	-1,4
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	76 191	1,8
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	-7 131	-0,2
Dívida interna ^{1/}	1513	0,0	-3405	-0,1	-793	0,0
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	-6 338	-0,1
Outros ^{2/}	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-2 743	-0,1
Reconhecimento de dívidas	2969	0,1	487	0,0	-52	0,0
Privatizações	-2742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-5,9		-3,5		-0,8

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



A composição da DLSP registrou, nos quatro primeiros meses de 2012, aumentos respectivos de 4,8 p.p. e de 2,4 p.p. nas parcelas vinculadas a índices de preços e à taxa Selic, que atingiram, na ordem, 39,6% e 71,2% do total, e expansão de 4,7 p.p., para 43,5%, na parcela credora vinculada ao câmbio, esta evidenciando os impactos do aumento das reservas internacionais e da depreciação cambial.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.406 bilhões, equivalente a 56,8% do PIB em abril de 2012, aumentando 2,6 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011.

3.4 Conclusão

Apesar do ritmo gradual de recuperação da atividade econômica doméstica, em ambiente de volatilidade nos mercados internacionais, uma expansão moderada do crédito tende a se materializar nos próximos trimestres. Para tanto, contribuem ações de política recentemente implementadas, entre outros aspectos.

Em termos de evolução recente, ressalte-se a expansão continuada dos financiamentos habitacionais, que representaram 5,4% do PIB em maio, ante 1,4% do PIB em igual período de 2006, impulsionada pelo dinamismo do mercado de trabalho e pelos avanços institucionais que favoreceram a realização de tais operações.

O crescimento mais moderado das receitas públicas em relação ao das despesas, registrado no primeiro quadrimestre do ano, não impediu que o resultado fiscal do período fosse compatível com o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para este ano. Medidas de desoneração visando apoiar a atividade econômica podem manter o ritmo de crescimento das receitas em patamar mais modesto, o que eventualmente demandaria contenção adicional de gastos.

Vale ressaltar que o cumprimento da meta de superávit primário e a menor incorporação de juros nominais, em decorrência, principalmente, da redução nos custos de financiamento do Tesouro Nacional, contribuem para a melhora na percepção de risco do país, em ambiente internacional no qual importantes economias enfrentam desafios na área fiscal.

Análise do Quadro Fiscal segundo Critérios Alternativos

A avaliação das finanças governamentais está sujeita a enfoques diferenciados, fundamentados em bases metodológicas distintas de produção de indicadores. Dada a importância do tema para a formulação e implementações de políticas macroeconômicas, este boxe objetiva apresentar as principais metodologias utilizadas internacionalmente na compilação de indicadores fiscais, bem como efetuar com base nas mesmas uma análise comparativa da situação fiscal do País. Para tanto, consideram-se o procedimento hoje aplicado pelo Banco Central; o constante do *Government Finance Statistics Manual (GFSM) 2001*, do Fundo Monetário Internacional (FMI); e os métodos de derivação de resultados fiscais ciclicamente ajustados.

O procedimento atual de cálculo dos indicadores fiscais é baseado no *GFSM 1986*, do FMI, com adaptações às especificidades da economia brasileira. Nesse caso, a partir da evolução dos estoques de ativos e passivos do setor público registrados na contabilidade do sistema financeiro, de registros no balanço de pagamentos e nos sistemas de liquidação e custódia de títulos públicos, o Banco Central estima o resultado fiscal das diversas esferas de governo (método “abaixo da linha” – baseado na ótica do financiamento).

A metodologia atual utiliza o critério de caixa para contabilizar o resultado primário e de competência para os juros nominais. A cobertura das estatísticas abrange todo o setor público não financeiro, em bases mensais, e defasagem máxima de trinta dias para publicação.

Construídos com bases na metodologia atual, os Gráficos 1 a 4 indicam que, ao longo dos

Gráfico 1 – Setor Público: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

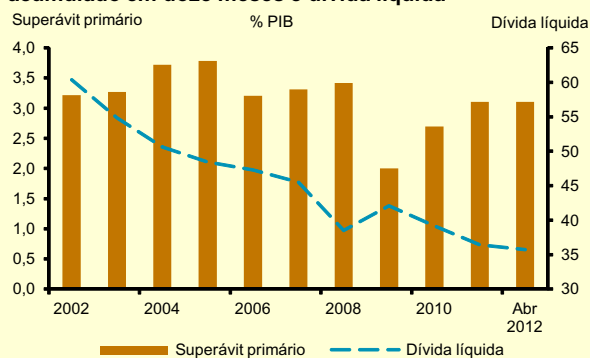


Gráfico 2 – DLSP: Participação percentual da dívida cambial

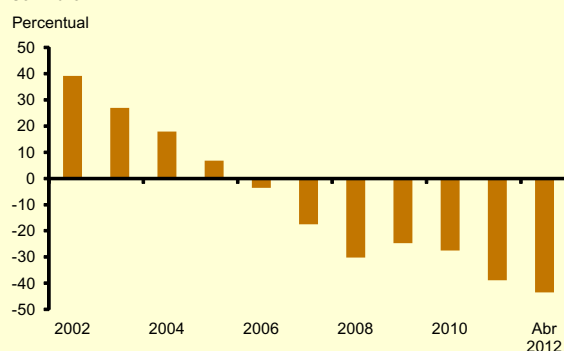


Gráfico 3 – Prazo médio dos títulos federais

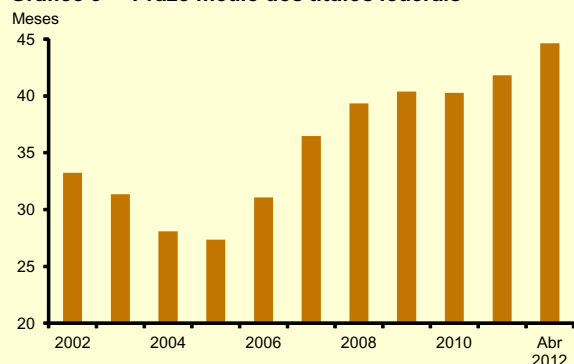
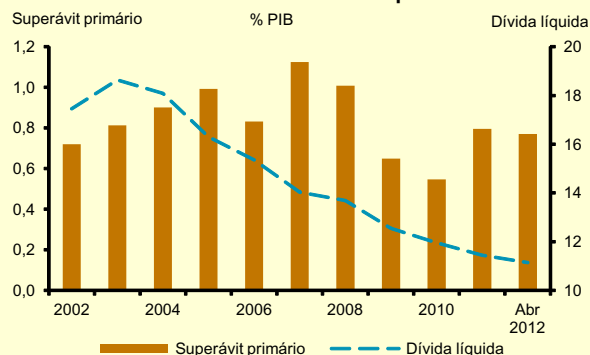


Gráfico 4 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida



últimos anos, a situação fiscal do Brasil evoluiu favoravelmente, registrando-se geração contínua de superávits primários, melhora no perfil do endividamento e redução na relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB.

O *GFSM 2001* constitui avanço metodológico importante em relação ao Manual anterior, ao incorporar novos conceitos e princípios.

O cálculo do patrimônio líquido do setor público é um dos pilares do novo Manual do FMI. Trata-se de indicador abrangente da situação fiscal, que inclui as contas financeiras e não-financeiras, a exemplo dos ativos não financeiros do governo. O Manual divide as contas de estoques e fluxos em três componentes principais: o balanço patrimonial, os fluxos de transações do governo e os outros fluxos econômicos. Com esses três componentes, apresentam-se as fontes de variação do patrimônio líquido durante determinado período, conciliando-se estoques e fluxos. Ressalte-se que o cálculo do patrimônio líquido não elimina a apuração dos indicadores tradicionais de endividamento e resultado, devendo apenas incorporar informações adicionais para análise da situação fiscal, já que possibilita o conhecimento da evolução patrimonial completa, e não apenas da situação financeira líquida. Outros aspectos importantes referem-se à adoção do critério de competência para os indicadores fiscais, e a avaliação dos ativos a preços de mercado.

Alguns avanços propostos no *GFSM 2001* já são contemplados nas estatísticas atualmente divulgadas pelo Banco Central, como a conciliação de estoques e fluxos; a abrangência de setor público consolidado, exceto corporações públicas financeiras; inclusão da Autoridade Monetária no consolidado; e explicitação de outros fluxos econômicos, tais como variação cambial e outros fluxos patrimoniais.

Ainda que preliminarmente, é possível consolidar estimativas de indicadores fiscais mais abrangentes no âmbito da metodologia do *GFSM*. Nesse sentido, a partir da variação do Patrimônio Financeiro, estima-se o resultado fiscal seguindo o critério de competência. Destaque-se que o cálculo dos fluxos financeiros segue o padrão atual e, além disso, que as variações de estoques decorrentes de

oscilações de preços das participações acionárias do governo ou dos preços de mercado dos ativos financeiros são tratadas como “Outros fluxos econômicos”, de forma semelhante à adotada para a variação cambial incidente sobre os atuais ativos e passivos incluídos na DLSP.

Gráfico 5 – Dívida líquida e patrimônio financeiro do Governo Geral

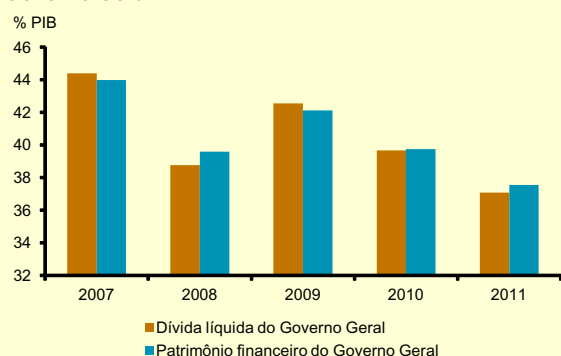
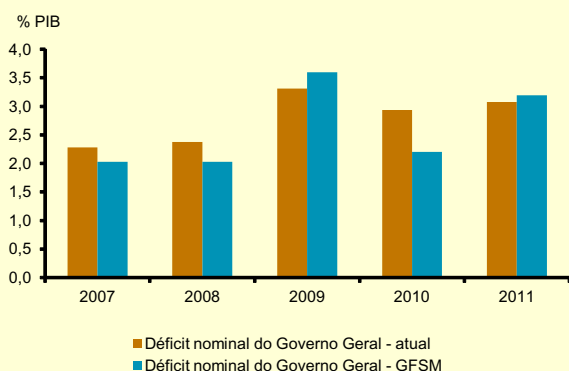


Gráfico 6 – Déficit nominal do Governo Geral



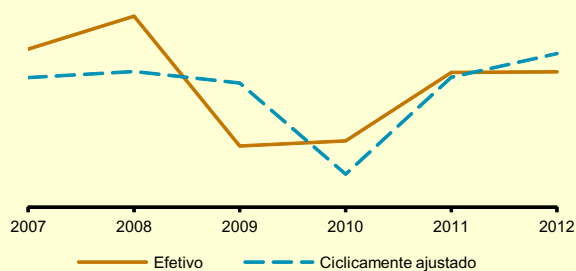
A análise dos indicadores produzidos segundo esse novo arranjo – Gráficos 5 e 6 – considerando dados do Governo Geral, que abrange o Governo Federal, estados e municípios, também aponta evolução favorável das finanças governamentais, com tendência de recuo da posição devedora do Patrimônio Financeiro. Em 2007, a posição devedora do patrimônio financeiro do Governo Geral correspondia a 44,0% do Produto Interno Bruto (PIB), deslocando-se para 37,6% em 2011. No mesmo período o déficit nominal, segundo a metodologia *GFSM 2001*, passou de 2,0% para 3,2% do PIB, seguindo o padrão similar ao obtido com a metodologia atual.

O *GFSM 2001* de fato fornece elementos adicionais que contribuem para o aprofundamento da análise das contas do setor público. Entretanto, sua aplicabilidade para aferir, em curto prazo, o impacto das operações do setor público sobre a demanda agregada mostra-se limitada. Isso porque as estatísticas construídas segundo o *GFSM 2001*, sob o critério de competência, eventualmente contemplam informações sobre ações que não afetam de modo relevante a demanda do período. A título de ilustração, cabe mencionar incorporação de provisões e despesas inscritas em restos a pagar processados, cuja execução financeira só ocorre em períodos posteriores. Dessa forma, no que se refere a impactos sobre as condições de demanda, o procedimento atual (que segue o critério de caixa) mostra-se mais adequado.

O resultado do governo ciclicamente ajustado, por definição, exclui os efeitos do ciclo econômico sobre as contas do setor público¹.

1/ Para uma discussão mais detalhada do cálculo do resultado ciclicamente ajustado, bem como do resultado estrutural, que além do ciclo econômico, também ajusta o resultado às variações em ativos, componentes não recorrentes de receitas e despesas e mudanças na composição do Produto, ver Bornhorst, Fabian *et al.* (2011). *When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances*, IMF Technical Notes and Manuals, April, Washington.

Gráfico 7 – Governo Geral: superávit primário efetivo e ciclicamente ajustado
% PIB



O Gráfico 7 apresenta as estimativas para o resultado ciclicamente ajustado do Governo Geral brasileiro no período 2007/2012, para tanto considerando, neste último ano, o cumprimento da meta fiscal estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)². As estimativas apontam certa aderência do resultado fiscal efetivo ao resultado ciclicamente ajustado.

Em resumo, este boxe considerou três metodologias para cálculos de indicadores fiscais brasileiros. Dada a relevância dos desenvolvimentos no âmbito fiscal para formulação e implementação da política monetária, é importante a disponibilidade de ferramentas que permitam a análise das contas do setor público sob perspectivas diferentes.

2/ O resultado foi estimado ajustando-se as receitas pela elasticidade calculada com base em métodos econométricos e considerando o cálculo do PIB potencial segundo o filtro Hodrick e Prescott (HP), método mais usado em comparações internacionais, inclusive pelo FMI. Foram desconsideradas as operações decorrentes da capitalização da Petrobras e da cessão onerosa de petróleo em 2010, bem como a operação do Fundo Soberano em 2008. A elasticidade das despesas foi considerada como igual à unidade. A estimativa de crescimento do PIB efetivo em 2012 é a mesma apresentada neste Relatório de Inflação.

Economia internacional

4.1 Atividade econômica

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada								
	2010			2011				2012	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB									
Estados Unidos	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	1,8	3,0	1,9	
Área do Euro	3,7	1,7	1,3	3,0	0,6	0,5	-1,3	-0,0	
Reino Unido	4,5	2,7	-2,0	1,0	-0,2	2,3	-1,2	-1,3	
Japão	5,2	2,9	-0,0	-7,9	-1,2	7,6	0,1	4,1	
China ^{1/}	nd	nd	10,0	9,1	9,5	10,0	7,8	7,4	
Consumo das famílias									
Estados Unidos	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	1,7	2,1	2,7	
Área do Euro	0,7	1,3	1,8	-0,4	-1,6	1,2	-1,9	0,1	
Reino Unido	3,4	0,2	-1,1	-3,5	-1,6	-1,1	1,7	0,4	
Japão	1,2	1,8	0,9	-5,8	2,3	4,3	2,8	4,4	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas									
Estados Unidos	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	15,7	5,2	1,9	
Área do Euro ^{2/}	8,6	0,5	-2,2	7,5	-0,6	-1,2	-1,6	-5,4	
Reino Unido ^{2/}	-10,9	3,6	-0,2	-3,7	-0,6	2,6	-2,2	-1,3	
Japão	20,2	2,6	-7,7	0,8	-1,8	-0,8	22,3	-14,8	
Investimento residencial									
Estados Unidos	22,8	-27,7	2,5	-2,5	4,2	1,2	11,7	19,3	
Área do Euro ^{3/}	7,3	-2,8	-7,4	11,2	-3,6	-2,5	-1,4	nd	
Reino Unido	73,5	9,7	-11,0	-6,3	42,8	-14,7	3,6	nd	
Japão	3,3	1,0	19,3	6,7	-11,9	20,5	0,2	-6,1	
Exportações de bens e serviços									
Estados Unidos	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,7	2,7	7,2	
Área do Euro	19,9	8,8	6,2	5,5	5,0	5,9	-1,6	nd	
Reino Unido	19,5	2,6	17,3	5,8	-8,5	-0,2	6,4	0,3	
Japão	23,8	6,0	-0,7	-1,8	-22,9	39,5	-14,1	12,3	
Importações de bens e serviços									
Estados Unidos	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	1,2	3,7	6,1	
Área do Euro	17,9	6,4	6,1	2,7	1,6	2,9	-5,3	nd	
Reino Unido	12,2	12,6	5,0	-6,7	-2,4	0,8	3,6	1,7	
Japão	26,0	7,4	0,7	4,8	0,8	14,6	3,8	8,0	
Gastos do Governo									
Estados Unidos	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1	-4,1	-3,9	
Área do Euro ^{4/}	0,7	0,2	0,3	-0,1	0,1	-0,7	-1,0	nd	
Reino Unido ^{4/}	2,7	-0,8	-0,3	0,2	0,7	-2,0	2,2	6,5	
Japão	-0,7	1,2	-0,1	-2,2	8,2	0,5	0,8	6,2	

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.

A ausência de solução definitiva para a crise europeia, as perspectivas de desaceleração na China e os riscos à sustentabilidade do crescimento da economia dos EUA se traduziram, no decorrer do segundo trimestre do ano, em elevada volatilidade e aversão ao risco nos mercados financeiros. Esse cenário, que incorpora recuo dos preços das *commodities*, perda de vigor do comércio internacional e diminuição de riqueza nos mercados acionários, se traduz em dificuldade na rolagem da dívida soberana de países do bloco europeu que apresentam desequilíbrio fiscal.

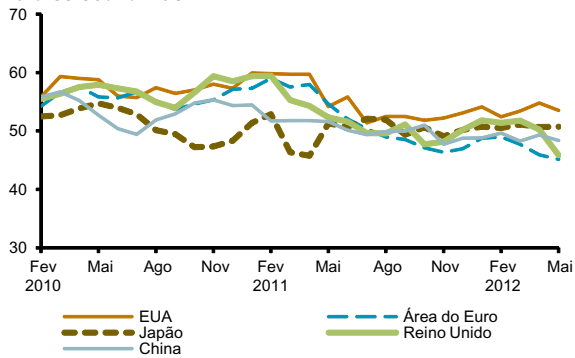
Nesse ambiente, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) revisou para baixo, em maio, as projeções, realizadas em novembro de 2011, para os crescimentos das economias da China, de 8,5% para 8,2%; Índia, de 7,2% para 7,1%; África do Sul, de 3,6% para 3,3%; e Área do Euro, de 0,2% para -0,1%. Vale ressaltar que a estimativa para a expansão da economia japonesa foi mantida em 2% e a relacionada aos EUA, ampliada de 2% para 2,4%.

Nas economias maduras, os elevados riscos para a estabilidade financeira, em ambiente de políticas de austeridade fiscal, têm provocado a manutenção de mecanismos não convencionais de afrouxamento monetário e de taxas de juro em mínimas históricas. Em grande parte das economias emergentes, a despeito da resiliência da demanda doméstica, o enfraquecimento da demanda externa e a continuidade do processo de desinflação global têm, de modo geral, permitido a adoção de posturas de política monetária acomodáticas.

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 1,9% no primeiro trimestre de 2012, ante 3% no anterior, com ênfase nas contribuições respectivas de 1,9 p.p. e de 0,4 p.p. do consumo privado e investimento residencial. O investimento empresarial cresceu 1,9% no período – menor

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

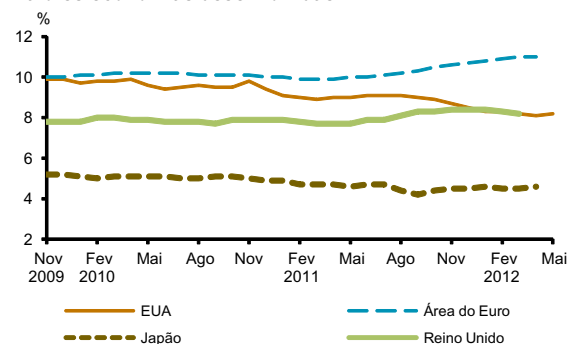
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

expansão desde o quarto trimestre de 2009 – e os gastos do governo determinaram impacto de -0,8 p.p. para o resultado do PIB, sexta contribuição trimestral negativa em sequência. O setor externo, evidenciando aumentos respectivos de 7,2% e de 6,1% nas exportações e nas importações, exerceu impacto de -0,1 p.p. para a expansão do PIB no trimestre.

Dando suporte às perspectivas de manutenção de ritmo moderado para o crescimento dos EUA, a produção manufatureira, em parte reflexo do aumento de 6,1% no segmento veículos e partes, cresceu 0,6% no trimestre encerrado em maio, em bases trimestrais. O PMI do setor, após atingir 54,8 pontos em abril, valor mais elevado desde julho de 2011, recuou para 53,5 pontos em maio, enquanto o sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, em trajetória de alta há nove meses, também em maio, totalizou 79,3 pontos, maior nível desde outubro de 2007.

A moderação no ritmo da atividade nos EUA se reflete no desempenho do mercado de trabalho, que registrou a criação de 289 mil vagas no trimestre finalizado em maio, ante 757 mil naquele terminado em fevereiro. A taxa de desemprego permaneceu elevada e atingiu 8,2% em maio. A renda pessoal disponível real aumentou 0,2% no trimestre encerrado em abril e os gastos pessoais com consumo, 0,9%, contribuindo para que a taxa de poupança recuasse 3,4% no período.

O PIB da Área do Euro registrou estabilidade no primeiro trimestre de 2012, em termos anualizados, ressaltando-se as contrações observadas na Itália, 3,2%; na Espanha, 1,3%; em Portugal, 0,3%; e na Grécia, 6,2%⁸, e as expansões na Alemanha, 2,1%, e França, 0,2%. A estabilidade da atividade na região se traduziu em aumento da taxa de desemprego, que atingiu 11% em março e abril, maior patamar desde a criação da união monetária; recuo no índice agregado de sentimento econômico, com ênfase no decréscimo mensal de sete pontos, em maio, no componente relacionado ao setor varejista; e recuo do PMI da indústria, que atingiu 45,1 pontos em maio, menor patamar desde junho de 2009, observando-se que o PMI da Alemanha se deslocou para 45,2 pontos, pior resultado nos últimos 35 meses.

No Reino Unido, o PIB registrou contração anualizada de 1,3% no primeiro trimestre do ano, evolução associada, em especial, ao recuo de 1,3% na formação bruta de capital fixo empresarial – segunda retração consecutiva – e à contribuição negativa de 0,4 p.p. exercida pelo setor

8/ Variação interanual.

externo. O consumo do governo registrou aumento trimestral anualizado de 6,5%, e o das famílias, de 0,6%. A fragilidade da atividade econômica do país também se manifesta no desempenho do setor industrial, que decresceu 0,4% no trimestre encerrado em maio. O PMI manufatureiro atingiu 45,9 pontos em maio, menor patamar desde maio de 2009. A taxa de desemprego, não obstante, recuou para 8,2% no trimestre encerrado em abril, menor nível desde o trimestre findo em agosto de 2011.

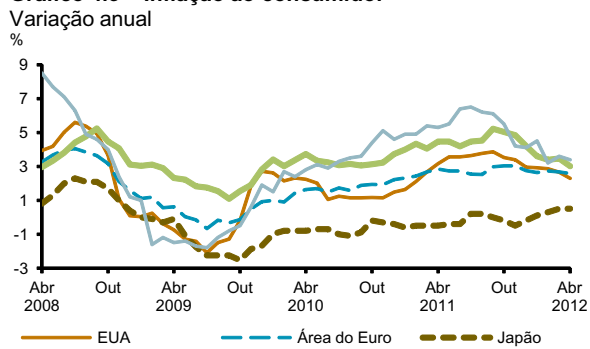
A economia japonesa cresceu 4,7% no primeiro trimestre de 2012, em termos anualizados, ressaltando-se as expansões respectivas de 4,9% e de 16,3% no consumo privado e nos investimentos do governo, e a contribuição de 0,5 p.p. exercida pelo setor externo, mesmo em cenário de desaceleração da economia global e valorização do iene. Em sentido inverso, os investimentos residenciais privados e empresariais registaram retrações respectivas de 6% e de 8,2%, no trimestre. É importante salientar, também, que a economia japonesa apresentou, em abril, relevante perda de ímpeto, expressa em decréscimo mensal de 0,4% nas vendas no varejo; retração, pela primeira vez em doze meses, na confiança do consumidor; e recuo de dois pontos, para 51,3 pontos, no PMI composto.

Na China, o PIB registrou aumento interanual de 8,1% no primeiro trimestre de 2012, ante 8,9% no último de 2011, desaceleração decorrente, em grande parte, da perda de dinamismo do setor externo e do recuo, de 21,1% para 18,2%, na taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo. Na margem, as vendas no varejo e a produção industrial apresentaram variações mensais de 0,8% e de 0,9% em maio, enquanto, nesse mesmo mês, o PMI da manufatura voltou a recuar pelo sétimo mês consecutivo, atingindo 48,4 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

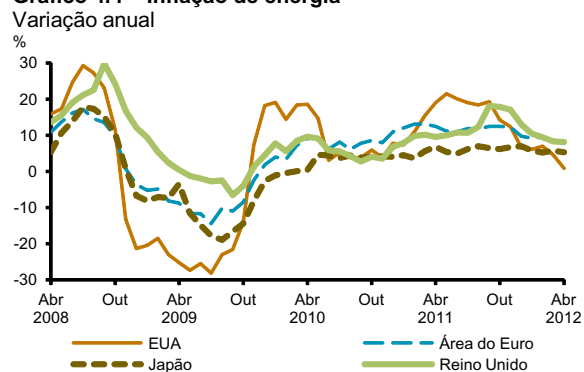
Nos EUA, a inflação ao consumidor acumulada em doze meses, medida pelo IPC, recuou pelo sétimo mês consecutivo, atingindo 2,3% em abril, menor variação anual em quatorze meses, com ênfase na redução, de 7%, em fevereiro, para 0,9%, em abril, na variação anual do componente energia. Segundo projeções do *Federal Open Market Committee* (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed), divulgadas no comunicado da reunião de abril, a inflação, mensurada pelo deflator das despesas pessoais de consumo, deverá situar-se entre 1,9% e 2,0% em 2012, consistente com a meta de estabilidade de preços de longo prazo. Nesse

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



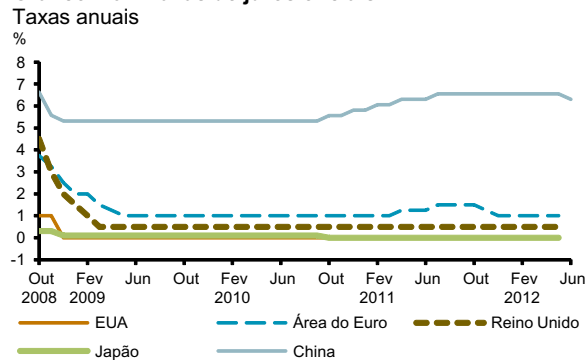
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



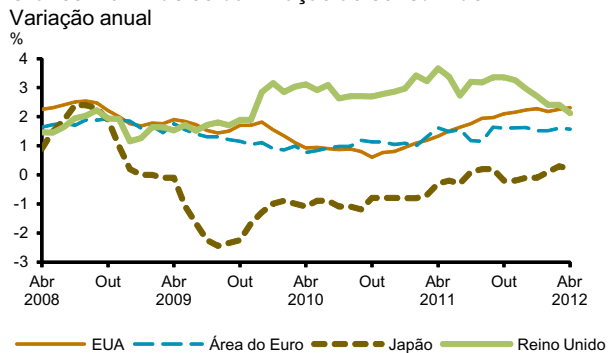
Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

cenário, o Fed continuou a sinalizar que manterá a atual meta para os *Fed funds* no intervalo entre 0 e 0,25% a.a., pelo menos até o final de 2014.

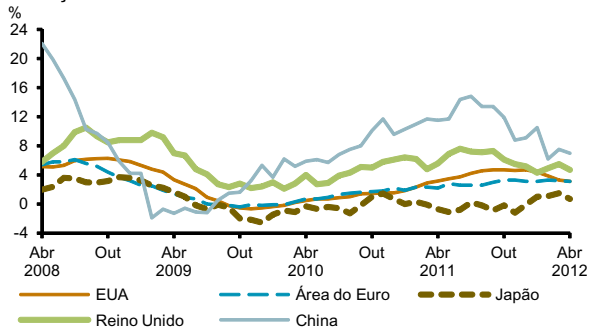
Na Área do Euro, a variação anual da inflação ao consumidor, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), atingiu 2,6% em abril, após quatro meses em 2,7%, devendo ocorrer, de acordo com a Eurostat, continuidade desse processo em maio. Vale destacar que a trajetória de redução da taxa de inflação tem sido menos pronunciada na Área do Euro do que nas demais economias desenvolvidas, evolução decorrente dos impactos da elevada inflação de energia, que atingiu 8,2% a.a. em abril; da rigidez da inflação de alimentos, 3,1% a.a. em abril; e da alta de impostos, no âmbito de programas de consolidação fiscal. Ressalte-se que, desde setembro de 2011, a variação anual do núcleo do IPCH oscila de 1,5% a 1,6% a.a. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) mantém a taxa de juros de referência (*Refi rate*) em 1% a.a. desde a reunião de dezembro de 2011.

O processo desinflacionário no Reino Unido vem ocorrendo com maior intensidade do que nas principais economias desenvolvidas, trajetória consistente com os impactos da recessão econômica em curso; da eliminação do efeito-base do aumento do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), em janeiro de 2011; e da redução da inflação da energia, que atingiu 8,1% a.a. em abril de 2012, ante 18,1% a.a. em setembro do ano anterior. Esses fatores têm favorecido a convergência da inflação para o centro da meta, tendo o IPC cheio anual recuado de 5,2% para 3%, no período mencionado. Nesse contexto, na reunião de maio, o Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve inalterada a taxa bancária oficial em 0,5% a.a., vigente desde março de 2009, e decidiu pela manutenção do programa de compra de ativos, financiado pela emissão de reservas, em £325 bilhões.

No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 0,5% em março e abril, maior valor desde dezembro de 2008, trajetória associada, sobretudo, ao comportamento do preço da energia, que registra variação anual superior a 5% desde julho de 2011. Nesse ambiente, a variação anual do núcleo do IPC que exclui alimentos *in natura* totalizou 0,2% em abril e a relativa ao núcleo que exclui alimentos e energia, -0,3% a.a., mantendo-se em terreno deflacionário desde janeiro de 2009. O Banco do Japão (BoJ), considerando a previsão de que a variação anual dos preços deverá seguir, no curto prazo, abaixo da meta oficial transitória de 1% a.a., decidiu, em abril, manter a taxa básica

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Varição anual

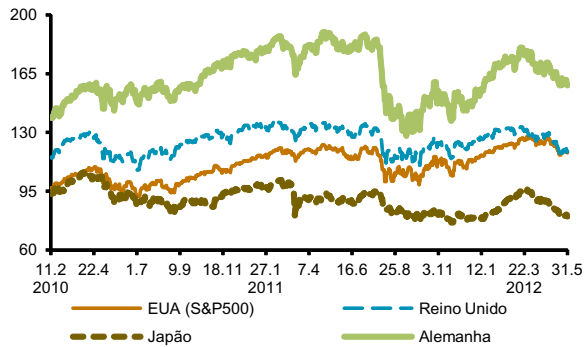


Fonte: Thomson

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

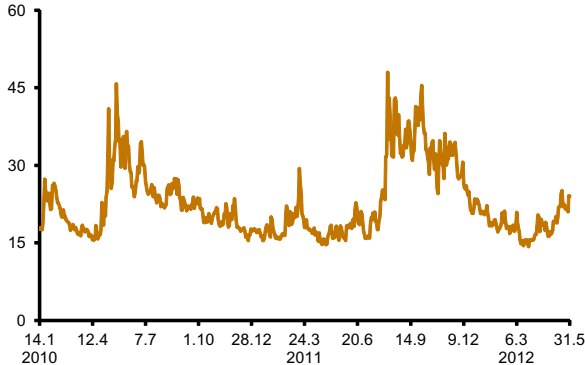
Gráfico 4.8 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão

31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

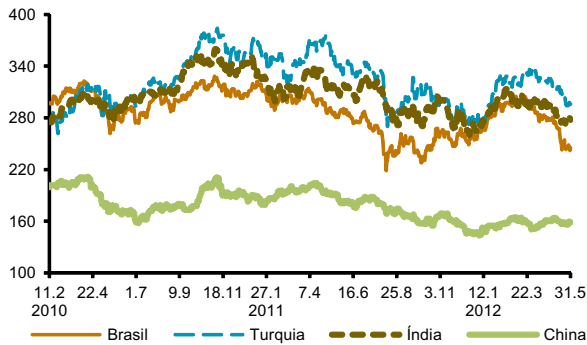
Gráfico 4.9 – VIX



Fonte: Thomson

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes

31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

de juros (*uncollateralized overnight call rate*) na faixa de 0 a 0,1% e reeditou medidas de afrouxamento quantitativo por meio da ampliação do Programa de Compra de Ativos em ¥5 trilhões, para ¥70 trilhões.

Na China, a variação anual do IPC recuou para 3,4% em abril, evolução associada, em grande medida, à menor variação dos preços de alimentos, que atingiu 7% no período, ante 14,8% em julho de 2011. Diante da trajetória benigna da inflação, o Banco do Povo da China (BPC) efetuou, em maio, nova redução de 0,5 p.p. na taxa de recolhimento compulsório, fixada em 18% para pequenos bancos e em 20% para os de maior porte. No mesmo sentido, no início de junho, o BPC reduziu, pela primeira vez desde julho de 2011, a taxa básica de juros em 0,25 p.p., fixando-a em 6,31% a.a. A partir de 16 de abril, visando conferir maior flexibilidade ao regime cambial, o BPC aumentou, de 0,5% para 1%, a banda de flutuação diária do renminbi em relação ao dólar dos EUA, em relação à paridade central, no mercado interbancário a vista.

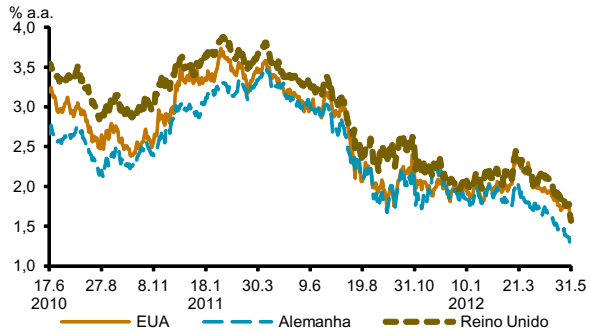
4.3 Mercados financeiros internacionais

Os mercados financeiros registraram aumento da aversão ao risco ao longo do trimestre encerrado em maio, influenciados pelo agravamento da crise financeira na Europa e, em menor escala, pelos receios de que a desaceleração na China ocorra de forma mais intensa do que prevista inicialmente e, ainda, pelas evidências de fragilidades na recuperação da economia norte-americana.

Nesse cenário, os índices Nikkei, do Japão; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; e *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA, registraram recuos respectivos de 12,1%, 9,4%, 8,6% e 4,1% no trimestre encerrado em maio. Em oposição, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, atingiu 24 pontos ao final do período, após situar-se em 14,2 pontos em 26 de março, menor valor desde junho de 2007.

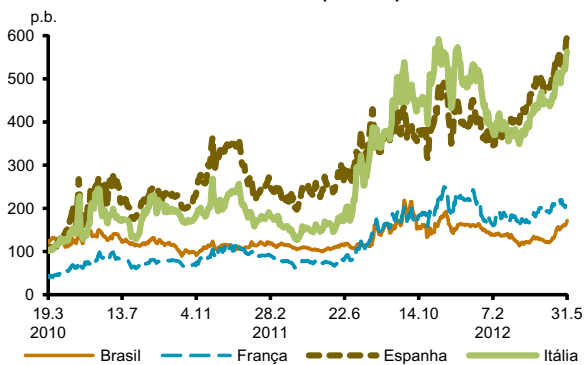
Os mercados acionários de países emergentes, afetados pela elevada volatilidade e aversão ao risco nas economias maduras, bem como pela moderação da atividade local, também registraram expressivas perdas no trimestre finalizado em maio, ressaltando-se os recuos respectivos de

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



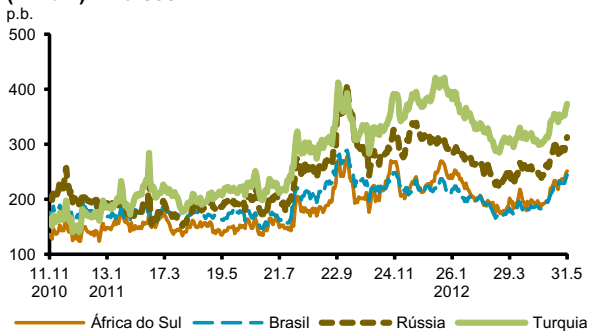
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – CDS Soberanos (5 anos)



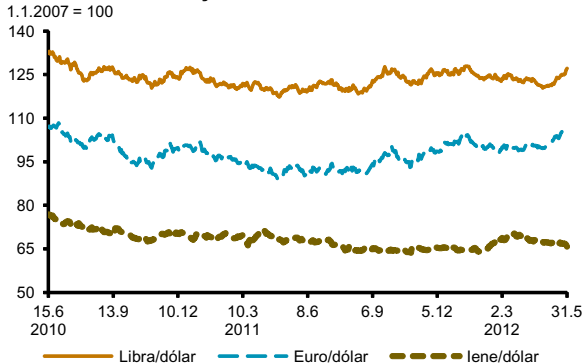
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

17,2%, 9,3%, 8,6% e 2,3% assinalados nos índices Ibovespa, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; *Bombay Stock Exchange Sensitive Index (Sensex)*, da Índia; e *Shanghai Composite*, da China.

Nesse cenário, os mercados de dívida soberana de economias maduras consideradas de menor risco continuaram sob forte demanda, com os respectivos títulos de longo prazo apresentando, durante o trimestre, rendimentos anuais em patamares historicamente baixos. De fato, as remunerações anuais dos títulos soberanos de dez anos do Reino Unido, EUA e Alemanha atingiram, na ordem, 1,57%, 1,56% e 1,20% ao final de maio, ante 2,15%, 1,97% e 1,82% ao final de fevereiro.

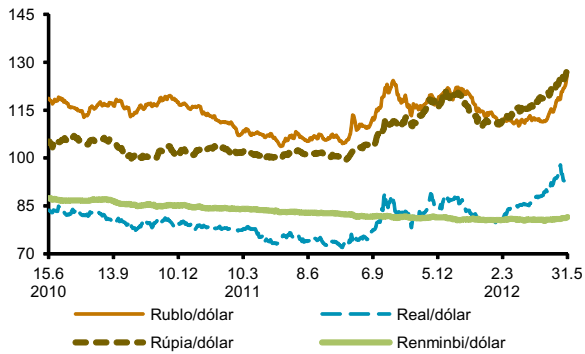
Na Europa, o alívio no mercado de dívida soberana ocorrido no primeiro trimestre, devido ao provimento de liquidez proporcionado pela abertura de linhas de crédito de três anos pelo BCE, para os bancos da Área do Euro, e ao desfecho das negociações entre a Grécia e os detentores privados de bônus, arrefeceu ao longo do trimestre encerrado em maio. Nesse cenário, os *Credit Default Swaps (CDS)* soberanos de Espanha, Itália, Irlanda, França e Portugal registraram aumentos respectivos de 231 p.b., 182 p.b., 123 p.b., 43 p.b. e 9 p.b. no período, atingindo, ao final de maio, em 599 p.b., 562 p.b., 726 p.b., 243 p.b. e 1184 p.b..

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus (Embi+)* atingiu 419 p.b. ao final de maio. O aumento trimestral de 85 p.b. evidenciou o impacto do aumento da aversão ao risco sobre o preço dos papéis soberanos de economias emergentes. Em particular, o índice associado ao Brasil foi menos impactado, crescendo 48 p.b. no período e situando-se em 244 p.b. ao final de maio.

Caracterizando o movimento de busca por ativos de menor risco e a crescente incerteza a respeito dos acontecimentos na Área do Euro, o dólar registrou, no trimestre encerrado em maio, apreciação de 7,8% em relação ao euro. Em relação às moedas de países emergentes, no mesmo período o dólar registrou apreciações de 17,8% ante o real e de 14,5% em relação à rúpia indiana e ao rublo russo. Em relação ao iene, no entanto, o dólar recuou 3,6%, evidência de aumento da demanda pela moeda japonesa em momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros.

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes

1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

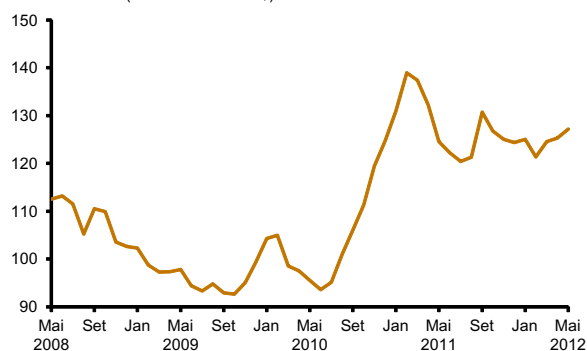


Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

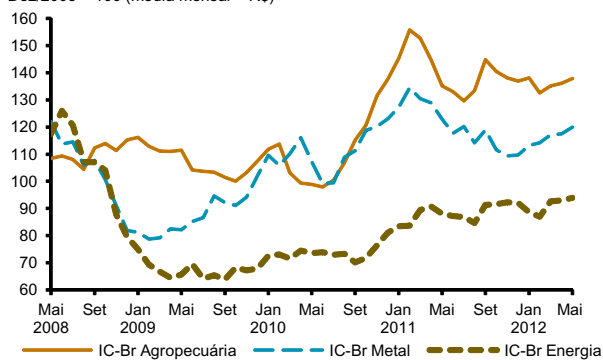
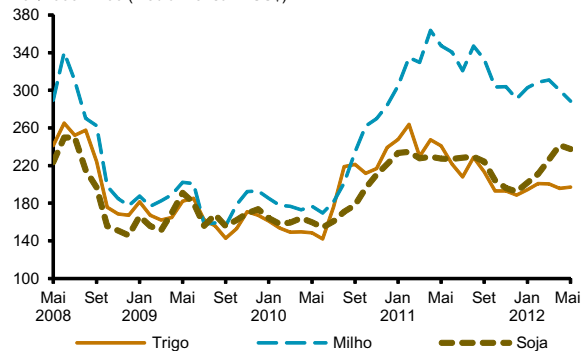


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

4.4 Commodities

Evidenciando o recrudescimento da crise fiscal europeia e a desaceleração do crescimento em importantes economias emergentes, os preços internacionais das *commodities*, após aumentarem no trimestre terminado em fevereiro, decresceram no trimestre terminado em maio. O Índice *S&P* e *Goldman Sachs Spot* recuou 15,25% no período, reflexo de retrações respectivas de 17,13%, 13,22% e 11,48% nos índices relativos aos segmentos de *commodities* energéticas, metálicas e agropecuárias. O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, que considera as médias mensais das cotações em reais, cresceu 4,78% no período, movimento explicado pela depreciação da moeda brasileira frente ao dólar. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 1,71% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, mas recuou 4,34% em relação a igual intervalo de 2011.

Os preços internacionais das *commodities* agropecuárias registraram recuos acentuados no trimestre encerrado em maio, reflexo, em especial, da deterioração das expectativas de crescimento da economia mundial e das perspectivas favoráveis para a safra 2012/2013. Considerando o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais de trigo, milho, algodão, açúcar e café recuaram 2%, 6,5%, 14,1%, 16,5% e 16,9%, respectivamente, contrastando com o aumento de 12,5% nas cotações da soja, reflexo de adversidades meteorológicas em regiões produtoras na América do Sul.

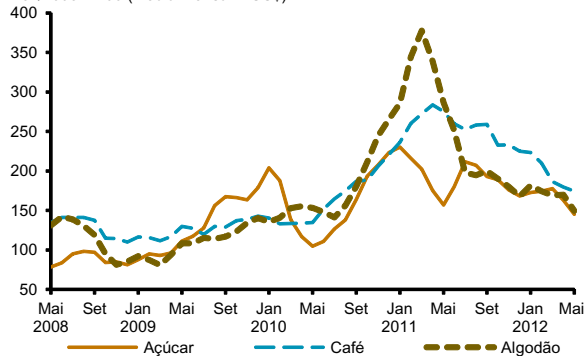
Os preços das *commodities* metálicas também diminuíram no trimestre, refletindo, em especial, a desaceleração da economia chinesa. Nesse cenário, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs* ocorreram, no trimestre terminado em maio, recuos das cotações médias mensais do níquel, 16,9%; alumínio, 9,2%; cobre, 6,9%; zinco, 6,7%; e chumbo, 6,1%.

A cotação do minério de ferro registrou decréscimo em maio, influenciada pela retração no preço do aço no período e pelo aumento dos estoques chineses desse minério. O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou, de acordo com o *Metal Bulletin*, 3,3% no trimestre encerrado em maio.

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, recuos de 19,2% e 17,6% no trimestre encerrado em maio, evolução compatível com o ambiente de arrefecimento da atividade na economia mundial; as reduções das tensões

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

geopolíticas em relação ao Irã; o aumento da produção de petróleo pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep); e o aumento dos estoques do óleo WTI nos EUA. As cotações dos respectivos barris recuaram para US\$86,53 e US\$102,08 ao final de maio, enquanto, consideradas médias mensais, os preços mencionados passaram de US\$102,26 e US\$119,70, em fevereiro, para US\$94,51 e US\$110,52, respectivamente, em maio.

4.5 Conclusão

A trajetória recente dos principais indicadores econômicos sugere a ampliação, geográfica e temporal, das perspectivas de crescimento moderado da atividade nos diversos blocos econômicos. Nesse ambiente, segue limitado o espaço para utilização de políticas monetária e fiscal nas economias maduras. Nas economias emergentes, onde prevalece, de modo geral, o dinamismo da demanda doméstica, o espaço para emprego de políticas antecíclicas tem conferido flexibilidade de atuação aos respectivos governos.

Nos EUA, onde o nível de poupança mantém trajetória declinante e as famílias têm sofrido perdas nos mercados acionários, há riscos para sustentabilidade do consumo privado. Na Área do Euro, a ausência de solução definitiva para a crise projeta cenário de instabilidade nos mercados e de recuo do PIB em 2012. Adicionalmente, a moderação da atividade na economia chinesa e a desaceleração do volume de comércio internacional constituem fatores de contenção da atividade nas economias emergentes, sobretudo nas exportadoras de *commodities*.

O saldo das transações correntes nos cinco primeiros meses de 2012 foi ligeiramente melhor do que o registrado no período equivalente do ano anterior, resultado da retração nas remessas líquidas de renda – decorrente de menores saídas e de maiores ingressos de lucros e dividendos –, cujo efeito se sobrepôs aos impactos do recuo no superávit comercial e do aumento nos gastos líquidos com serviços. Assim como no ano anterior, o déficit nas transações correntes foi financiado integralmente pelos fluxos líquidos de IED. Note-se, além disso, que no âmbito da conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações somaram US\$3,4 bilhões no período, ante US\$7,2 bilhões em todo o ano de 2011.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado apresentou superávit de US\$22,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ante US\$42,4 bilhões em igual período do ano anterior. A redução refletiu, em especial, a retração de US\$26 bilhões, para US\$1,5 bilhão, no superávit do segmento financeiro, decorrente de recuo de 6,6% nas compras e crescimento de 9,5% nas vendas de moeda estrangeira. Por sua vez, o superávit comercial cambial atingiu US\$21,1 bilhões, ante US\$14,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011.

De janeiro a maio deste ano, a atuação do Banco Central no mercado de câmbio resultou em compras líquidas de US\$18,2 bilhões, das quais US\$11,2 bilhões no mercado spot de câmbio. A posição 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\$2,7 bilhões, ao final de maio deste ano.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	
Comercial	7,3	14,8	43,9	3,6	21,1	
Exportação	24,3	93,7	251,2	22,2	108,2	
Importação	17,1	78,9	207,2	18,5	87,1	
Financeiro ^{1/}	-2,0	27,6	21,3	-6,3	1,5	
Compras	29,9	177,5	394,0	28,5	165,7	
Vendas	31,9	150,0	372,7	34,8	164,2	
Saldo	5,3	42,4	65,3	-2,7	22,6	

^{1/} Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

5.2 Comércio de bens

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-mai 2012	97 861	91 589	6 272	189 450	
Jan-mai 2011	94 614	86 084	8 530	180 699	
Var. %	3,4	6,4	-26,5	4,8	

Fonte: MDIC/Secex

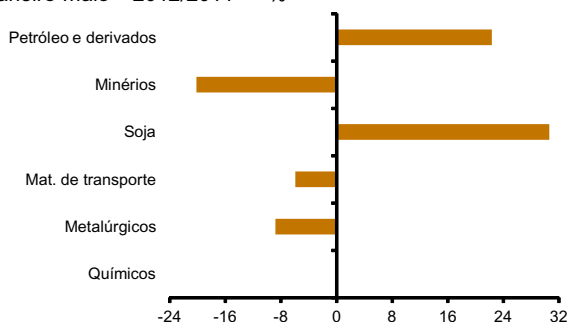
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	918,6	932,0	1,5
Básicos	439,1	442,6	0,8
Industrializados	458,9	466,6	1,7
Semimanufaturados	125,0	121,9	-2,5
Manufaturados	333,9	344,7	3,2
Operações especiais	20,6	22,8	10,8

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores Janeiro-maio – 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-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	835,8	872,3	4,4
Bens de capital	181,8	192,4	5,9
Matérias-primas	379,6	380,8	0,3
Bens de consumo	146,1	155,6	6,5
Duráveis	86,3	87,7	1,5
Automóveis de passageiros	41,5	39,8	-3,9
Não duráveis	59,8	68,0	13,7
Combustíveis e lubrificantes	128,3	143,5	11,8
Petróleo	60,0	55,4	-7,5
Demais	68,4	88,0	28,8

Fonte: MDIC/Secex

O superávit da balança comercial atingiu US\$6,3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, recuando 26,5% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações aumentaram 3,4% e as importações, 6,4%, totalizando US\$97,9 bilhões e US\$91,6 bilhões, respectivamente, no período.

As exportações médias diárias cresceram 1,5%, resultado de elevações respectivas de 3,2% e de 0,8% nas vendas externas de produtos manufaturados e de produtos básicos, e de recuo de 2,5% nas relativas a produtos semimanufaturados. As participações dessas categorias no total das exportações variaram 0,6 p.p., -0,3 p.p. e -0,5 p.p., respectivamente, no período.

A média diária das importações aumentou 4,4% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, com ênfase nas expansões das aquisições de bens de consumo não duráveis, 13,7%, alavancadas pelas compras de têxteis e produtos farmacêuticos, e de combustíveis e lubrificantes, 11,8%, reflexo de aumento de 28,8% nas importações da categoria exclusive petróleo.

Na mesma base de comparação, a média diária da corrente de comércio do país aumentou 2,8%, destacando-se as expansões no comércio bilateral com os EUA, 11,3%, e com a Ásia, 7,5%, e as retrações nas transações comerciais externas com a Europa Oriental, 36,9%, e com o Mercosul, 8,1%, esta evidenciando o recuo de 9,2% no fluxo comercial com a Argentina.

O principal destino das exportações continua sendo a Ásia, que adquiriu 30,1% das vendas externas brasileiras nos cinco primeiros meses do ano, ocorrendo aumentos nos embarques destinados à China, 7,2%, e aos demais países da região, 15,2%. A participação das exportações brasileiras para os EUA aumentou 2,3 p.p. no período, situando-se em 12%.

Os principais mercados de origem das importações brasileiras foram China e EUA, com participações iguais de 14,6% no total adquirido pelo país de janeiro a maio de 2012, período em que as aquisições provenientes do Oriente Médio, da União Europeia, e da América Latina e Caribe registraram elevações respectivas de 26,3%, 11% e 5,7%. Em oposição, ressaltem-se os recuos nas importações originárias da Europa Oriental, 32,7%, e do Mercosul, 2,6%, com ênfase no decréscimo de 4,7% nas procedentes da Argentina.

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

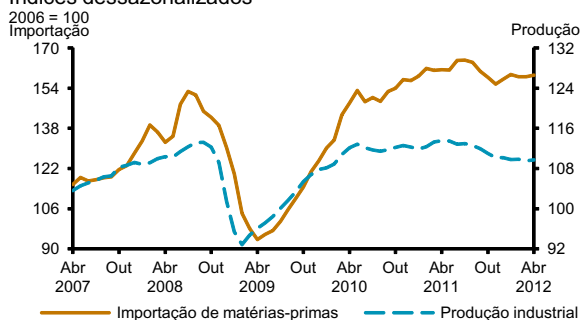


Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados

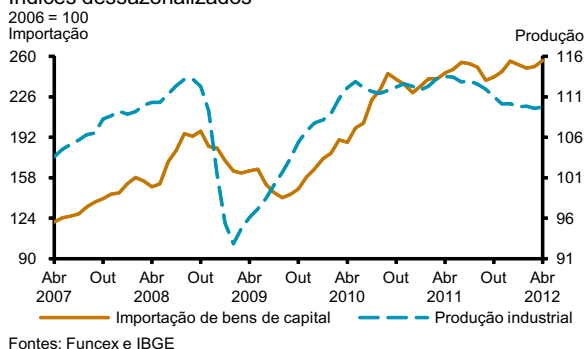


Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-maio – 2012/2011^{1/} – %

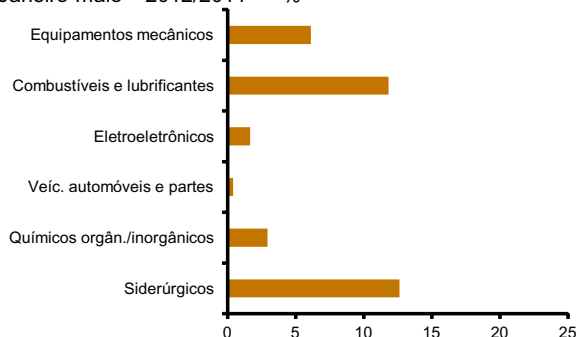
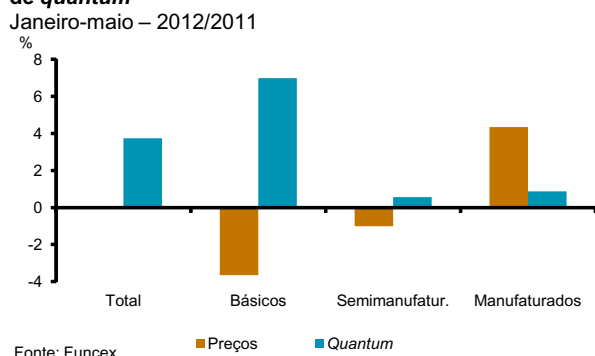


Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum



O agravamento da crise econômica na Europa se refletiu nos fluxos de comércio com a região. Nesse sentido, a participação da região como destino das exportações brasileiras recuou de 22,1% para 20,3% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, enquanto a representatividade das importações provenientes do bloco cresceu 1,3 p.p, para 21,6%.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 3,4% nas exportações nos primeiros cinco meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, resultou de expansão de 3,7% no *quantum* e recuo de 0,1% nos preços. A trajetória dos preços resultou de variações respectivas de 4,3%, -1% e -3,6% nas categorias de produtos manufaturados, semimanufaturados e básicos, enquanto a evolução da quantidade exportada traduziu as variações assinaladas nas categorias de produtos básicos, 7%; manufaturados, 0,9%; e semimanufaturados, 0,6%.

Na mesma base de comparação, o aumento de 6,4% no valor das importações decorreu de crescimentos de 4,2% nos preços e de 2,3% no *quantum*. Ocorreram elevações nos preços em todas as categorias de uso no período, com ênfase nos relativos a combustíveis e lubrificantes, 10,8%; bens de consumo não duráveis, 10%; seguindo-se as expansões nas categorias de bens de consumo duráveis, 6,8%; bens de capital, 5,7%; e de matérias primas e produtos intermediários, 3,4%. A evolução do volume importado decorreu de aumentos nas categorias de combustíveis e lubrificantes, 3,5%; bens de consumo não duráveis, 5,4%; e bens de capital, 2,1%, em oposição aos recuos nas relativas a bens de consumo duráveis, 3%, e a matérias primas e produtos intermediários, 0,9%, este evidenciando o arrefecimento na produção da indústria do país.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes atingiu US\$21 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ante US\$22,6 bilhões no mesmo período de 2011, totalizando US\$50,9 bilhões, equivalentes a 2,11% do PIB, no intervalo de doze meses encerrado em maio.

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$16,4 bilhões, elevando-se 12% no período, com ênfase na expansão de 20,7%, para US\$7,7 bilhões, nas despesas líquidas com aluguel de equipamentos.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

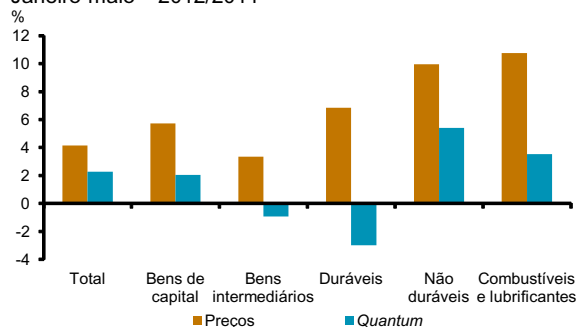
Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2011	2012	Var. %	2011	2012	Var. %	2011	2012
Total	919	932	1,5	836	872	4,4	83	60
A.Latina e Caribe	210	197	-6,1	141	149	5,7	69	48
Mercosul	102	90	-12,0	72	70	-2,6	29	19
Argentina	82	72	-12,7	63	60	-4,6	19	12
Demais	20	18	-9,0	9	10	11,7	10	8
Demais	108	108	-0,7	69	79	14,5	40	29
EUA ^{1/}	90	112	25,0	126	128	1,5	-36	-15
UE	203	189	-6,9	169	188	11,0	33	1
Europa Oriental	27	16	-39,5	17	11	-32,7	10	5
Oriente Médio	42	38	-8,5	20	25	26,3	22	13
Ásia	254	280	10,4	261	273	4,6	-7	7
China	153	164	7,2	118	128	8,6	35	36
Outros	101	116	15,2	143	145	1,4	-42	-29
África	41	44	6,2	65	63	-3,1	-24	-19
Demais	52	55	6,0	37	36	-4,6	15	19

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e quantum

Janeiro-maio – 2012/2011



Fonte: MDIC e BCB

O déficit da conta viagens internacionais atingiu US\$6 bilhões, ressaltando-se que o aumento de 7,8% registrado em relação aos cinco primeiros meses de 2011 refletiu elevações respectivas de 7,7% e de 7,4% nos gastos de brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil.

As despesas líquidas com transportes (fretes e passagens fundamentalmente) somaram US\$3,5 bilhões, 19,3% maiores do que as registradas em igual período de 2011, reflexo da redução nas receitas e dos aumentos das importações e das viagens de brasileiros ao exterior.

As despesas líquidas de juros somaram US\$3,8 bilhões nos primeiros cinco meses de 2012, ante US\$3,4 bilhões em igual período do ano anterior. Refletindo menores taxas de juros praticadas nos mercados internacionais, os pagamentos ao exterior totalizaram US\$6,4 bilhões e as receitas, US\$2,6 bilhões, com recuos respectivos de 12% e de 31,6%, no período. Ressalte-se que as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US\$1,9 bilhão.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$8,4 bilhões, reduzindo-se 42,6% em relação a igual período de 2011. As empresas dos setores industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 53,6% e de 42,5% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com destaque para os segmentos de serviços financeiros, bebidas, veículos automotores, comércio e produtos químicos. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$31,9 bilhões em maio, dos quais US\$21,8 bilhões referentes a IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,1 bilhão, recuando 21,9% no período. 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\$520 milhões, recuando 5,4%, no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$39,6 bilhões nos cinco primeiros meses deste ano, ante US\$62 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$6,1 bilhões, refletindo,

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,2	-22,6	-52,5	-3,5	-21,0	-56,0
Balança comercial	3,5	8,5	29,8	3,0	6,3	18,0
Exportações	23,2	94,6	256,0	23,2	97,9	258,0
Importações	19,7	86,1	226,2	20,3	91,6	240,0
Serviços	-3,7	-14,6	-38,0	-3,7	-16,4	-39,0
Transportes	-0,8	-2,9	-8,3	-0,8	-3,5	-8,5
Viagens internacionais	-1,1	-5,6	-14,7	-1,3	-6,0	-13,0
Computação e informática	-0,6	-1,8	-3,8	-0,4	-1,7	-4,0
Aluguel equipamentos	-1,5	-6,4	-16,7	-1,6	-7,7	-19,0
Demais	0,3	2,1	5,6	0,4	2,6	5,6
Rendas	-4,3	-17,9	-47,3	-3,0	-12,0	-37,9
Juros	-0,2	-3,4	-9,7	-0,5	-3,8	-10,5
Lucros e dividendos	-4,2	-14,7	-38,2	-2,6	-8,4	-28,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,6	0,1	0,2	0,7
Transferências correntes	0,3	1,5	3,0	0,3	1,1	2,8

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	8,9	62,0	110,8	3,9	39,6	77,5
Investimentos diretos	5,6	29,6	67,7	2,6	29,5	54,0
Brasileiros no exterior	1,6	2,6	1,0	-1,1	6,1	4,0
Estrangeiros no país	4,0	27,0	66,7	3,7	23,3	50,0
Participação	2,2	20,5	54,8	3,1	19,2	44,0
Intercompanhias	1,8	6,5	11,9	0,7	4,1	6,0
Investimentos em carteira	4,7	22,2	35,3	-3,1	-0,6	10,0
Ativos	1,3	9,3	16,9	-0,9	-7,6	0,5
Passivos	3,5	13,0	18,5	-2,3	7,0	9,5
Derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Outros investimentos	-1,5	10,1	7,8	4,5	10,8	13,5
Ativos	-7,8	-15,7	-39,0	2,1	5,3	8,1
Passivos	6,2	25,9	46,8	2,4	5,5	5,4

1/ Projeção.

principalmente, amortizações líquidas de US\$8,1 bilhões de empréstimos intercompanhia no período. No tocante ao processo de internacionalização das empresas brasileiras, os novos investimentos líquidos em participação no capital de empresas subsidiárias no exterior somaram US\$2 bilhões no período, ante US\$13,8 bilhões nos primeiros cinco meses de 2011.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$23,3 bilhões, redução de 13,7% no período comparativo, dos quais US\$19,2 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$4,1 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$63 bilhões (2,61% do PIB) em maio, superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$12,1 bilhões.

Os investimentos de brasileiros em carteira no exterior registraram aplicações líquidas de US\$7,6 bilhões no ano, até maio, ressaltando-se a retomada do processo de investimento em títulos estrangeiros, evidenciado por aplicações líquidas de US\$6,4 bilhões, ante retornos de US\$2,9 bilhões em igual intervalo de 2011. A demanda de residentes por ações de empresas estrangeiras resultou em aplicações líquidas de US\$1,2 bilhão.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$7 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$3,4 bilhões, concentrados em ações lançadas no mercado doméstico. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$1,4 bilhão, ante saídas líquidas de US\$731 milhões nos cinco primeiros meses de 2011.

Os investimentos estrangeiros em títulos de curto prazo somaram amortizações líquidas de US\$125 milhões nos cinco primeiros meses de 2012, ante US\$1,5 bilhão em igual intervalo do ano anterior. As *notes* e *commercial papers* acumularam ingressos líquidos de US\$2,2 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$4,8 bilhões e amortizações de US\$2,6 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 182%, ante 845% nos cinco primeiros meses de 2011.

De janeiro a maio, os bônus da República negociados no exterior apresentaram ingressos líquidos de US\$184 milhões, destacando-se a reabertura do Global 21, em janeiro, que resultou em captação de US\$825 milhões, e a emissão,

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	8,0	28,7	63,2	1,7	13,5	28,0
Bônus públicos	-	-	1,7	-	2,5	2,5
Títulos privados	4,0	15,7	25,5	1,1	4,8	7,5
Empréstimos diretos	4,0	13,1	36,1	0,7	6,2	17,9
Empréstimos de curto prazo (líq.) ^{2/}	0,2	12,1	2,3	-	-4,3	-6,0
Tít. de curto prazo (líq.)	-1,6	-1,5	-6,3	-	-0,1	-0,5
Portfolio no país (líq.)	2,1	2,8	6,2	-1,8	4,8	11,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	521%	474%	460%	79%	151%	100%
Títulos	468%	845%	530%	75%	182%	100%
Empréstimos diretos	589%	311%	421%	86%	133%	100%

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

em abril, do BRL 24, com captação de US\$1,7 bilhão. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$1,5 bilhão de bônus no período, dos quais US\$1,2 bilhão referentes ao valor de face dos títulos e US\$298 milhões, ao ágio dessas operações. No total, as amortizações somaram US\$2,3 bilhões.

Os outros investimentos brasileiros no exterior apresentaram retornos líquidos de US\$5,3 bilhões no ano, até maio, com redução de US\$4,2 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e retorno de aplicações de US\$1,9 bilhão do setor não financeiro. As saídas líquidas de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$673 milhões, ante US\$13,4 bilhões em igual período de 2011.

Outros investimentos estrangeiros no Brasil, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos e organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registraram receitas líquidas de US\$5,5 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012. Os créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram ingressos líquidos de US\$11 bilhões, enquanto os empréstimos de longo prazo dos demais setores apresentaram desembolsos líquidos de US\$1,2 bilhão, destacando-se os empréstimos diretos junto a bancos, US\$1,5 bilhão, com taxa de rolagem de 133% no período; e os desembolsos líquidos de organismos internacionais, US\$788 milhões. Os empréstimos junto a compradores registraram amortizações líquidas de US\$1,1 bilhão.

Os empréstimos de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$4,3 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$12,1 bilhões em igual período de 2011.

As reservas internacionais totalizaram US\$372,4 bilhões em maio, aumentando US\$20,4 bilhões em relação a dezembro de 2011. Nesse período, as compras líquidas de câmbio pelo Banco Central somaram US\$11,2 bilhões, no mercado à vista, e US\$7 bilhões, no mercado a termo; as receitas líquidas de juros totalizaram US\$1,9 bilhão.

De janeiro a maio, houve liquidações de US\$3,6 bilhões em compras do Tesouro Nacional.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$375,5 bilhões ao final de 2012. Incluindo-se o ocorrido nos cinco primeiros meses de 2012, estão previstas, para o ano, receitas de

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011	2012		
	Ano	Jan-mai	Ano	Jan-mai	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	238,5	288,6	288,6	352,0	352,0
Compras líquidas do Bacen	42,0	36,0	50,1	18,2	18,2
A termo	-	1,8	2,2	7,0	7,0
Spot	41,4	34,2	47,9	11,2	11,2
Empréstimos em moeda estr.	0,5	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-5,2	-1,4	-1,4	-1,7	-1,5
Juros	0,2	1,3	2,7	0,4	1,8
Receita	4,1	3,1	6,3	1,9	5,0
Despesa	-3,9	-1,8	-3,6	-1,6	-3,2
Amortização	-5,4	-2,7	-4,1	-2,0	-3,2
Desembolsos	1,2	-	0,5	-	-
Organismos multilaterais	-	-	0,5	-	-
Bônus da República	1,2	-	-	-	-
Demais ^{2/}	2,8	5,4	6,5	0,3	0,3
Compras do Tesouro Nacional	9,3	4,5	7,7	3,6	6,5
Varição de haveres	50,1	44,4	63,4	20,4	23,5
Posição das reservas – Liquidez	288,6	333,0	352,0	372,4	375,5

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	Mai ^{2/}
Exportações de bens	153,0	201,9	247,0	256,0	259,3
Exportações de bens e serviços	180,7	233,5	284,3	294,2	299,4
Serviço da dívida	43,6	46,3	51,4	52,6	51,8
Dívida externa total	198,2	256,8	298,2	298,2	298,2
Dívida externa total líquida	-61,8	-50,6	-75,3	-72,9	-96,3
Reservas internacionais	238,5	288,6	349,7	352,0	372,4
PIB	1 626	2 144	2 399	2 475	2 416
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	12,2	12,0	12,4	12,0	12,3
Dívida total líquida/PIB (%)	-3,8	-2,4	-3,1	-2,9	-4,0
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	1,0
Dív. total líquida/exportação	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
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	20,0
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	124,9

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

2/ Dados estimados.

remuneração de reservas de US\$5 bilhões; despesas de juros de US\$3,2 bilhões; amortizações de US\$3,2 bilhões; e liquidações de compras, já ocorridas, de US\$18,2 bilhões pelo Banco Central e de US\$6,5 bilhões pelo Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para maio de 2012, o serviço da dívida externa decresceu 1,5% em relação a dezembro de 2011. As exportações de bens elevaram-se 1,3% no período, e a razão entre esses indicadores recuou para 20%. A dívida total manteve-se constante, o PIB em dólares recuou 2,4%, enquanto a dívida total líquida ampliou sua posição credora no período, resultando em aumento de 0,3 p.p. da relação dívida total/PIB, para 12,3%, e elevação, de -2,9% para -4%, da relação dívida total líquida/PIB.

A relação entre a dívida total e as exportações manteve-se em 1,2, enquanto a razão entre a dívida total líquida (superavitária) e as exportações passou de -0,3 para -0,4, no período. Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa total passou de 118%, em dezembro de 2011, para 124,9%, em maio de 2012.

5.6 Conclusão

O déficit em transações correntes, em termos absolutos, tende a aumentar em 2012, apesar do recuo observado no resultado relativo aos cinco primeiros meses do ano. Essa avaliação se sustenta, entre outros aspectos, nas perspectivas de retração no superávit comercial e de aumento nas despesas com serviços. É importante enfatizar que o déficit em transações correntes deverá ser financiado, essencialmente, pelos ingressos de IED.

Projeção para o Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,2	-22,6	-52,5	-3,5	-21,0	-56,0
Balança comercial	3,5	8,5	29,8	3,0	6,3	18,0
Exportações	23,2	94,6	256,0	23,2	97,9	258,0
Importações	-19,7	-86,1	-226,2	-20,3	-91,6	-240,0
Serviços e Rendas	-8,0	-32,5	-85,3	-6,7	-28,4	-76,8
Viagens	-1,1	-5,6	-14,7	-1,3	-6,0	-13,0
Juros	-0,2	-3,4	-9,7	-0,5	-3,8	-10,5
Lucros e dividendos	-4,2	-14,7	-38,2	-2,6	-8,4	-28,0
Demais	-2,5	-8,8	-22,7	-2,3	-10,1	-25,3
Transferências	0,3	1,5	3,0	0,3	1,1	2,8
Conta capital e financ.	9,0	62,6	112,4	4,1	40,4	79,2
Conta capital	0,2	0,6	1,6	0,2	0,7	1,7
Investim. brasileiros ^{2/}	-4,9	-3,8	-21,1	0,1	3,8	12,6
Investim. estrangeiros	11,2	63,6	116,9	1,3	27,3	54,6
IED	4,0	27,0	66,7	3,7	23,3	50,0
Ações totais ^{3/}	1,7	4,3	7,2	-2,4	3,4	8,0
Títulos no país	0,4	-0,7	-0,1	0,6	1,4	3,0
Emprést. e tit. LP	6,5	22,3	47,1	-0,5	3,6	0,1
Títulos públicos	-0,2	-3,0	-3,6	-0,1	0,1	-1,0
Títulos privados	3,2	13,8	21,2	-0,3	2,2	-
Empréstimos dir.	3,3	8,9	27,5	-0,1	1,5	-
Demais ^{4/}	0,3	2,6	2,0	0,0	-0,3	1,2
Emprést. e tit. CP	-1,4	10,7	-4,0	0,0	-4,4	-6,5
Demais ^{5/}	2,5	2,2	15,1	2,5	8,5	10,2
Erros e omissões	0,4	-0,3	-1,3	0,4	1,8	-
Ativos de reserva	-5,2	-39,7	-58,6	-1,1	-21,2	-23,2
Memo:						
Transações correntes / PIB (%)		-2,2	-2,1		-2,2	-2,4
IED / PIB (%)		2,7	2,7		2,4	2,1

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 boxe apresenta revisão na projeção do balanço de pagamentos para 2012, considerando a posição de endividamento externo de março de 2012; os resultados ocorridos, nos cinco primeiros meses do ano, e, de modo parcial, em junho; 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, em US\$3 bilhões; para as remessas líquidas de lucros e dividendos, US\$10 bilhões; e para as despesas líquidas com transportes e viagens internacionais, US\$4 bilhões. As estimativas para os pagamentos líquidos de juros foram reduzidas em US\$1,7 bilhão e os ingressos de transferências unilaterais, elevados em US\$100 milhões. A projeção para o déficit em transações correntes foi reduzida em US\$12 bilhões.

No âmbito da conta financeira, a projeção para os investimentos brasileiros diretos no exterior foi sensibilizada pelas concessões de empréstimos de filiais no exterior às matrizes no Brasil. A projeção para o investimento estrangeiro direto foi mantida, em razão dos fluxos líquidos observados até meados de junho. A atuação do Banco Central no mercado de câmbio doméstico foi incorporada aos fluxos esperados para os depósitos mantidos no exterior por bancos brasileiros.

A projeção para o déficit em transações correntes foi revisada de US\$68 bilhões para US\$56 bilhões. As exportações foram estimadas em US\$258 bilhões e as importações, em US\$240 bilhões, resultado de reduções respectivas de US\$10 bilhões e US\$7 bilhões em relação à estimativa anterior.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,9	-25,6	-58,5	-3,8	-22,9	-61,0
Capitais (líquido)	11,5	64,7	105,5	0,0	38,7	79,1
Inv. estrangeiro direto	4,0	27,0	66,7	3,7	23,3	50,0
Inv. estrangeiro carteira	2,1	3,7	7,0	-1,9	4,7	11,0
Empréstimos MLP	5,7	19,5	40,9	-0,3	3,9	-0,5
Crédito comerciais	4,7	19,3	28,9	2,0	5,3	8,4
Bancos	1,0	14,8	7,5	-0,8	-5,4	-5,3
Demais	3,8	4,5	21,4	2,8	10,7	13,7
Inv. brasileiro no exterior	-2,6	-0,6	-24,0	-3,9	1,5	12,5
Demais	-2,4	-4,2	-14,0	0,3	0,0	-2,3
Hiato financeiro	6,5	39,1	46,9	-3,9	15,8	18,1
Compras líquidas BCB	-4,3	-36,0	-50,1	-0,1	-18,2	-18,2
Depósitos de bancos	-2,2	-3,1	3,2	3,9	2,3	0,1

1/ Projeção.

A projeção do déficit na conta de serviços recuou US\$3,1 bilhões para US\$39 bilhões, ressaltando-se a redução de US\$1,5 bilhão, para US\$8,5 bilhões, nas despesas líquidas de transportes, em cenário de desaceleração das despesas e contração nas receitas. Os gastos líquidos em viagens internacionais, refletindo o comportamento registrado nos primeiros meses de 2012, foram estimados em US\$13 bilhões, valor US\$2,5 bilhões inferior ao projetado anteriormente.

A nova posição de dívida externa, referente a março de 2012, alterou a projeção das despesas brutas de juros, para US\$17,5 bilhões, redução de US\$1 bilhão. Em ambiente de manutenção das perspectivas em relação à evolução das taxas de juros internacionais, a despesa líquida de juros foi reduzida para US\$10,5 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos foram projetadas em US\$28 bilhões, recuando US\$10 bilhões em relação à estimativa anterior. A alteração reflete o retração do volume de remessas em moeda estrangeira por força da depreciação cambial e, em menor proporção, o aumento nas receitas de lucros e dividendos, influenciado pelo investimento brasileiro direto no exterior.

Com alteração da expectativa sobre a continuidade e o ritmo do processo de internacionalização de recursos por empresas brasileiras, os investimentos brasileiros diretos no exterior deverão registrar retornos líquidos de US\$4 bilhões. Anteriormente, haviam sido previstas aplicações líquidas de US\$2 bilhões.

Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos foram mantidos em US\$50 bilhões para 2012, devido aos ingressos líquidos ocorridos nos meses iniciais do ano.

As amortizações previstas a partir da posição de endividamento externo de março de 2012 passaram de US\$36,9 bilhões para US\$41,9 bilhões. A previsão de taxa de rolagem de empréstimos e títulos de médio e longo prazos foi reduzida de 125% para 100%.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá registrar déficit de US\$18,1 bilhões, ante superávit de US\$5,7 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 março de 2012. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo 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 8,50% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 29 e 30 de maio, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,00/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 em 8 de junho 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, após alcançar 7,31% em setembro de 2011, vem recuando desde então e atingiu 4,99% em maio deste ano, 1,56 p.p. abaixo do valor observado no mesmo mês de 2011. Esse movimento foi determinado tanto pela menor variação nos preços livres, de 5,89% em maio (0,91 p.p. abaixo da registrada em maio de 2011), como pela moderação nos reajustes de preços administrados por contrato e monitorados, de 3,49% (2,47 p.p. abaixo, na mesma base de comparação). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,45%, enquanto a dos itens comercializáveis foi bem inferior (3,49%), na mesma base de comparação. Por sua vez, a inflação do setor de serviços, embora venha se mantendo em patamar sistematicamente superior à dos preços livres, recuou para 7,59% em doze meses até maio (0,95 p.p. abaixo da observada em maio 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 maio, após alta em abril, e a variação acumulada em doze meses continuou em trajetória descendente iniciada em outubro de 2011. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,28% em março para 0,51% em abril e para 0,45% em maio, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,27% em março para 0,50% em abril e para 0,31% em maio. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,26% em março, ficou em 0,61% em abril e em 0,34% em maio. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,21% em março para 0,69% em abril e para 0,36% em maio, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,22% para 0,71% e para 0,26% no mesmo período. Assim, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,25% em março para 0,60% em abril e para 0,34% em maio. No acumulado em doze meses até maio, as cinco medidas do núcleo alcançaram 6,08%, 4,67%, 5,68%, 5,60% e 5,60%, respectivamente, ante 6,28%, 4,81%, 5,95%, 5,79% e 5,78% em abril e 6,38%, 4,80%, 6,02%, 5,61% e 5,64% em março.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 64,93% em maio, valor próximo ao registrado em maio de 2011 (64,84%) e acima da média histórica de 60,49% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice recuou para

61,92% entre março e maio, 0,77 p.p. abaixo da média do trimestre de dezembro a fevereiro e 1,89 p.p. abaixo da média de setembro a novembro.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza por maior volatilidade, em geral também tem recuado. De fato, após se deslocar de -1,43% em 2009 para 11,30% em 2010, a inflação medida pelo IGP-DI recuou para 5,00% em 2011. Em 2012, e em bases mensais, o IGP-DI variou 1,02% em abril e 0,91% em maio, com a variação em doze meses indo a 4,80%, ante 9,14% em maio de 2011. Esse declínio reflete, essencialmente, o comportamento do principal componente do IGP-DI, o IPA, cuja variação em doze meses recuou para 4,40% em maio, de 10,30% em maio de 2011, em função principalmente de menores pressões advindas dos preços de matérias-primas brutas. Por origem, os preços de produtos agropecuários apresentaram alta acumulada de 5,62% nos doze meses até maio (ante 21,28% em maio de 2011), e os de produtos industriais, 3,97% (6,85% em 2011). A variação em doze meses do IPC, segundo mais importante componente do IGP-DI, atingiu 5,06% em maio (1,31 p.p. abaixo da observada até maio de 2011), com as maiores altas de preços ocorrendo nos grupos de despesas diversas, de educação, leitura e recreação e de saúde e cuidados pessoais. A variação acumulada do INCC, componente de menor peso no IGP-DI, passou para 6,66% em maio (ante 8,52% até maio de 2011). A elevação do INCC foi resultado de aumento de 9,15% no custo da mão de obra no setor e de 4,15% no custo de materiais, equipamentos e serviços. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

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 primeiro trimestre de 2012, o índice acumulou expansão de 0,15% em relação ao trimestre anterior, após crescer 0,20% no último trimestre de 2011. Quando comparado ao primeiro trimestre de 2011, o indicador apontou crescimento de 1,1% entre janeiro e março. A taxa de crescimento acumulada em doze meses até março ficou em 1,8%.

Após período em declínio, a confiança do empresário industrial mostra recuperação na margem. Nesse sentido, note-se que o Índice de Confiança da Indústria,

calculado e dessazonalizado pela FGV, apresentou ligeira elevação em maio, pelo sexto mês consecutivo. Por sua vez, o ICS, calculado pela FGV, recuou em maio, situando-se 5,9% e 4,3% abaixo do valor registrado em maio de 2011 e da média de 2011, respectivamente.

A produção industrial recuou 0,5% em março e 0,2% em abril, na comparação mensal, após avanço de 1,3% em fevereiro, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE. Dessa forma, o crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,2% no período de fevereiro a abril, após recuo de 0,3% entre janeiro e março. Entre as categorias de uso, a produção de bens de capital avançou 3,5% de março para abril e a de bens intermediários, 0,3%. Já a produção de bens de consumo duráveis recuou 0,7% e a de não duráveis e semiduráveis, 0,5%, na mesma base de comparação. No acumulado em doze meses, a produção industrial teve variação negativa de 1,1% em abril (-1,0% em março e -0,9% em fevereiro). Entre as categorias de uso, houve relativa estabilidade na produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis (0,1%) e recuos na de bens de capital, 1,7%, na de bens intermediários, 0,6%, e na de bens de consumo duráveis, 6,1%.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, passou de 83,7% em fevereiro para 84,0% em maio. O Nuci apresenta-se maior no setor de materiais de construção (87,2%) e no de bens intermediários (85,3%). No setor de bens de capital, o Nuci ficou em 82,5% e, no de bens de consumo, em 83,4%. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 82,1% em janeiro para 80,9% em abril. Livre de influências sazonais, o indicador da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, apontou aumento no nível de estoques em maio, após redução nos quatro primeiros meses do ano. Esse aumento na margem se concentrou no setor de bens de consumo duráveis.

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 maio, o ICOM apresentou evolução positiva, a exemplo do que já ocorrera nos períodos de três meses findos em

março e em abril. No entanto, o índice mostrou recuo entre março e maio, quando comparado com o comportamento registrado no mesmo período de 2011, em virtude da evolução menos favorável das expectativas. Na média do trimestre terminado em maio, 60,0% dos respondentes esperam melhora da tendência de negócios, e 4,3%, piora.

Os dados do comércio varejista têm mostrado dinâmica mais favorável do que os de produção. De fato, o volume de vendas no comércio ampliado no primeiro trimestre de 2012 cresceu 3,0% em relação ao trimestre anterior, e 7,3% em relação ao primeiro trimestre de 2011. Assim a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 6,7% em março, com expansão em todos os dez grupos de atividades pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista restrito cresceram 7,5% nessa base de comparação, com destaque para o aumento nas vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (16,4%) e de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (24,8%). Note-se que, de modo geral, 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, em *quantum*, de 11,7% no período de doze meses até abril, de acordo com dados divulgados pela 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. Nesse sentido, o ICC, calculado pela FGV, registrou nova máxima histórica em abril, antes de apresentar ligeiro recuo na margem no mês de maio.

A economia brasileira cresceu 0,8% no primeiro trimestre de 2012, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após expansão de 1,4% e de 2,1% no terceiro e no quarto trimestre de 2011, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB cresceu 0,2% entre janeiro e março, repetindo a taxa de crescimento registrada entre outubro e dezembro, após recuo de 0,1% no terceiro trimestre de 2011. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou de 2,7% para 1,9%, do quarto trimestre do ano passado para o primeiro do ano corrente, ratificando a visão de que a economia tem crescido abaixo do seu potencial. O setor de serviços, cujas taxas de crescimento tendem a ser menos voláteis, expandiu 0,6% no primeiro trimestre em relação

ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, e o valor adicionado pela indústria avançou 1,7%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a produção agropecuária recuou 7,3%, influenciada por significativas perdas, em razão de fatores climáticos na safra de soja e outras culturas. A 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 verificada a partir do segundo semestre de 2011.

Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – continua sendo fator de sustentação da economia. As despesas de consumo avançaram 2,5% no primeiro trimestre, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (1,0% na margem), marcando a trigésima quarta expansão consecutiva nessa base de comparação. O consumo do governo aumentou 3,4% em relação ao do mesmo trimestre do ano anterior (1,5% na margem). Por sua vez, a FBCF contraiu 2,1% em relação ao primeiro trimestre de 2011 (1,8% na margem), mas com expansão de 2,1% no acumulado dos últimos quatro trimestres. Apesar da expansão a taxas decrescentes, são favoráveis as perspectivas para o investimento, em particular, no setor de petróleo (pré-sal) e em infraestrutura. No que se refere às trocas com o resto do mundo, após nove trimestres com valores negativos, quando comparada ao primeiro trimestre de 2011, a contribuição do setor externo para o crescimento do PIB foi nula no primeiro trimestre deste ano, com expansão de 6,6% das exportações e de 6,3% das importações. Em suma, a demanda doméstica, impulsionada pela expansão do crédito, do emprego e da renda, tem sido o principal fator de sustentação da atividade.

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 6,0% em abril, 0,4 p.p. abaixo do valor registrado em abril de 2011. Na série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de abril ficou em 5,6%, apenas 0,1 p.p. acima do mínimo histórico atingido em dezembro de 2011. Em doze meses até abril, houve recuo da taxa de desocupação em quatro das seis regiões metropolitanas pesquisadas pelo IBGE, com o crescimento anual do emprego nas seis regiões alcançando 1,8%. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, persiste expansão, ainda que mais moderada. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 1,37 milhão de postos de trabalho entre maio de 2011 e abril de 2012, ante 1,97 milhão nos doze meses anteriores. O menor ritmo de

crescimento da população economicamente ativa no passado recente tem contribuído para a estabilidade, em níveis baixos, das taxas de desemprego, a despeito da moderação no ritmo de criação de vagas. De acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada cresceu 6,2% em abril, em relação ao mesmo mês de 2011, contribuindo para a expansão de 8,0% da massa salarial real, na mesma base de comparação. 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. A propósito, note-se que, de modo geral, a expansão do mercado de crédito tem se verificado em ambiente em que prevalece tendência de redução de taxas de juros ao tomador. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 15,4% em abril de 2012, em relação ao mesmo mês do ano anterior, alcançando R\$673,3 bilhões. No mesmo período, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 42,9%. De modo geral, observou-se moderação na expansão do crédito total, refletindo, em parte, moderação no ritmo da atividade econômica e postura mais cautelosa das instituições financeiras na concessão de créditos. Os indicadores de inadimplência têm mostrado certa estabilidade, na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

No que se refere ao crédito às pessoas jurídicas, o volume total cresceu 16,4% em abril de 2012, na comparação com o mesmo período de 2011, consideradas operações com recursos livres e direcionados, totalizando R\$1.114,8 bilhões. Essa expansão reflete tanto a variação nos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R\$424,2 bilhões, quanto as operações com recursos livres, que totalizaram R\$674,0 bilhões. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$6,0 bilhões nos doze meses até abril. Vale notar, ainda, que em abril houve registro de emissões primárias no mercado acionário no valor de R\$1,8 bilhão, fato que não ocorria desde novembro de 2011. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$28,2 bilhões no mesmo período, destacando-se a emissão de R\$20,0 bilhões por parte de uma empresa de arrendamento mercantil.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses alcançou US\$27,5 bilhões em maio (US\$23,1 bilhões em maio de 2011). Esse resultado adveio de US\$259,3 bilhões em exportações e de US\$231,7 bilhões em importações, que representam variações de 15,5% e de 15,1%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio 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 abril de 2012, o *quantum* exportado registrou alta de 3,3% em relação aos doze meses imediatamente anteriores, enquanto o preço médio das exportações se elevou em 13,9%. Já o *quantum* importado aumentou 5,7% nesse período (11,6% no caso do preço médio), em parte, reflexo do dinamismo da demanda doméstica, em que pese a moderação registrada nos últimos meses.

O déficit acumulado em doze meses nas transações correntes passou de US\$49,8 bilhões em março para US\$51,6 bilhões em abril, equivalente a 2,04% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$33,5 bilhões no mesmo período, enquanto os investimentos estrangeiros diretos, que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos, totalizaram US\$63,2 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 2,5% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco aumentaram desde a divulgação do último Relatório. Apesar do substancial provimento de liquidez pelo BCE no final do ano passado e início deste ano, persistem riscos elevados para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Apoiam essa avaliação, as diferenças crescentes entre os preços de ativos soberanos de países da Zona do Euro, bem como as taxas de *swaps* de *default* de créditos de bancos da região, o que vem estimulando deslocamentos de liquidez privada em direção a países e instituições consideradas menos arriscadas.

Ainda sobre a economia global, consolidou-se perspectiva de atividade, em geral, mais moderada do que se antecipava. À melhora observada no início do ano, de indicadores para a atividade dos Estados Unidos, contrapõem-se dados na margem piores do que esperado. Além disso, foram reforçados os sinais de deterioração da atividade ou de recessão em algumas economias maduras, bem como de desaceleração em economias emergentes. A esse respeito, a necessidade de ajustes fiscais – que a rigor

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 OCDE, referente a maio, sugere continuidade da retomada gradual nos Estados Unidos e no Japão nos próximos meses e retração na Zona do Euro. Indicadores coincidentes globais, a exemplo do PMI, dão suporte a esse cenário.

No que se refere à política monetária, economias maduras continuaram com posturas acomodatórias e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política. A esse respeito, cabe destacar que o BCE sinalizou que suas operações de refinanciamento de longo prazo não serão descontinuadas. Nos países emergentes, de modo geral, o viés da política monetária tem sido expansionista, o que se conjuga, em alguns casos, com outras ações anticíclicas. Em particular, a China promoveu redução das taxas básicas de depósito e empréstimo, bem como anunciou medidas de incentivo setoriais. 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, a taxa ficou próxima a zero.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde o último Relatório, para patamares em torno de US\$100. Em relação às demais *commodities*, de forma geral, houve movimentos similares, com os preços renovando as mínimas em relação aos picos de abril de 2011 – em especial no que se refere às agrícolas e aos metais de uso industrial. Na data de corte de 8 de junho, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), acumulava recuo de 18,2% desde o pico do ano anterior (em 8 de abril de 2011), e de 5,6% desde 9 de março. Já o índice de preços de alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuava 11,9% em maio, na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2012 apresentou recuo desde a divulgação do último Relatório, ao passar de 3,30% em 9 de março para 2,53% em 8 de junho. Para 2013, a taxa de crescimento projetada avançou de 4,20% para 4,30%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação para 2012, deslocou-se de 5,27% para 5,03%; e de 5,50% para 5,60% para 2013. Já a inflação projetada para os próximos doze meses subiu de

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

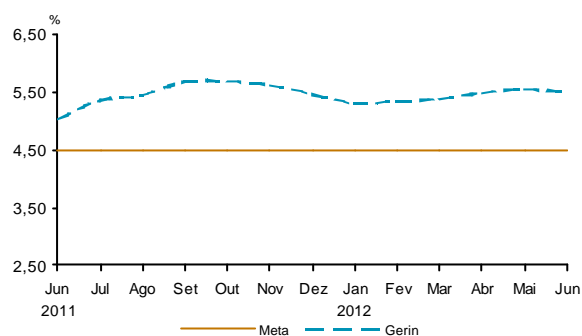


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2012

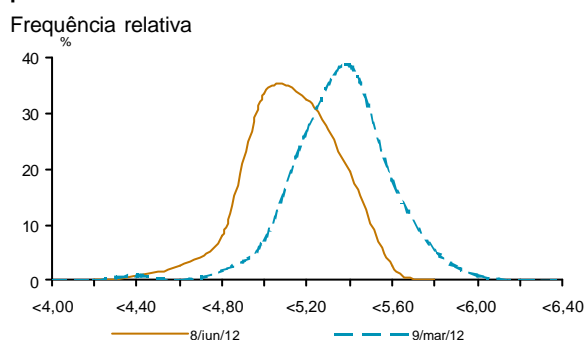


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012

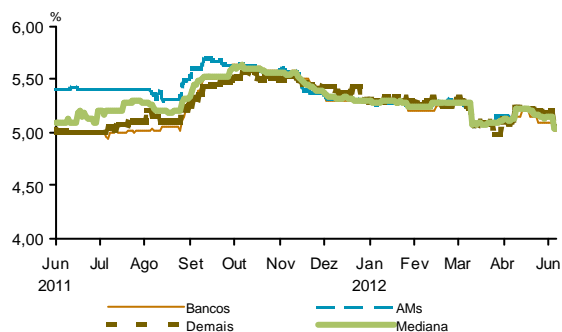
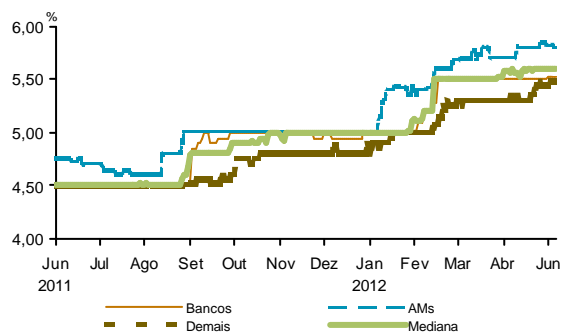


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013



5,37% para 5,49%, 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 0,23% para 0,20%.

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 8 de junho, em 5,01%, 5,02% e 5,05%, respectivamente, ante 5,25%, 5,28% e 5,28% registrados no último Relatório. Para 2013, conforme o Gráfico 6.4, ficaram em 5,52%, 5,80% e 5,47%, segundo a mesma ordem, ante 5,27%, 5,60% e 5,07% no Relatório de março de 2012.

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.

Do lado externo, em linhas gerais, o cenário prospectivo contempla baixo crescimento da atividade global, por um período de tempo prolongado. De fato, desde o último Relatório, acumularam-se evidências apontando ritmo de crescimento modesto. Em linha com perspectivas de baixo crescimento global, os preços das *commodities* nos mercados internacionais tendem a apresentar dinâmica favorável sob o ponto de vista inflacionário. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo moderado da atividade econômica no curto prazo, com tendência de aceleração nos próximos trimestres. 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. Nesse ambiente, a recuperação tem se materializado de forma bastante gradual. Por outro lado, o cenário central leva em conta os efeitos das ações de política monetária implementadas desde agosto do ano passado, que são defasados e cumulativos e ainda levarão algum tempo para que se manifestem integralmente sobre atividade e preços. A moderação do mercado de crédito e o cenário

para a política fiscal também se apresentam como aspectos importantes do contexto doméstico.

No âmbito internacional, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que os desenvolvimentos são de grande complexidade e se transmitem para a economia brasileira por diversos canais, entre outros, moderação da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos e condições de crédito mais restritivas. Também constitui canal de transmissão de grande importância a repercussão sobre a confiança de empresários, com impactos desfavoráveis sobre decisões de investimento.

As perspectivas de baixo crescimento para as economias maduras, por período prolongado de tempo, foram reforçadas desde a divulgação do último Relatório pelo recrudescimento da crise europeia. Nos Estados Unidos, se por um lado existe percepção relativamente benigna em relação à atividade, por outro, há riscos originados, por exemplo, de um cenário de contenção fiscal neste e nos próximos anos; bem como da fragilidade do mercado imobiliário e do mercado de trabalho. Na Zona do Euro, incertezas políticas e sobre a solidez do sistema bancário em alguns países debilitaram ainda mais o frágil estado de confiança e reforçam o cenário de redução ou baixo crescimento da atividade. 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 limitado espaço para utilização de políticas contracíclicas.

As perspectivas para o crescimento das economias emergentes, tanto na região da Ásia quanto na América Latina, também têm sido revistas para baixo. Em casos específicos, antecipam-se mudanças no padrão de crescimento – com menor ênfase em exportações – que tendem a ser permanentes. 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. O Comitê destaca, ainda, que a transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários, e consumo, no caso das famílias, tem se manifestado intensamente sobre a

economia real. Nesse contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes, o ritmo da atividade tem moderado, em especial, no segmento de bens manufaturados.

Para os próximos trimestres, medidas de expectativa e de confiança, bem como indicadores antecedentes, de modo geral, sugerem ritmo lento para a atividade global, mais claramente nas economias maduras do que nas economias emergentes.

O Copom considera que persistem riscos significativos para a estabilidade financeira global. Por um lado, isso se deve ao processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos e a maior incerteza política; por outro, à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro. Em certa medida, esses desenvolvimentos se refletem em níveis elevados dos preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e soberanos, especialmente na Zona do Euro, bem como na revisão para baixo de notas de crédito de diversas economias maduras por agências de classificação de risco. No mesmo sentido apontam deslocamentos de liquidez privada entre países da Zona do Euro, bem como elevados preços de ativos nas economias dessa região que apresentam sólidos fundamentos. Em que pese a complexidade que cerca o ambiente externo, dadas a elevada volatilidade e aversão ao risco, o Comitê trabalha com a mesma hipótese expressa nos últimos Relatórios de Inflação, qual seja, de não observância de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

O cenário central com que o Copom trabalha contempla dinâmica relativamente benigna dos preços das *commodities*. Desde a data de corte do último Relatório (9 de março), o IC-Br registrou ligeira elevação, basicamente, devido à depreciação da taxa de câmbio, mas se encontra em níveis relativamente confortáveis se comparados, por exemplo, aos observados no primeiro semestre de 2011. O índice CRB, quando calculado em moeda nacional, registrou movimento similar. Note-se, entretanto, que nos dois casos, quando computados com base nos preços em dólar, os índices recuaram nesse período, em grande parte, diante das perspectivas de uma atividade global mais moderada, especialmente, em grandes economias emergentes. De forma semelhante, o índice de preços de alimentos calculado pela FAO também recuou na margem, posicionando-se, em maio, em nível 5,4% abaixo do que se encontrava em fevereiro. O comportamento dos preços das *commodities*, em parte devido ao processo de “financeirização”, continua

envolto em elevada incerteza, em contexto de excesso de liquidez global e de alta volatilidade nos mercados financeiros.

Sobre petróleo, o preço do barril acompanhou o movimento das outras *commodities*, ou seja, reduziu-se desde o último Relatório. A complexidade geopolítica que envolve o setor petrolífero é uma fonte de riscos, que refletem, 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. O Copom nota, ainda, 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 de consumidores e de empresários.

O Copom pondera que as compras de produtos e serviços externos tendem a contribuir para o arrefecimento das pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque esses produtos e serviços competem com os produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo lugar, porque as importações de bens e serviços reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos, 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 no âmbito externo, o Copom julga que o cenário internacional manifesta influência desinflacionária no horizonte relevante.

No contexto 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 nos próximos trimestres. O Comitê entende que essa melhor percepção sobre a trajetória futura dos preços será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, bem como pelo recuo da inflação corrente, que impacta a dinâmica da inflação futura, por exemplo, via inércia.

O Copom pondera que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho, que, de um lado, mostra sinais de moderação; de outro, margem estreita de ociosidade. Um aspecto crucial nessas circunstâncias é a possibilidade de o aquecimento no mercado de trabalho – que é o que responde às ações de política monetária com as mais longas defasagens – levar à concessão de aumentos reais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, ensina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços. O Comitê pondera, ainda, que o aumento do salário mínimo concedido no início do ano impacta direta e indiretamente a dinâmica de outros salários e dos preços ao consumidor.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que nesse mercado existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. Dito de outra forma, esses riscos derivam da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura. Por outro lado, haja vista a redução da inflação acumulada em doze meses desde outubro, e as perspectivas de que essa tendência se prolongue, o Comitê avalia que, desde a divulgação do último Relatório, houve certo arrefecimento nos riscos decorrentes de mecanismos formais e informais de indexação salarial.

Sobre o fator capital, os investimentos apresentaram desempenho insatisfatório no segundo semestre de 2011 e no primeiro trimestre de 2012. Assim, houve ligeira redução na taxa de investimento da economia – proporção da FBCF em relação ao PIB – de 19,5% em 2010 para 19,1% no primeiro trimestre de 2012, considerando o acumulado de quatro trimestres. Entretanto, os níveis ainda se encontram no mesmo patamar ou acima dos verificados em anos anteriores (18,1%, 19,1%, 17,4% e 16,4% em 2009, 2008, 2007 e 2006, respectivamente). O Copom observa também 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 Copom avalia como decrescentes os riscos derivados do descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. O Comitê nota que, de um lado, a expansão da demanda doméstica tem moderado; de outro, são favoráveis as perspectivas para

a atividade econômica neste e nos próximos semestres, com alguma assimetria entre os diversos setores. Essa avaliação encontra suporte em sinais que apontam expansão moderada da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, e no fato de a confiança dos consumidores e, em menor escala, a de empresários, encontrar-se em patamares elevados. Adicionalmente, 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.

Também contribuirão para fortalecer a demanda doméstica – em especial o consumo das famílias e os investimentos – o processo de afrouxamento das condições financeiras verificado nos últimos trimestres. A esse respeito, ressalte-se a importância das ações de política monetária implementadas desde agosto de 2011, cujos efeitos sobre atividade (e inflação) operam com defasagens e são cumulativos. 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 rendimentos de títulos – públicos e privados – sejam eles negociados nos mercados internos ou internacionais. O Comitê avalia, adicionalmente, que, na grande maioria dos casos, também apontam nessa direção indicadores econômicos mencionados 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

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.

O Copom observa que os preços de diversos itens que compõem a cesta do IPCA variam, em alguma medida, em resposta a mudanças nos índices gerais de preços. Considerando que recentemente houve alguma recuperação dos preços no atacado, em parte reflexo da depreciação cambial, em princípio, no curto prazo poderia haver alguma repercussão sobre os preços ao consumidor. Entretanto, é plausível afirmar que esse potencial impacto tende a ser mitigado pela dinâmica benigna que os preços no atacado têm observado em prazos mais longos, por exemplo, de doze a dezoito meses. O Comitê destaca, ainda, que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependem das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

No que se refere à política fiscal, o Copom avalia que a geração de superavit primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. Dessa forma, seu custo de financiamento tende a recuar, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que, dentre outros benefícios de médio e longo prazo, estimula o investimento privado. O Comitê reafirma que seu cenário prospectivo para a inflação está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais.

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. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

No que se refere ao balanço de riscos no âmbito interno, o Copom julga que, desde o último Relatório, vistos em conjunto, os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos favorável.

Em suma, para o Copom, o cenário prospectivo para a inflação, desde o último Relatório, manteve sinais favoráveis. Na visão do Comitê, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação e, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionária.

Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic, por unanimidade, de 9,75% para 9,00% e 8,50% a.a., sem viés, nas reuniões de abril e maio, respectivamente.

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 superavit 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, as quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.

Diante do exposto, mesmo considerando que a recuperação da atividade vem ocorrendo mais lentamente do que se antecipava, o Copom entende que, dados os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deve ser conduzido com parcimônia.

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 8 de junho de 2012 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,00/US\$, e a meta para a taxa Selic em 8,50% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de maio – ante R\$1,75/US\$ e 9,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2012.

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 elevaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de março de 2012. Para o último trimestre de 2012, a taxa média passou de R\$1,75/US\$ para R\$1,92/US\$ e, para o último trimestre de 2013, passou de R\$1,75/US\$ para R\$1,88/US\$. Para o segundo trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$1,89/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 9,00% a.a. para 8,00% a.a. e, para o último trimestre de 2013, de 10,00% a.a. para 8,92% a.a. Para o segundo trimestre de 2014, as expectativas indicam taxa Selic média de 8,93% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -12 p.b. e de 67 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (8,50% 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 3,6% para 2012. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2012, nas hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina; reajuste de 2,0% nos preços do gás de bujão; variação de 1,1% nos preços da eletricidade; e variação de -1,0% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, 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 e 2014, mesmos valores considerados no último Relatório.

Em relação à política fiscal, a projeção considera o cumprimento da meta de superavit primário de R\$139,8 bilhões em 2012 (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário de R\$155,9 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2013, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2013. Para 2014, como hipótese de trabalho, pressupõe-se a geração de superavit primário de 3,10% do PIB, sem ajustes.

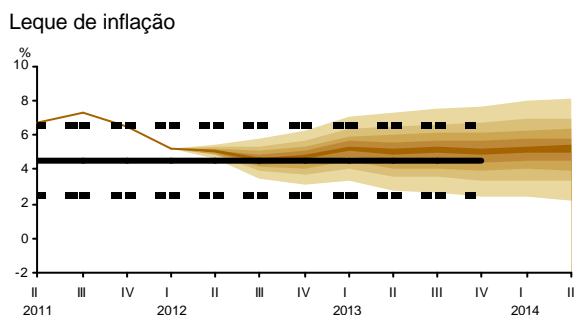
No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de redução da taxa de juros neutra identificadas nos últimos anos.

No cenário central estão considerados os efeitos estimados decorrentes da atual deterioração do cenário externo sobre a economia brasileira, mas sem a observância de eventos extremos. Note-se que parte desse impacto estimado vem se manifestando em indicadores recentes de atividade econômica e de preços.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponível até a data de corte (8 de junho 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 4,7% em 2012, 0,3 p.p. maior do que a projetada no Relatório de março de 2012. Conforme o Gráfico 6.5, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona ao redor do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ao longo deste ano. De fato, de acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 5,0% no segundo trimestre de 2012, reduz-se para 4,6% no terceiro e desloca-se para 4,7% no quarto trimestre. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2013 encontra-se em 5,2%, desloca-se para 5,0%, 5,1% e 5,0% no segundo, terceiro e quarto trimestre, respectivamente. Nos dois primeiros trimestres de 2014, a projeção situa-se em 5,1%.

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 8,50% a.a. (cenário de referência)



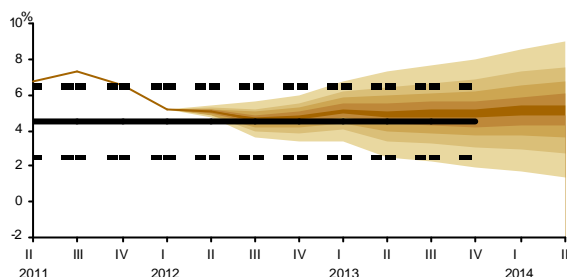
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 8,50% a.a. (Cenário de referência)

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

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

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



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

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

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

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%, e em 2013, em torno de 18%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2012 se encontra em 4,7%, mesmo valor associado ao cenário de referência e 0,2 p.p. maior do que o projetado no último Relatório. Conforme o Gráfico 6.6 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona ao redor do valor central da meta ao longo de 2012. De fato, nesse cenário, a projeção parte de 5,0% no segundo trimestre de 2012, desloca-se para 4,6% no terceiro e encerra o ano em 4,7%. No primeiro trimestre de 2013, a projeção encontra-se em 5,1%, desloca-se para 4,9% no segundo, para 5,0% no terceiro e encerra o ano em 4,9%. Para os dois primeiros trimestres de 2014, a projeção situa-se em 5,1%.

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 1%, e em 2013, em torno de 20%.

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 se afastam gradualmente a partir do primeiro trimestre de 2013, mas tendem a se aproximar no final do horizonte de projeção, em parte porque a expectativa de apreciação cambial ao longo de 2013, no cenário de mercado, compensa parcialmente as diferenças entre as trajetórias de juros.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de março de 2012

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2012 I	5,5	5,5
2012 II	5,0	5,0
2012 III	4,4	4,4
2012 IV	4,4	4,5
2013 I	4,9	5,0
2013 II	5,0	5,1
2013 III	5,2	5,4
2013 IV	5,2	5,3
2014 I	5,1	5,2

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra, de modo geral, elevação na projeção de inflação para 2012, tendo em vista as distintas trajetórias de taxas de câmbio, e tendência de redução em 2013. Já no cenário de mercado verificam-se alterações similares em 2012, que, essencialmente, justificam-se pelas mesmas razões. A partir do segundo trimestre de 2013, as projeções do cenário de mercado são menores que as do Relatório anterior, em parte porque a trajetória de câmbio embute uma maior apreciação cambial ao final de 2012 e início de 2013, em relação à trajetória do Relatório de Março, a qual não é totalmente compensada pelas diferenças entre as trajetórias de juros.

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

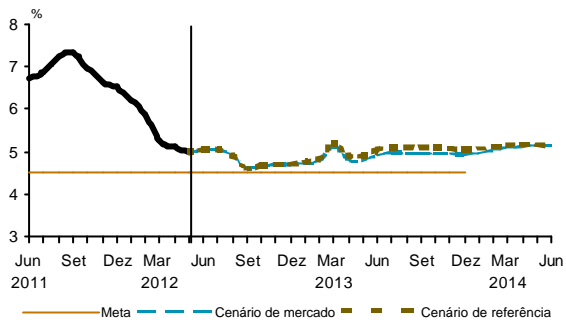
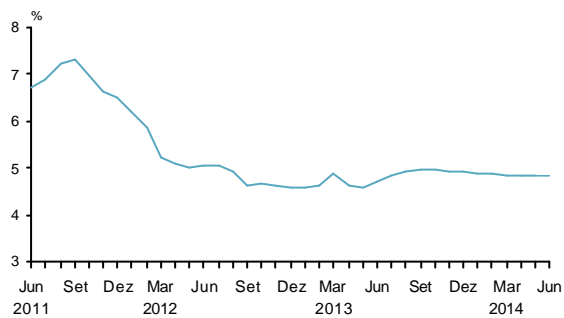
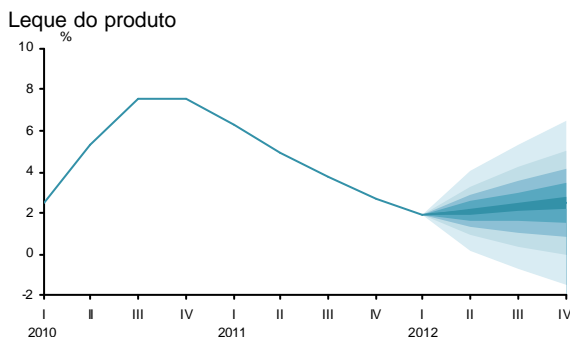


Gráfico 6.8 – Projeção de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 8,50% a.a. (cenário de referência)



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 segundo trimestre de 2014, e a trajetória de metas. Até maio 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. Nos dois casos, as projeções indicam inflação acumulada em doze meses posicionando-se ao redor do valor central da meta ao longo de 2012. Ao longo de 2013, até o final do horizonte considerado, as projeções situam-se em patamares mais afastados da trajetória de metas, oscilando em torno de 5%.

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.8. Até maio 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 ligeira elevação da previsão para a inflação acumulada em doze meses ao longo de 2012. Esse comportamento persiste até o terceiro trimestre de 2013, quando se inicia processo de reversão. De acordo com os modelos VAR, comparativamente ao observado no primeiro trimestre de 2012, a projeção aponta recuo da inflação ao longo do ano, que encerraria 2012 em patamar próximo ao valor central da meta. Para o primeiro trimestre de 2013, observa-se elevação pontual da previsão de inflação, com reversão no 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 projetado para 2012 é de 2,5% (1,0 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior). A mudança na projeção de crescimento reflete, em parte, o fato de a recuperação estar se materializando de forma bastante gradual.

Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012

O Banco Central utiliza um conjunto diverso de ferramentas para projetar variáveis macroeconômicas, informações de particular importância no processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom). No caso específico da inflação, desde a introdução do regime de metas para a inflação, em 1999, os modelos semiestruturais de pequeno porte têm sido a principal ferramenta¹. Visando manter o elevado nível de transparência que pauta as ações de política monetária, este boxe objetiva atualizar as informações sobre os modelos pequenos, tomando como base as revisões mais recentes. A estrutura básica dessas ferramentas é constituída por uma curva de *Phillips* para a inflação de preços livres, o lado da oferta da economia; uma curva IS que descreve a dinâmica do hiato do produto e representa a demanda agregada; e uma equação que descreve a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros, por meio da relação entre a taxa de juros de política (Selic) e a taxa de juros de longo prazo (*swap* pré-DI de 360 dias). No caso dos modelos com preços desagregados, há três curvas de *Phillips* setoriais: Serviços, Alimentos e Bebidas, e Produtos Industriais².

Modelos agregados de pequeno porte

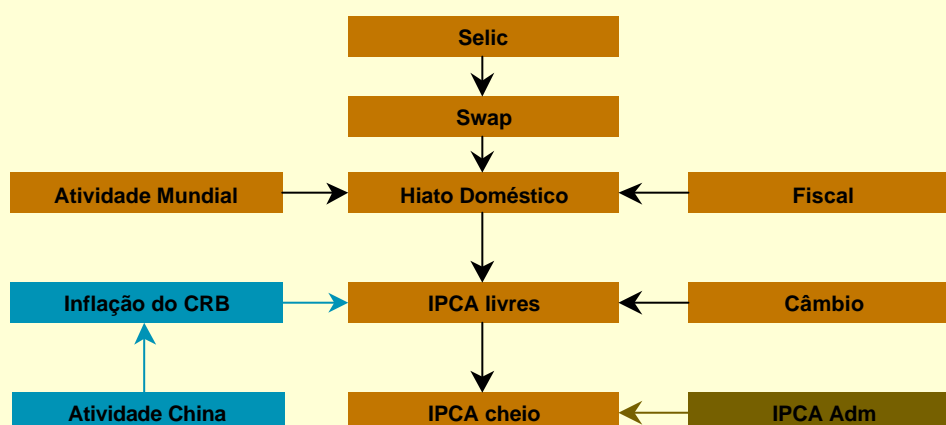
As estimações recentes introduziram mudanças relevantes. Primeiro, houve a incorporação da nova estrutura de padrão de consumo, conforme a

1/ O Banco Central tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores tais como Lima *et al.* (2011), além dos boxes “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central” (Relatório de Inflação de junho de 2001) e “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” (Relatório de Inflação de junho de 2011).

2/ O modelo desagregado foi inicialmente descrito no boxe “Previsão de Inflação com Curvas de *Phillips* com Preços Desagregados” (Relatório de Inflação de março de 2010). O Banco Central também possui outros modelos de projeção de pequeno porte, incluindo o de preços administrados (“Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial”, divulgado neste Relatório), e um modelo com os setores de bens comercializáveis e não comercializáveis.

Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Por conta disso, nas estimações, a trajetória do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a partir de 2008, considera as mudanças trazidas pela POF. Segundo, considerou-se a reclassificação de itens do IPCA implementada pelo Banco Central em janeiro de 2012³. Terceiro, a atividade econômica mundial e a variável fiscal, que antes eram consideradas por meio de modelos auxiliares, foram incorporadas diretamente à estrutura básica dos modelos pequenos. Quarto, a inflação externa passou a ser medida pelo índice *Commodity Research Bureau* (CRB), em substituição ao Índice de Preços ao Produtor dos Estados Unidos (*PPI all commodities*). A Figura 1 apresenta uma visão esquemática da estrutura atualizada dos modelos.

Figura 1 – Mecanismos de transmissão nos modelos pequenos (2012)



No que se refere à especificação, a curva de *Phillips* para a inflação de preços livres é dada por:

$$(1) p_t^L = \sum_{i>0} a_{1i} E_t p_{t+i} + \sum_{j>0} a_{2j} p_{t-j} + \sum_{k \geq 0} a_{3k} p_{t-k}^* + \sum_{l>0} a_{4l} h_{t-l} + \sum_{m \geq 0} \sum_n a_{5m}^n Z_{t-m}^{p,n} + e_t,$$

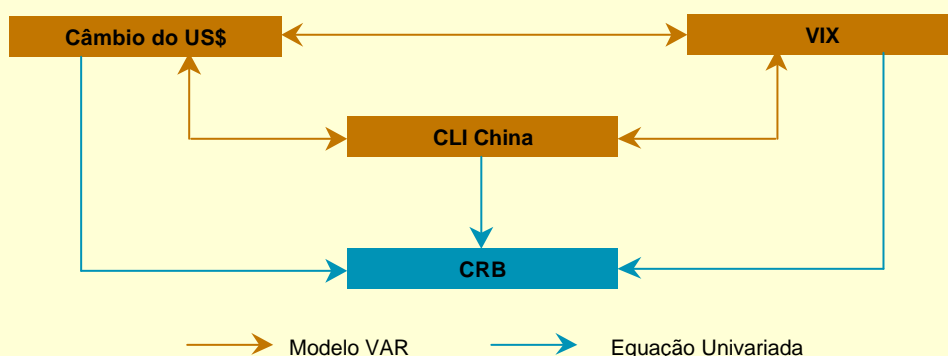
3/ Vide boxe “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA” (Relatório de Inflação de dezembro de 2011).

na qual p_t^L é a inflação de preços livres do IPCA, $E_t p_{t+i}$ é a expectativa corrente acerca da inflação i trimestres à frente, coletada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), p_t é a inflação plena medida pela variação do IPCA, p_t^* é a inflação externa medida pela variação do índice CRB expresso em moeda nacional, h_t é uma medida do hiato do produto, $Z_t^{p,n}$ é a variável de controle n , e e_t é um termo de erro. As variáveis de controle são *proxies* para choques de oferta, incluindo inovações no preço internacional do petróleo (em reais) e o descasamento entre preços no atacado e no varejo⁴. Além disso, importante destacar que os parâmetros estimados satisfazem à seguinte restrição (verticalidade da curva de *Phillips* no longo prazo):

$$\sum_{i>0} a_{1i} + \sum_{j>0} a_{2j} + \sum_{k \geq 0} a_{3k} = 1,$$

Nos exercícios de projeção da inflação externa, utiliza-se uma estrutura híbrida, composta de uma equação univariada para a determinação do CRB (em dólar) e de um modelo VAR para a determinação das variáveis exógenas que afetam o CRB⁵ (Figura 2). O modelo VAR gera projeções para as variáveis explicativas que compõem a equação do CRB: (i) CLI – *Composite Leading Indicator* da China, um dos principais mercados consumidores

Figura 2 – Modelo do CRB



4/ Os choques de oferta são descritos como elementos importantes para a dinâmica da inflação em vários boxes de Relatórios anteriores. Ver, por exemplo, “Decomposição da Inflação de 2010” (Relatório de Inflação de março de 2011) e “Evolução dos Preços das *Commodities* e Inflação Mundial” (Relatório de Inflação de junho de 2011).

5/ O índice do CRB utilizado – CRB BLS *Spot Index* – agrega as cotações no mercado à vista de 22 *commodities* agrícolas e metálicas (não inclui petróleo).

de *commodities*; (ii) cotação de uma cesta de moedas em relação ao dólar; e (iii) VIX, índice de volatilidade da *Chicago Board Options Exchange*. Ao se levar essas projeções para a equação univariada, obtêm-se as projeções para o CRB em dólar, que são posteriormente convertidas para reais pela trajetória da taxa de câmbio utilizada no horizonte de previsão.

A curva IS descreve a dinâmica do hiato do produto como função das suas defasagens, da taxa real de juros e de variáveis fiscais e externas, a saber:

$$(2)h_t = b_0 + \sum_{i>0} b_{1i}h_{t-i} + \sum_{j>0} b_{2j}r_{t-j} + \sum_{k>0} b_{3k}\Delta \text{sup}_{t-k} + \sum_{l\geq 0} b_{4l}\Delta \bar{y}_{t-l}^* + \sum_{m\geq 0} b_{5m}\Delta h_{t-m}^* + u_t,$$

na qual r_t é o juros real, medido pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*, Δsup_t é variação do superávit primário consolidado do setor público, $\Delta \bar{y}_t^*$ é a taxa de crescimento do produto potencial mundial, Δh_t^* é a variação do hiato do produto mundial, e u_t é um termo de erro. De acordo com essa especificação, os modelos pequenos estão alinhados a modelos teóricos de pequena economia aberta (ver, por exemplo, Galí e Monacelli (2005)). Nessas construções, a economia está integrada (embora imperfeitamente) ao resto do mundo, de modo que os ciclos da economia mundial e a dinâmica da inflação externa afetam os ciclos e a inflação domésticos.

A identificação empírica da atividade econômica mundial em (2) foi feita em duas etapas. Primeiro, construiu-se uma medida para o Produto Interno Bruto (PIB) mundial, a partir do PIB dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o da China, ponderados pelos respectivos volumes de comércio com o Brasil. Em seguida, decompôs-se a taxa de crescimento desse agregado nos componentes $\Delta \bar{y}_t^*$ e Δh_t^* , as *proxies* para a atividade mundial consideradas em (2).

A equação da curva de juros define o *spread* entre a taxa longa (*swap*) e a taxa curta (Selic) como função da inflação esperada, do prêmio de risco, da dinâmica do hiato do produto e de variáveis de controle, conforme a seguir:

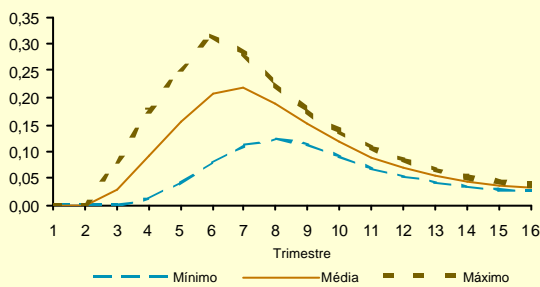
$$(3) Swp_t - S_t = g_0 + \sum_{i>0} g_{1i} (Swp_{t-i} - S_{t-i}) + g_2 \Delta E_t p_{t+3}^4 + \sum_{k>0} g_{3k} \Delta h_{t-k} + \sum_{l>0} g_{4l} \Delta X_{t-l} + \sum_{m \geq 0} \sum_n g_{5m}^n Z_{t-m}^{Swp,n} + v_t,$$

na qual Swp_t é a taxa *swap* nominal pré-DI de 360 dias, S_t é a taxa Selic, $\Delta E_t p_{t+3}^4$ é a expectativa de inflação em t para o período do contrato de *swap* considerado, coletada pela pesquisa do Gerin com participantes de mercado, Δh_t é a variação do hiato do produto, ΔX_t é a variação do prêmio de risco medido pelo Embi Brasil, $Z_t^{Swp,n}$ é a variável de controle n , e v_t é um termo de erro.

As variáveis de controle buscam capturar impactos sobre decisões do sistema bancário, de ações de política e de choques, tais como variações nos requerimentos de capital dos bancos e variações nos recolhimentos compulsórios. Assim como na equação (1), as variáveis de controle em (3) não afetam o equilíbrio de longo prazo do modelo, pois possuem média nula por construção.

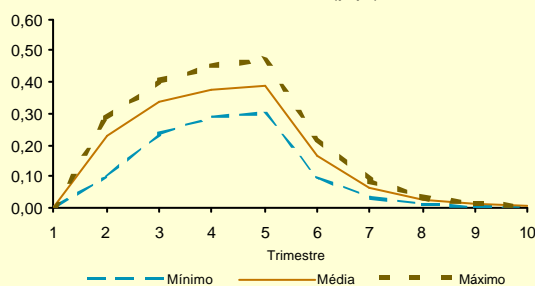
A seguir, são avaliados alguns mecanismos de transmissão. Para tanto, considera-se a resposta da inflação doméstica a diferentes choques: atividade econômica mundial, câmbio e superávit primário⁶. Os Gráficos 1, 2 e 3 apresentam as respostas médias, mínimas e máximas da inflação (em pontos percentuais, p.p.), obtidas a partir de cinco especificações dos modelos pequenos.

Gráfico 1 – Resposta da inflação ao hiato do produto mundial, modelos de pequeno porte^{1/}
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Aumento de 1 p.p. no hiato do produto mundial.

Gráfico 2 – Resposta da inflação ao câmbio, modelos de pequeno porte^{1/}
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)

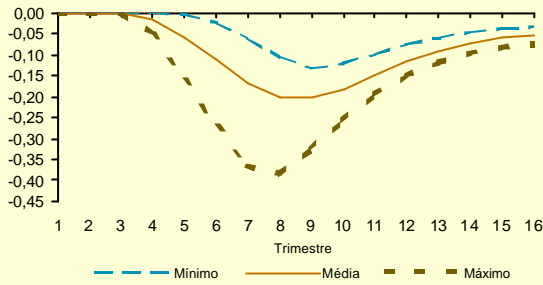


1/ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio.

6/ As respostas do hiato do produto e da inflação à política monetária são semelhantes às apresentadas no box “Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central” (Relatório de Inflação de março de 2012) e, por isso, não são mostradas neste box.

Gráfico 3 – Resposta da inflação à política fiscal, modelos de pequeno porte^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Aumento de 1 p.p. no superávit primário.

O Gráfico 3 mostra a resposta da inflação a um aumento permanente (no trimestre 1) de 1 p.p. no superávit primário. Como as defasagens estimadas são relativamente longas, o efeito de uma contenção fiscal sobre a inflação se apresenta relevante apenas a partir do início do segundo ano e atinge o pico ao final do segundo ano. Cabe destacar, ainda, que os mecanismos de transmissão da política fiscal estão sujeitos a maior incerteza do que os da política monetária⁷.

Modelo desagregado de pequeno porte

O modelo de preços desagregados – equações (4) a (9) – incorporou, basicamente, as mesmas mudanças efetuadas nos modelos com curvas de *Phillips* agregadas. Nesse modelo, a economia é dividida em três setores: i) Serviços, ii) Alimentos e Bebidas, e iii) Produtos Industriais; portanto, três curvas de *Phillips* setoriais e uma curva agregada, para os preços livres, são especificadas. À semelhança dos modelos agregados, o modelo desagregado também possui uma curva IS e uma curva de juros. Uma modificação adicional se vincula ao fato de o item “alimentação fora do domicílio” ter sido realocado do setor Alimentos e Bebidas para o de Serviços. Com a nova composição setorial, o peso da inflação de Serviços na inflação de livres subiu cerca de 10 p.p. e o peso da inflação de Alimentos e Bebidas diminuiu em torno de 13 p.p.

$$(4) p_t^S = \sum_{i=1}^4 a_i^S D_i + b_1^S \frac{\sum_{i=1}^4 p_{t-i}^S}{4} + (1 - b_1^S) E_t p_{t+1} + g^S \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + d^S \frac{\sum_{i=1}^2 \Delta SM_{t-i}}{2} + e_t^S$$

$$(5) p_t^{AB} = \sum_{i=1}^4 a_i^{AB} D_i + b_1^{AB} p_{t-1} + b_2^{AB} E_t p_{t+1} + (1 - b_1^{AB} - b_2^{AB}) p_{t-1}^* + g^{AB} \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + e_t^{AB},$$

$$(6) p_t^{PI} = \sum_{i=1}^4 a_i^{PI} D_i + b_1^{PI} p_{t-1} + b_2^{PI} \frac{\sum_{i=1}^4 E_t p_{t+i}}{4} + (1 - b_1^{PI} - b_2^{PI}) p_{t-1}^* + g^{PI} \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + e_t^{PI},$$

$$(7) p_t^L = w^S p_t^S + w^{AB} p_t^{AB} + w^{PI} p_t^{PI},$$

$$(8) h_t = a + q h_{t-1} + j_1 \frac{\sum_{i=1}^3 r_{t-i}}{3} + j_2 \frac{\sum_{i=1}^3 \Delta \text{sup}_{t-i}}{3} + j_3 \Delta \bar{y}_{t-1}^* + j_4 \Delta h_{t-1}^* + m_t,$$

$$(9) Swp_t - S_t = g_0 + g_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + g_2 \Delta E_t p_{t+3}^4 + g_3 \Delta h_{t-1} + v_t,$$

7/ A este respeito ver o boxe “Multiplicador Fiscal, Produto e Inflação” (Relatório de Inflação de março de 2011).

com as seguintes restrições satisfeitas para garantir a consistência interna do modelo:

$$g^{AB} = g^S \frac{\sum_{i=1}^4 a_i^{AB}}{\sum_{i=1}^4 a_i^S},$$

$$g^{PI} = g^S \frac{\sum_{i=1}^4 a_i^{PI}}{\sum_{i=1}^4 a_i^S},$$

$$a_i^L = w^S S_i^S + w^{AB} S_i^{AB} + w^{PI} S_i^{PI}, \quad i = 1, \dots, 4,$$

$$b_2^L = \frac{4w^S - 4w^S b_1^S + w^{PI} b_2^{PI} + 4w^S b_2^{AB}}{4},$$

$$b_3^L = \frac{3w^{PI} b_2^{PI}}{4},$$

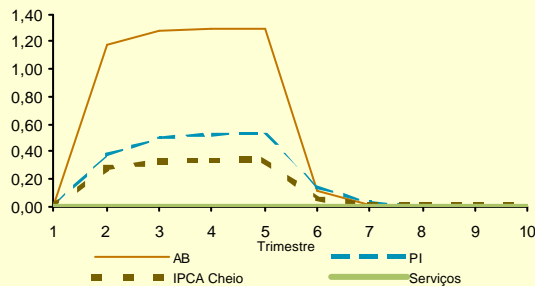
$$b_4^L = w^{AB}(1 - b_1^{AB} - b_2^{AB}) + w^{PI}(1 - b_1^{PI} - b_2^{PI})$$

Nas equações acima, p^S , p^{AB} , p^{PI} são, respectivamente, a inflação de Serviços, de Alimentos e Bebidas, e de Produtos industriais; D_i são *dummies* sazonais; ΔSM é a variação do salário mínimo; w^S , w^{AB} , w^{PI} são os pesos das respectivas inflações setoriais na inflação de livres, tais que $w^S + w^{AB} + w^{PI} = 1$; e e^S , e^{AB} , e^{PI} , m e ν são os termos de erro das equações. As demais variáveis são as mesmas que aparecem nos modelos agregados.

Os efeitos dos choques, analisados acima, na inflação cheia do modelo desagregado são qualitativamente semelhantes aos dos modelos agregados. Os impactos setoriais, entretanto, são bastante diferenciados, dependendo do choque. Por exemplo, choques de câmbio afetam as inflações de Alimentos e Bebidas (AB) e de Produtos Industriais (PI) diretamente pelo repasse cambial estimado nas respectivas curvas de *Phillips* setoriais, mas sem qualquer efeito relevante na inflação de Serviços (Gráfico 4). Dessa forma, o modelo desagregado permite análise mais detalhada dos mecanismos de transmissão dos choques considerados, complementando os resultados dos modelos agregados.

Gráfico 4 – Resposta da inflação ao câmbio, modelo desagregado^{1/}

Inflação acumulada em 4 trimestres (p.p.)



1/ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio.

Em suma, visando manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, este boxe fornece informações sobre a reparametrização dos modelos estruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central. As novas estimações levaram em conta mudanças decorrentes da POF 2008/2009 e a reclassificação de itens do IPCA. A medida de inflação externa passou a ser dada pela variação do CRB, ao mesmo tempo em que o setor externo e a parte fiscal da economia doméstica foram incorporados diretamente à estrutura principal dos modelos.

Referências

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; e WERLANG, S.R.C. (2000). “Implementing Inflation Targeting in Brazil”. Banco Central do Brasil, *Working Paper Series*, No. 1.

GALÍ, J., e MONACELLI, T. (2005). “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, *Review of Economic Studies*, 72, 707-734.

LIMA, E.J.A.; ARAÚJO, F.; e SILVA, J.R.C. (2011). “Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil”, in *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2009)*. <http://www.bcb.gov.br/?LIVRO10ANOSMI>.

Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial

Os preços administrados por contratos e monitorados (“preços administrados”) são aqueles estabelecidos por contrato, por órgão público ou agência reguladora e, geralmente, são menos sensíveis às condições de mercado. Com a atualização da estrutura de ponderação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), baseada na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008/2009 que passou a vigorar em janeiro de 2012, e com as alterações na composição do conjunto dos preços administrados realizadas pelo Banco Central (BC)¹, o conjunto de preços administrados passou de 28 para 23 itens, representando, aproximadamente, 24% da cesta total que compõe o IPCA, ante cerca de 30% anteriormente.

Este boxe descreve, brevemente, a revisão dos coeficientes de repasse cambial dos preços administrados, que afeta a trajetória do IPCA pleno nos modelos pequenos, bem como atualiza a informação sobre os modelos utilizados na projeção desse conjunto de preços. Deve-se ressaltar que, além dos modelos aqui descritos, a construção de cenários para o comportamento dos preços administrados também considera a análise de especialistas do BC, especialmente para o curto prazo. As informações proporcionadas pelas projeções desses preços, em conjunto com as geradas por outras ferramentas econométricas, constituem insumos importantes para o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom).

Revisão dos coeficientes de repasse cambial

Durante o período inicial do regime de metas para a inflação, diversos preços administrados eram

¹/ Ver o boxe “Atualização das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA” (Relatório de Inflação de dezembro de 2011).

intensamente afetados pelos movimentos da taxa de câmbio. Pelo menos dois fatores contribuíram para o elevado nível de repasse cambial do período: as fortes desvalorizações da taxa de câmbio então observadas e um maior grau de indexação cambial. O BC empreendeu esforços visando medir o grau de repasse cambial. Nesse contexto, Springer de Freitas *et al.* (2002)² descrevem os procedimentos utilizados no cálculo original dos coeficientes de repasse cambial, os quais passaram por algumas revisões posteriores.

Ao reavaliar os coeficientes de repasse cambial para os itens potencialmente mais impactados pela taxa de câmbio – gasolina, gás liquefeito de petróleo (GLP), energia elétrica e telefone fixo –, nota-se redução acentuada e generalizada ao longo dos últimos anos.

No caso da gasolina e do GLP, não se encontrou correlação histórica entre os preços internacionais e os preços domésticos de realização, provavelmente em razão da política de reajustes vigentes nos últimos anos para o setor. Com relação à energia elétrica, a despeito de um coeficiente de repasse positivo (0,08), as incertezas envolvidas no cálculo não permitem assegurar a significância do mesmo. Por último, estimações econométricas não encontraram relação entre câmbio e a tarifa de telefone fixo no IPCA.

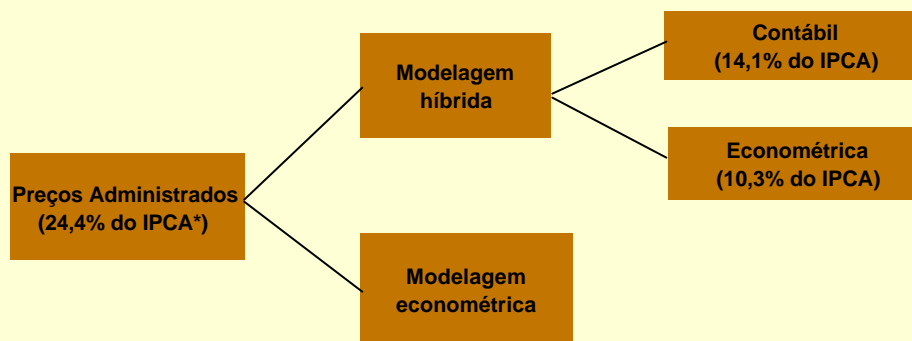
Dessa forma, considerando a fraca evidência empírica sugerida pela análise de cada um desses quatro itens de preços administrados, em todos os casos optou-se por zerar o valor dos respectivos coeficientes de repasse. Naturalmente, no caso de alterações futuras nas regras de indexação dos contratos, ou caso se fortaleça novamente a correlação histórica entre variações cambiais e os preços aqui analisados, um novo estudo será necessário.

2/ Springer de Freitas, P., Minella, A., e Riella, G. (2002). “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, Número 22, julho de 2002.

Atualização dos modelos para projeção dos preços administrados

O conjunto de preços administrados é modelado a partir de duas abordagens, como mostrado na Figura 1. Na chamada “abordagem econométrica” são estimados modelos para o agregado dos preços administrados e na chamada “abordagem híbrida” os preços administrados são separados em dois grupos. O primeiro grupo – composto de 12 itens³, que representam cerca de 14% do IPCA, conforme os pesos de abril de 2012 – é modelado “contabilmente” de acordo com as respectivas regras de reajuste. Os preços do segundo grupo da modelagem híbrida – representando cerca de 10% do IPCA – são modelados econometricamente de forma agregada.

Figura 1 – Estratégia de projeção dos preços administrados



* Os pesos correspondem a abril de 2012

A) Modelagem “contábil”

Os procedimentos “contábeis” utilizam, para projeções individuais de preços administrados, informações dos contratos de concessão, regras de reajustes e metodologias usadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a incorporação das variações dos componentes dos preços administrados no IPCA.

3/ Os itens modelados contabilmente são os seguintes: produtos farmacêuticos, plano de saúde, ônibus urbano, telefone fixo, taxa de água e esgoto, emplacamento e licença, jogos de azar, pedágio, gás encanado, metrô, multa e correio.

A seguir são descritas brevemente as regras de reajustes dos itens modelados contabilmente, bem como as hipóteses assumidas para a projeção de suas variações.

i) Produtos farmacêuticos

A regra de reajuste de medicamentos, definida pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), é baseada em um modelo de teto de preços no qual o ajuste é dado pela variação de um índice de preços menos um fator “X”, que incorpora estimativa do aumento futuro da produtividade. Os reajustes passaram a ocorrer a cada doze meses a partir de março de 2004, vigorando a partir de 31 de março de cada ano. A variação percentual do preço (VPP) do medicamento para o setor j e período t é dada pela fórmula:

$$(1) \quad VPP_{jt} = DIPCA_t - X_t + Y_t + Z_{jt},$$

na qual $DIPCA_t$ é a taxa de inflação medida pelo IPCA entre $t-1$ e t , X_t representa o fator de produtividade aplicado no período, Y_t representa a mudança de preços relativos entre setores no período t , e Z_{jt} denota a mudança de preços relativos intra-setores para o setor j no período t . Os setores são determinados pelo grau de concorrência, o qual é aproximado pela participação do faturamento com medicamentos genéricos nesse mercado.

A variação percentual do preço agregado, obtida a partir de (1) e usando a participação setorial dos medicamentos informada por entidades do setor, é dada por:

$$(2) \quad VPP_t = DIPCA_t - 0,6 X_t + Y_t$$

Para efeito das projeções, assume-se que Y_t é igual a zero, X_t é igual à média nos últimos três anos, e o coeficiente de repasse entre o valor de reajuste máximo e o reajuste observado no item “Produtos Farmacêuticos” no IPCA é de 0,88.

ii) Plano de saúde

Desde 2001, a Agência Nacional de Saúde (ANS) estabelece anualmente o percentual de reajuste máximo dos preços dos contratos individuais

e familiares e dos contratos coletivos não patrocinados, tomando como referência a média ponderada dos reajustes aplicados pelas operadoras dos planos coletivos patrocinados informados à agência. O reajuste anual é normalmente fixado em maio de cada ano, para vigorar nos doze meses seguintes. Para os planos coletivos, nos quais supostamente o poder de barganha dos beneficiários é maior, os reajustes de preços são livres.

De acordo com o IBGE⁴, as informações sobre os reajustes aplicados nos contratos de plano de saúde são obtidas com as operadoras mais representativas, mas o percentual informado, em geral, é baseado no reajuste máximo fixado pela ANS. Para o cálculo da variação do item “Plano de Saúde” no IPCA, o reajuste total obtido pela média ponderada do reajuste dos planos novos (peso de 58%) e dos planos antigos (42%) é apropriado proporcionalmente ao longo do ano. O reajuste máximo autorizado pela ANS é distribuído igualmente no período de junho de cada ano a maio do ano seguinte. Para fins de projeção, assume-se que tal reajuste é dado pela variação do IPCA entre maio do ano anterior e abril do ano em questão.

iii) Ônibus urbano

Os reajustes do item “Ônibus Urbano” são definidos no âmbito municipal e normalmente têm periodicidade anual. A tarifa é um rateio do custo total do serviço entre os usuários. O custo total é formado por custos fixos (custo de capital, despesa com pessoal e despesas administrativas) e variáveis (combustível, lubrificantes, rodagem e peças), sendo o combustível (óleo diesel) o principal item dos custos das empresas.

Para a projeção dos reajustes das tarifas de ônibus urbano, assume-se que o padrão recente dos aumentos será mantido. Um forte padrão sazonal tem sido observado, caracterizado por concentração de reajustes no início do ano, principalmente em janeiro, para cidades importantes como Rio de Janeiro, São

4/ Nota Técnica 01/2005 – Plano de Saúde, IBGE, 6 de outubro de 2005 (http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/notatecnica012005.shtm).

Paulo e Belo Horizonte. Como regra padrão, utiliza-se a variação do IPCA nos doze meses anteriores à data do reajuste. Para o ano de 2012, as projeções também incorporam o impacto das eleições municipais nos reajustes: o número de prefeituras que reajustam as tarifas de ônibus urbano tende a cair, bem como o valor médio dos reajustes.

iv) Telefone fixo

O valor máximo de reajuste da tarifa de telefone fixo é dado pela variação do Índice de Serviços de Telecomunicações (IST) descontado de um fator de produtividade e um fator de amortecimento.

Para a projeção do IST, testou-se uma média entre IPCA e IPA, sendo esse último utilizado como uma *proxy* do IPA-OG – Máquinas e Equipamentos. Entretanto, verificou-se que as duas séries apresentavam comportamentos bastante diferentes e, por isso, passou-se a utilizar somente o IPCA para capturar a variação futura do IST.

v) Taxa de água e esgoto

Assim como as tarifas de ônibus urbano, os reajustes da taxa de água e esgoto são definidos em nível municipal, entretanto, o padrão de reajuste é mais regular. A partir do padrão de reajustes dos últimos anos, definiu-se o mês de reajuste para cada uma das regiões metropolitanas. O índice de reajuste (IPCA ou IGP-DI) para cada cidade foi definido como sendo aquele que melhor replicou os reajustes ocorridos anteriormente ou o que foi explicitamente definido pelo órgão municipal responsável pelos reajustes.

vi) Demais itens

Para os itens tratados a seguir, os reajustes são dados pela variação do índice de preços correspondente nos 12 meses anteriores à data de reajuste⁵.

5/ Em geral, as datas de reajustes não são fixas, entretanto para a projeção assumiu-se o padrão mais recente.

Para “Metrô”, pesquisado somente em São Paulo e Rio de Janeiro, assumiu-se que o reajuste é dado pela variação do IPCA. No caso de “Pedágio”, o reajuste é dado pela variação do IPCA para Rio de Janeiro e São Paulo, e IGP-M para Curitiba e Porto Alegre. Para o item “Correios”, o reajuste anual é dado pela variação do IPCA.

No caso de “Gás Encanado”, foram identificados, pelo padrão de reajustes recentes, dois aumentos ao longo do ano no Rio de Janeiro e um aumento para São Paulo⁶. O índice de reajuste usado nas projeções é o IGP-M.

Para o item “Emplacamento”, o reajuste é dado pela variação do IPCA no ano anterior, distribuído igualmente ao longo do ano. Finalmente, para os itens “Multa” e “Loteria” assume-se que não há reajuste no horizonte de projeção considerado.

B) Modelagem econométrica

Na estimação dos modelos para a variação agregada de todos os itens dos preços administrados e dos modelos para a parcela dos preços administrados que não foram modelados “contabilmente”, assumiram-se especificações econométricas trimestrais e amostra para o período de janeiro/2003 a dezembro/2011, eliminando-se o período relativo ao regime de câmbio administrado e aos anos iniciais do regime de metas para a inflação, caracterizados por diferentes choques.

Devido às mudanças recentes, tanto em termos da estrutura de pesos da POF quanto da composição dos preços livres e preços administrados, as séries históricas não foram utilizadas nas estimações. Optou-se pela construção de séries alternativas, obedecendo à nova composição dos preços administrados e considerando os pesos da POF 2008/2009 para o período de janeiro de 2008 a dezembro de 2011. Para os períodos anteriores, mantiveram-se os pesos da POF anterior (2002/2003).

6/ Curitiba passou a ser pesquisada desde janeiro de 2012 para tal item, mas não houve nenhum reajuste até junho de 2012.

O primeiro critério para escolha dos modelos foi o erro de projeção fora da amostra, medido pela raiz do erro quadrático médio (REQM). Uma estimação inicial baseada no período de 2003T1 a 2007T4 foi utilizada para gerar projeções dos trimestres seguintes. O REQM é calculado com base na diferença entre os valores projetados e os valores realizados em cada trimestre correspondente. O segundo critério de escolha foi a razoabilidade das projeções, entendida como aquela que não apresenta valores extremos (para baixo ou para cima) no longo prazo.

Ao todo, foram selecionados doze modelos para a projeção dos preços administrados, sendo seis para o conjunto dos preços administrados não modelados contabilmente e seis para o agregado dos preços administrados. As principais variáveis explicativas utilizadas foram os preços administrados defasados, os preços livres e o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI)

Em suma, os preços administrados ainda representam parcela significativa do IPCA pleno (cerca de um quarto) e, por conseguinte, são importantes na condução da política monetária. Tendo em vista suas especificidades, esse conjunto de preços vem sendo modelado pelo BC por estruturas auxiliares aos modelos de pequeno porte. Este boxe descreveu detalhadamente esses modelos auxiliares e revisitou a questão dos coeficientes de repasse cambial de alguns itens importantes que fazem parte dos preços administrados.

Em relação ao repasse cambial, a evidência empírica sugere zerar os respectivos coeficientes em todos os itens considerados na análise. A revisão da estrutura dos modelos auxiliares utilizados nas projeções dos preços considerou tanto a nova ponderação do IPCA baseada na POF 2008/2009 como a nova composição dos preços administrados. Por conseguinte, os modelos selecionados são mais condizentes com o comportamento recente da inflação no Brasil. Dessa forma, o boxe representa um passo importante no sentido de aprimorar as projeções de inflação do BC e a análise de política monetária, além de contribuir para manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, elemento-chave no regime de metas para a inflação.

Indicadores Não Tradicionais do Mercado de Trabalho¹

No processo de formulação e de implementação da política monetária, a taxa agregada de desemprego, ao indicar possíveis pressões inflacionárias na economia, faz parte do conjunto das mais relevantes variáveis analisadas. De fato, a teoria reconhece o grau de ociosidade no mercado de trabalho como fator-chave na determinação de pressões inflacionárias, uma relação amplamente aceita pelos economistas e formalizada na curva de *Phillips*². Dito de outra forma, além de sua importância como indicador de bem-estar social, a taxa de desemprego auxilia na identificação da posição do ciclo econômico. Apesar do reconhecimento como indicador de pressões inflacionárias, a literatura sugere que a taxa de desemprego é um indicador imperfeito do estado do mercado de trabalho (e.g. Blanchard and Katz, 1997).

Dada a relevância do assunto, este boxe apresenta medidas não tradicionais (alternativas) sobre o mercado de trabalho, bem como suas relações com a inflação. Antes, porém, faz-se breve descrição de aspectos relativos à mensuração das medidas tradicionais.

A taxa agregada de desemprego

De acordo com os padrões definidos pela Organização Internacional do Trabalho (OIT), para que uma pessoa seja considerada empregada basta trabalhar no mínimo uma hora por semana. Eventualmente, mesmo não se tratando de trabalho remunerado.

1/ Este boxe é baseado em Da Silva Filho (2012).

2/ A relação inversa entre desemprego e inflação é admitida válida no curto prazo. No longo prazo, a versão moderna da curva de *Phillips*, desenvolvida concomitantemente por Friedman (1968) e por Phelps (1968), assume a existência de uma taxa natural de desemprego.

Nesse contexto, para efeitos das estatísticas de desemprego, uma pessoa que trabalha algumas horas por semana e deseja trabalhar mais (i.e., está subempregada) recebe o mesmo tratamento que uma pessoa que trabalha em período integral. Da mesma maneira, uma pessoa sem emprego e que queira trabalhar, mas que não procurou emprego nos últimos trinta dias porque estava doente ou estava desencorajada, não é classificada como desempregada, mas, sim, como fora da força de trabalho – portanto, não faz parte das estatísticas de desemprego.

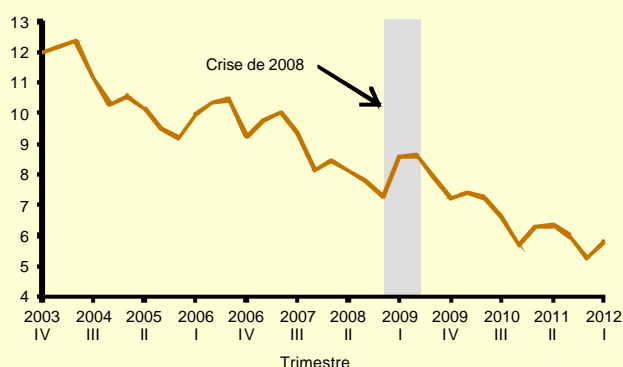
No Brasil, assim como em outras economias, as medidas de desemprego seguem as recomendações da OIT. Note-se, além disso, que aspectos da legislação trabalhista brasileira podem exacerbar a diferença entre o desemprego estatístico e o desemprego efetivo. Por exemplo, em momentos de fragilidade da demanda, as empresas podem reduzir ou até mesmo parar a produção e, para evitar ou postergar demissões, recorrer a artifícios legais como redução da jornada de trabalho e concessão de férias coletivas, entre outros. Em tais circunstâncias, embora o emprego efetivo recue, não ocorre a contrapartida estatística. De fato, conforme ilustrado no Gráfico 1, apesar do forte impacto da crise internacional sobre a atividade doméstica em fins de 2008 e início de 2009, a reação das taxas de desemprego se mostraram relativamente modestas.

Esses e outros aspectos sugerem que indicadores alternativos sobre o estado do mercado de trabalho podem trazer informações relevantes para o processo de formulação e de implementação da política monetária.

Outros indicadores do mercado de trabalho

Uma maneira de mitigar limitações como as citadas na seção anterior seria usar o enfoque de fluxo do mercado de trabalho [ver Davis *et al.* (2006) e Shimer (2010)]. Uma desvantagem dessa opção, entretanto, reside na necessidade de dados microeconômicos detalhados e de alta qualidade sobre o mercado de trabalho, não disponíveis na maioria dos países. Neste box seguem-se outros caminhos: a) calcular taxas “ajustadas” de desemprego, que

Gráfico 1 – Taxas trimestrais de desemprego



tentam mitigar algumas das limitações expostas; b) utilizar taxas desagregadas de desemprego, as quais podem apresentar relação mais robusta com a taxa de inflação; e c) usar outros indicadores do mercado de trabalho. Dessa forma, entre outras, variáveis como taxas de desemprego desagregadas por idade, por sexo, por anos de estudo foram analisadas sob o enfoque da curva de *Phillips*. Em última instância, procurou-se verificar quais variáveis do mercado de trabalho poderiam ser mais informativas sobre a dinâmica da inflação³.

Para os propósitos dos exercícios econométricos, em sua especificação geral, a curva de *Phillips* pode ser expressa da seguinte maneira:

$$\Delta \mathbf{p}_t = \mathbf{a}(L)\Delta \mathbf{p}_{t-1} + \mathbf{b}(L)(u_t - u_t^n) + \mathbf{g}(L)\mathbf{X}_t + \mathbf{e}_t, \\ \mathbf{e}_t \sim NID(0, \mathbf{s}_e^2), \quad (1)$$

em que $\mathbf{a}(L)$, $\mathbf{b}(L)$ e $\mathbf{g}(L)$ são polinômios de defasagens, $\mathbf{p}_t = \Delta \ln IPCA_t$ é a taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), u_t é a taxa de desemprego ajustada sazonalmente, u_t^n é a taxa natural de desemprego (não observável e, possivelmente, variável no tempo) e \mathbf{X}_t é um vetor com outros determinantes da inflação, entre os quais se destacam os choques de oferta⁴.

Em particular, admitindo taxa natural de desemprego constante, a equação (1) passa a:

$$\Delta \mathbf{p}_t = c + \mathbf{a}(L)\Delta \mathbf{p}_{t-1} + \mathbf{b}(L)u_t + \mathbf{g}(L)\mathbf{X}_t + \mathbf{e}_t, \quad (2)$$

e a taxa natural pode ser estimada via mínimos quadrados ordinários (MQO), dada pela razão entre a constante e a soma dos coeficientes ligados à taxa de desemprego:

$$\bar{u} = -\frac{c}{\mathbf{b}(1)}. \quad (3)$$

3/ Ainda que as taxas desagregadas sofram dos mesmos problemas observados na taxa agregada, é teoricamente plausível que algumas delas apresentem relação mais robusta com a inflação.

4/ Por construção, a curva de *Phillips* é vertical no longo prazo.

A estimação considera dados trimestrais referentes ao período que vai do quarto trimestre de 2003 ao primeiro de 2011, exceto no caso da inflação, que é a acumulada em doze meses. Dessa forma a especificação geral utilizada pode ser descrita por:

$$\Delta p_t = c + \sum_{i=i}^n a_i p_t + \sum_{i=i}^n b_i U_{t-i}^k + \sum_{i=i}^n d_i S_{t-i}^l + e_t, \quad (4)$$

em que $p_t = \Delta_4 \ln P_t$, k indexa a medida de desemprego usada (agregado, civil, setorial, por faixa etária, por nível educacional etc) e l indexa o tipo de choque (cambial, termos de troca, comercializável, não comercializável etc).

Usando a metodologia *general to specific* (ver Hendry, 1995), e considerando um total de 47 variáveis do mercado de trabalho, alguns modelos foram selecionados – Tabela 1. Essas variáveis – taxa de desemprego entre os chefes de família, taxa de desemprego entre pessoas com mais de 50 anos e taxa de desemprego no comércio – ajudam a explicar a dinâmica da inflação e parecem ter poder explicativo superior ao da taxa de desemprego tradicional. Note-se, também, medidas de desemprego que levam em consideração pessoas que, embora fora da População Economicamente Ativa (PEA), em princípio estão disponíveis e dispostos a trabalhar, assim como aquelas consideradas marginalmente ligados à PEA, também parecem ter melhor poder explicativo sobre a dinâmica da inflação. Nesses dois casos, as taxas de desemprego são aqui denominadas de “taxa entre aqueles sem emprego” e “taxa ampla de desemprego”⁵, respectivamente.

Conforme os dados da Tabela 1, o efeito do desemprego sobre a inflação aumenta da esquerda para a direita, de modo que, a depender do indicador alternativo, os efeitos sobre a inflação chegam a ser seis vezes maior que o medido com a taxa de desemprego tradicional. Além disso, os choques de oferta mais relevantes para explicar a dinâmica

5/ Na construção da primeira taxa aquelas pessoas que, embora fora da PEA, declaram estar disponíveis e dispostas a trabalhar passam a ser consideradas como desempregadas e, obviamente, passam a fazer parte da PEA. O mesmo raciocínio se aplica à segunda taxa, quando as pessoas classificadas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) como marginalmente associadas à PEA também passam a ser consideradas efetivamente desempregadas.

inflacionária são os de bens comercializáveis internacionalmente (*tradables*), de preços relativos e de alimentos (*food*). De acordo com as estimativas, choques nos termos de troca e na taxa de câmbio possuem pouco poder explicativo sobre a inflação. Em ambos os casos, seria plausível supor que seus efeitos já estariam sendo capturados pelos choques nos preços dos bens comercializáveis, tendo em vista que incorporam os efeitos de alterações na taxa de câmbio e dos preços dos bens importados.

Em resumo, considerando as limitações que qualquer estatística econômica naturalmente apresenta, é importante que se desenvolvam estratégias que mitiguem os efeitos dessas limitações. Nesse sentido, este boxe apresenta medidas não tradicionais (alternativas) sobre mercado de trabalho, bem como suas relações com a inflação.

Tabela 1 – Curva de Phillips: Estimativas usando indicadores "não-tradicionais"⁶

Medida de desemprego	(1) Agregado	(2) Sem emprego	(3) Amplio	(4) Chefe de família	(5) 50 anos ou mais	(6) Comércio
$\sum_{i=1}^5 \Delta p_{t-i}$		-0,52 *** [2, 4]	-0,74 *** [2, 3, 4]	-0,28 *** [3, 4, 5]	-0,15 *** [3]	-0,65 *** [2, 4]
$\sum_{i=0}^5 S_{t-i}^{rel1}$	-0,12 *** [4]		-0,36 *** [0, 4, 5]	-0,44 *** [3]	0,50 *** [0, 3]	-0,04 *** [0, 4]
$\sum_{i=0}^5 S_{t-i}^{rel} $	0,19 *** [4]				-0,51 *** [0, 4, 5]	-0,15 *** [4]
$\sum_{i=0}^6 S_{t-i}^{trad2}$	0,05 *** [2]	0,10 *** [3, 4]	0,26 *** [5]		0,04 *** [2, 5]	-0,25 *** [1]
$\sum_{i=0}^6 S_{t-i}^{trad2} $		-0,29 *** [4, 5]				
$\sum_{i=0}^6 S_{t-i}^{food}$	-0,03 *** [4]	-0,29 *** [4, 5]	0,05 *** [1, 3, 5]	0,08 *** [3]		0,24 *** [1, 3]
$\sum_{i=0}^5 U_{t-i}^k$	-0,11 *** (-3,1) [0]	-0,15 *** (-7,6) [0]	-0,25 *** (-7,9) [0]	-0,37 *** (-5,8) [0]	-0,49 *** (-7,0) [0]	-0,72 *** (-8,0) [0]
$\sum_{i=0}^6 \Delta U_{t-i}^k$	-0,35 *** [3]	-1,71 *** [0, 2, 5]	-0,55 *** [2]	-2,60 *** [0, 2, 5]	0,08 *** [3, 4]	-0,44 *** [0, 2]
C	1,06	1,92	1,35	1,38	1,65	3,09
Sigma	0,19	0,23	0,24	0,25	0,20	0,22

Notas: Os números entre colchetes, abaixo dos coeficientes mostram quais defasagens entram nos modelos. Os valores entre parênteses, abaixo das estimativas em nível dos indicadores, mostram as estatísticas-t correspondentes. (*), (**) e (***) indicam significância aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Para os diversos testes de diagnóstico realizados ver Da Silva Filho (2012).

Referências

BLANCHARD, O. e L. F. KATZ (1997). “What We Know and Do Not Know About the Natural Rate of Unemployment”. *The Journal of Economics Perspectives*, Vol. 11, Nº 1.

DA SILVA FILHO, T. N. T. (2012). “Going Deeper into the Link Between the Labour Market and Inflation”. Trabalhos Para Discussão nº 279. Banco Central do Brasil.

DAVIS, S. J., FABERMAN R. J., HALTIWANGER J. (2006). “The Flow Approach to Labor Markets: New Data Sources and Micro-Macro Links”. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, Nº 3.

FRIEDMAN, M. (1968). “The Role of Monetary Policy”. *The American Economic Review*, Vol. 58, Nº 1.

HENDRY, D. F. (1995). *Dynamic Econometrics*, Oxford University Press.

PHELPS, E. S. (1968). “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 76, Nº. 4, Part 2.

SHIMER, R. (2010). “Labor Markets and Business Cycles”. Princeton University Press.

Notas da 166^a Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/4/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/4) e do 20º andar (18/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h15 (17/4) e 16h48 (18/4)

Horário de término: 19h26 (17/4) e 19h58 (18/4)

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)

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 17)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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 0,21% em março (0,45% em fevereiro e 0,56% em janeiro), determinando o sexto recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses, que se deslocou de 5,85% em fevereiro para 5,24% em março (6,30% em março de 2011). Os preços livres variaram 5,49% em doze meses até março (7,04% em março de 2011), e os preços administrados, 4,58% (4,53% em março de 2011). Em relação aos preços livres, cabe destacar que os dos bens comercializáveis aumentaram 3,41% em doze meses até março e os dos não comercializáveis, 7,37%, ante altas de 6,04% e 7,93%, respectivamente, em igual período de 2011. Especificamente sobre serviços, a inflação nesse segmento foi de 0,52% em março, após variação de 1,25% em fevereiro. Dessa forma, a inflação de serviços acumulada em doze meses atingiu 7,75% (ante 8,53% registrados até março de 2011). Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere tendência declinante

da inflação acumulada em doze meses em direção à meta de inflação, apesar de a inflação de serviços ainda seguir em níveis elevados.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A média das variações mensais passou de 0,52% em janeiro para 0,46% em fevereiro e 0,25% em março. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 6,41% em janeiro para 6,10% em fevereiro e 5,69% em março, sexto recuo consecutivo. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,47% em janeiro para 0,41% em fevereiro e para 0,28% em março, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,36% para 0,28% e para 0,27% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,59% em janeiro, recuou para 0,47% em fevereiro e para 0,26% em março. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, avançou de 0,59% em janeiro para 0,60% em fevereiro, antes de recuar para 0,21% em março; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,57% em janeiro para 0,54% em fevereiro e para 0,22% em março.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,56% em março, após variar 0,07% em fevereiro e 0,30% em janeiro. Dessa forma, no acumulado em doze meses, março registrou o décimo quinto recuo consecutivo da inflação medida pelo IGP-DI, para 3,32%, 7,77 pontos percentuais (p.p.) abaixo da registrada em março de 2011. O principal componente desse indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,80% em doze meses até março, refletindo aumento de 2,53% no IPA industrial e recuo de 0,14% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 0,02% nos preços de matérias-primas brutas, de 2,17% nos preços de bens intermediários e de 2,96% nos preços de bens finais. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,50% em doze meses até março (5,86% em março de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC),

componente de menor peso no IGP DI, variou 8,10%. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/ Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), recuou 0,38% em fevereiro, após deflação de 0,43% em janeiro. Em doze meses, a variação desse índice deslocou-se de 1,75% em janeiro para 0,76% em fevereiro. De forma geral, a evolução recente dos índices de preços no atacado e ao produtor sinaliza redução das pressões inflacionárias nesses segmentos.

4. 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 importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,2% em fevereiro, mesma variação observada em janeiro, ante incremento de 0,4% em dezembro. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,9% no trimestre dezembro/fevereiro, em relação ao período setembro/novembro de 2011. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses vem desacelerando desde novembro de 2010 e alcançou 1,9% em fevereiro. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), registrou a segunda alta consecutiva em março. Da mesma forma, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apresentou a segunda elevação sucessiva em março, após seis resultados negativos.

5. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada com instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito evidenciam, em geral, condições mais flexíveis no segundo trimestre de 2012 em comparação ao primeiro. Especificamente sobre crédito às grandes empresas, a análise sugere cenário ainda restritivo (no que se refere à aprovação de crédito), mas em intensidade menor. Para micro, pequenas e médias empresas, os indicadores indicam aumento na aprovação de crédito no segundo trimestre em relação ao anterior, com demanda moderadamente mais forte e oferta ainda moderadamente restritiva, mas em intensidade menor. Em relação ao crédito voltado ao consumo, a

expectativa para o segundo trimestre indica redução no percentual de aprovação de crédito, ante o verificado no trimestre anterior. Para o crédito habitacional, apesar de oferta em níveis similares aos observados de janeiro a março de 2012, a expectativa de expansão da demanda tende a confirmar cenário com elevação do percentual de aprovação.

6. A atividade fabril avançou 1,3% em fevereiro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar recuo de 1,5% em janeiro e avanço de 0,5% em dezembro. Houve crescimento da produção em dezoito dos 27 ramos de atividade em fevereiro, com destaque para a recuperação no setor de veículos automotores (13,1%), após forte recuo em janeiro. Sob o critério da média móvel trimestral, houve avanço de 0,1% na produção industrial de dezembro a fevereiro, a primeira leitura positiva nessa base de comparação desde julho de 2011. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 3,9% em fevereiro e, no acumulado em doze meses, 1,0%. Por outro lado, em relação a dezembro de 2008, mês que registrou a menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até fevereiro atinge 22,1%. Já em termos de faturamento da indústria de transformação, segundo dados dessazonalizados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), houve crescimento real de 1,5% em fevereiro em relação ao mês anterior, com o número de horas trabalhadas avançando 2,2% na mesma base de comparação.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve recuo de 4,3% na produção de bens de consumo duráveis em fevereiro e expansão de 1,1% na de não duráveis e semiduráveis. A produção de bens intermediários cresceu 2,3%, e a produção de bens de capital, 5,7%, após diminuir 16,1% em janeiro. No acumulado em doze meses até fevereiro, a produção de bens de consumo duráveis recuou 6,1%; a de bens não duráveis e semiduráveis, 0,5%; a de bens intermediários, 0,3%; e a de bens de capital, 1,0%.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de

Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi a 5,7% em fevereiro, após 5,5% em janeiro e 4,7% em dezembro. A taxa de fevereiro foi 0,7 p.p. inferior à do mesmo mês do ano anterior. Já os dados dessazonalizados pelo Banco Central apontam taxa de desocupação se deslocando de 5,6% em janeiro para 5,5% em fevereiro, o mínimo da série iniciada em março de 2002. Em doze meses, houve expansão de 1,9% na população ocupada e de 1,3% da população economicamente ativa. Na população ocupada, a proporção de empregados do setor privado com carteira de trabalho assinada – que vem crescendo de forma consistente nos últimos anos – atingiu 49,7% em fevereiro, mas dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam moderação desse processo. De fato, em março, houve criação de 111,7 mil postos de trabalho formais (ante 150,6 mil em fevereiro) e expansão do número de empregos formais em seis dos oito setores de atividade econômica, com as principais contribuições vindo dos setores de serviços e de construção civil. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 1,2% em fevereiro e 4,4% em doze meses. Como consequência, a massa salarial real, considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 6,4% em relação a fevereiro de 2011. Em suma, o conjunto de dados disponíveis indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há 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 2,5% em fevereiro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após registrar alta de 8,3% em janeiro e de 4,3% em dezembro, na mesma base de comparação. Já na comparação mês a mês, a série com ajuste sazonal indica que o volume de vendas do comércio ampliado recuou 1,1% em fevereiro, após crescer 1,8% em janeiro e 1,6% em dezembro. Assim, a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 5,5% em fevereiro. Os dez segmentos pesquisados mostraram expansão no volume de vendas no acumulado em doze meses, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (22,1%) e móveis e eletrodomésticos (15,5%). 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, à medida que retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. Em março o índice evoluiu positivamente, após cinco leituras negativas, impulsionado pela melhora nas expectativas em relação ao futuro. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pela melhora no 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 82,9% em fevereiro para 83,0% em março, 0,5 p.p. abaixo do observado em março de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 83,8% em março – 2,9 p.p. abaixo do máximo registrado em junho de 2008. A utilização da capacidade apresenta-se mais intensa no setor de materiais de construção (86,0%), embora tenha havido recuo de 4,5 p.p. nesse setor desde novembro de 2011. Já no setor de bens intermediários, o Nuci ficou em 84,4%, ante 82,7% registrados no setor de bens de capital e 82,4% no setor de bens de consumo. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci ficou estável em 82,3% em fevereiro. Note-se, ainda, que a diferença entre a proporção de empresas que reportavam excesso de estoques e aquelas que reportavam estoques insuficientes apresentou a terceira queda consecutiva em março.

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou para US\$29,1 bilhões em março, de US\$28,6 bilhões em fevereiro. Esse resultado adveio de exportações de US\$259,9 bilhões e de importações de US\$230,8 bilhões, associadas a variações de 21,5% e de 20,5%, respectivamente, no acumulado em doze meses até março. O deficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$54,1 bilhões em janeiro para US\$52,4 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,09% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$65,0 bilhões em doze meses até fevereiro, equivalente a 2,60% do PIB.

12. A economia mundial continua a enfrentar período de incerteza acima da usual, apesar de certa estabilidade no nível de aversão ao risco, e com perspectivas de baixo crescimento. Desde a última reunião do Copom, consolidou-se percepção mais positiva em relação à atividade nos Estados Unidos (EUA) e no Japão, mas persistem riscos como os associados ao preço do petróleo e ao cenário de contenção fiscal. O provimento ilimitado de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE) reduziu a probabilidade de ocorrência de eventos 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. Taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas a necessidades de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações de política anticíclicas e à incerteza política, têm contribuído para projeções de baixo crescimento em economias maduras, embora com heterogeneidade entre países. De fato, tanto o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a fevereiro, como os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a março apontam atividade frágil na Zona do Euro. Ao mesmo tempo, a atividade na China desacelerou no primeiro trimestre, e registrou a menor taxa de crescimento desde o primeiro trimestre de 2009. No que se refere à política monetária, as economias avançadas persistem com posturas fortemente acomodatórias e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política. Mesmo assim, os núcleos de inflação continuaram em níveis moderados tanto nos EUA como na Zona do Euro e no Japão, haja vista as perspectivas relativamente moderadas para o nível de atividade. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se acima de US\$115, refletindo, em parte, instabilidade política em 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 redução dos preços internacionais das agrícolas e das metálicas desde a última reunião do Copom, de 4,6% e de 2,8%, respectivamente, quando medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB). Em relação aos picos de abril de 2011, as duas categorias recuaram 17,5% e de 20,0%, respectivamente. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, acumula recuo de 6,5% até março, desde o pico observado em fevereiro de 2011. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi 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 recente 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 março;

b) a projeção de reajuste das tarifas de telefonia fixa, para o acumulado em 2012, foi mantida em 1,5%, valor considerado na reunião de março, enquanto, no caso da eletricidade, reduziu-se para 1,3%, ante 2,3% considerados na reunião de março;

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

d) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013 foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de março. 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 23 pontos base (p.b.) e 11 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 (conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2012). Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário de R\$155,9 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2013 (conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2013). Para 2014, admite-se como hipótese de trabalho a geração de superávit primário de 3,10% do PIB, sem ajustes.

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

17. 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 se manifesta em indicadores 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 5,24% para 5,08%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação aumentou de 5,20% para 5,50%. 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 5,21%, 5,24% e 5,27% para 5,08%, 5,06% e 5,08%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,20%, 5,40% e 5,00% para 5,50%, 5,73% e 5,30%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$1,85/US\$ e da taxa Selic em 9,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 se elevou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março e se encontra em torno 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 se elevou e se encontra em torno do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação aumentou no cenário de referência e se manteve estável no de mercado, nos dois casos posicionando-se 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, de modo geral, pouco se alteraram as restrições às quais estavam expostas diversas economias maduras. 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, até agora, o Comitê avalia que o cenário internacional tem manifestado viés desinflacionário.

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, moderação 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 somaram aos da moderação da atividade doméstica. 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, entretanto, que, embora a expansão da demanda doméstica também tenha moderado, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica neste e nos próximos semestres, com alguma assimetria entre os diversos setores. Essa avaliação encontra suporte em sinais que apontam expansão moderada da oferta de crédito tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas; e no fato de a confiança de consumidores e empresários se encontrar 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 de ano passado, tende a seguir em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que 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 tende a ser potencializada pelo processo, ora em curso, de moderação na dinâmica dos preços ao produtor e no mercado atacadista.

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 oportunas 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.

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 continuam elevados os 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, manteve sinais favoráveis. O Comitê ressalta também que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012.

30. Em suma, o Copom considera que, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação. O Comitê nota ainda que, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionária.

31. Diante disso, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 9,00% a.a., sem viés.

32. O Copom avalia que a demanda doméstica tende a se apresentar robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política 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 o ainda frágil 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, mesmo considerando que a recuperação da atividade vem ocorrendo mais lentamente do que se antecipava, o Copom entende que, dados os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deve ser conduzido com parcimônia.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 29 de maio 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 registrou elevação de 0,21% em março, ante 0,45% em fevereiro, acumulando alta de 1,22% no ano e de 5,24% em doze meses, ante 5,85% em fevereiro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu desaceleração dos preços livres e monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,22% em março ante 0,51% em fevereiro, o movimento repercutiu desaceleração significativa dos preços de bens não comercializáveis, de 1,17% para 0,49%, influenciados principalmente pela desaceleração na taxa referente a serviços, que passou de 1,25% para 0,52%, enquanto os preços de produtos comercializáveis variaram -0,08% ante -0,21% no mês anterior. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,18% em março, ante 0,26% em fevereiro.

A variação mensal do IPCA decorreu, principalmente, do aumento dos preços dos grupos habitação, alimentação e bebidas, e despesas pessoais, com contribuições respectivas de 0,07 p.p., 0,06 p.p. e 0,05 p.p., enquanto o grupo educação foi o principal responsável pela desaceleração do índice em março, com contribuição de 0,02 p.p., ante 0,26 p.p. em fevereiro. O índice de difusão situou-se em 57,26% em março, ante 59,11% em fevereiro.

38. Considerados períodos de doze meses até março, os preços livres e monitorados desaceleraram em relação a fevereiro, passando de 5,98% para 5,49%, e de 5,48% para 4,58%, respectivamente. A evolução dos preços livres decorreu de desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 3,77% para 3,41%, e dos produtos não comercializáveis, de 7,97% para 7,37%. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,75% no acumulado de doze meses até março, ante 8,10% e 9,20%, em períodos correspondentes até fevereiro e janeiro.

39. O IGP-10 variou 0,70% em abril, após alta de 0,27% em março, de acordo com a FGV, com aceleração nos preços ao produtor amplo (IPA), nos preços ao consumidor (IPC) e no INCC. O indicador acumula elevação de 1,09% no ano, ante 2,95% no mesmo período de 2011, e de 3,43% em doze meses, comparativamente a 3,29% nos doze meses encerrados em março.

40. O IPA-10 variou 0,76% no mês, ante 0,24% em março, acumulando alta de 0,54% no ano e de 2,17% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários variaram 1,23% em abril, ante 0,56% no mês anterior, acumulando elevação de 2,54% no ano e de 0,64% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,59% no mês, ante 0,12% em março, acumulando queda de 0,18% no ano e aumento de 2,74% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários evidenciou, em especial, o impacto da variação do preço da soja, de 12,43%, com contribuição de 0,50 p.p. para o IPA-10. Entre os preços dos produtos industriais, a principal influência foi exercida por óleos e gorduras vegetais, com aumento de 6,97%, e contribuição para o índice mensal de 0,17 p.p.

41. O IPC-10 registrou elevação de 0,53% em abril, ante 0,40% em março, acumulando aumento de 2,29% no ano, comparativamente a 3,21% em igual período de 2011, e de 5,21% em doze meses. A aceleração em abril foi favorecida pela variação no grupo alimentação, de 0,25% para 0,51%. O INCC variou 0,71% no mês, ante 0,19% no mês anterior, resultado de aceleração nos custos de mão de obra, de 0,06% para 0,98%, e nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,32% para 0,42%. O INCC acumulou altas de 2,00% no ano e de 7,96% em doze meses.

42. Todas as cinco medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central apresentaram desaceleração no mês e no período de doze meses finalizado em março. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,21% no mês, ante 0,60% em fevereiro, acumulando alta de 5,61% no período de doze meses encerrado em março, ante 6,12% no mês anterior. O núcleo por exclusão de monitorados e alimentação no domicílio aumentou 0,22% ante 0,54% em fevereiro, com elevação de 5,64% em doze meses, ante 6,14% em fevereiro. O núcleo de médias aparadas com suavização variou 0,28% em março, ante 0,41% em fevereiro, acumulando, em doze meses, 6,38% e 6,60%, respectivamente. O núcleo de médias aparadas sem suavização cresceu 0,27% contra 0,28% em fevereiro, acumulando, em doze meses, 4,80% e 5,15%, na ordem. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,26% em março, após alta de 0,47% em fevereiro, registrando variação acumulada em doze meses de 6,02%, ante 6,48% no mês anterior.

43. O IPP/IT recuou 0,38% em fevereiro, após retração de 0,43% em janeiro e elevação de 0,60% em fevereiro de 2011. O IPP/IT acumulou queda de 0,81% no ano em comparação com 1,01% no mesmo período do ano passado e alta de 0,76% em doze meses encerrados em fevereiro contra 1,75% no mês anterior. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pelas quedas dos preços associados às indústrias de produtos alimentícios e outros produtos químicos, com contribuições respectivas de -0,24 p.p. e -0,11 p.p. para o índice. A variação do índice no período de doze meses encerrado em fevereiro refletiu, especialmente,

elevações associadas às contribuições das indústrias de veículos automotivos, 0,27 p.p., alimentos, 0,26 p.p., e calçados e artigos de couro, 0,25 p.p., contrabalançadas pelo desempenho da indústria de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, com contribuição de -0,26 p.p.

44. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 2,67% em março, refletindo as variações de 1,94%, 2,60% e 6,45% dos subíndices agropecuária, metal e energia, respectivamente. No último trimestre, a variação acumulada do IC-Br alcançou 0,20%. Em doze meses, no entanto, o índice permanece apresentando sensível redução, variando -9,34% até março.

Atividade econômica

45. O IBC-Br registrou queda de 0,23% em fevereiro, ante janeiro, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado nesse mês, o índice apresenta elevação de 0,87% em relação ao terminado em novembro, quando havia registrado retração de 0,37% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou expansão de 0,86% no mês em relação a fevereiro de 2011, ante alta de 1,44% registrada em janeiro na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula crescimento de 1,15% no ano e de 1,91% nos últimos doze meses finalizados em fevereiro.

46. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, registraram retração de 1,1% em fevereiro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após altas (revisadas) de 1,8% em janeiro e de 1,6% em dezembro. Com o resultado, o trimestre finalizado em fevereiro apresentou crescimento de 3,4% em relação ao trimestre encerrado em novembro. Por segmento, observou-se queda nas vendas de 5 dos 10 segmentos pesquisados, com destaque para o recuo de 3,6% em tecidos, vestuários e calçados; 2,7% em livros, jornais, revistas e papelaria; e 2,1% em hipermercados, supermercados, produtos alimentícios. Por outro lado, o crescimento mais expressivo foi registrado nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, 3,1%; combustíveis e lubrificantes, 1,9%; e outros artigos de uso pessoal e

doméstico, 1,6%. No ano, o comércio ampliado variou 5,4%. As vendas do comércio varejista apresentaram recuo de 0,5% em fevereiro, comparativamente ao mês anterior, dados com ajuste sazonal, após altas de 3,3% em janeiro (revisada) e de 0,5% em dezembro, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 3,4% no trimestre em relação ao trimestre anterior, dados dessazonalizados, de 8,7% no ano e de 6,7% no acumulado de doze meses.

47. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 2,5% em fevereiro, com destaque para a expansão nos segmentos equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 26,6%; móveis e eletrodomésticos, 13,3%; hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, 11,8%; e artigos farmacêuticos e médicos, 9,5%; contrabalançadas pela redução de 10% em veículos e motos, partes e peças. No período de doze meses encerrado em fevereiro, o comércio ampliado registrou crescimento de 5,5%, com ênfase no aumento das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 22,1%; móveis e eletrodomésticos, 15,5%; artigos farmacêuticos e médicos, 9,3%; e material de construção, 8,3%.

48. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 5,5% em março, após queda de 2,1% em fevereiro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em março, houve recuo de 0,6%, ante variação de -0,4% no terminado em dezembro. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos declinaram 0,7%, resultado de queda de 5,6% e de 0,8% nos segmentos caminhões e automóveis, respectivamente, e de expansão de 4,4% e de 0,6%, nessa ordem, em ônibus e em comerciais leves.

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 retração mensal de 2,5% em março. A análise dos dados observados indicou queda de 3,5% em relação a

março do ano anterior e elevação de 4,3% no acumulado do ano e de 8,2% em doze meses encerrados em março.

50. A produção de bens de capital cresceu 5,7% em fevereiro, acumulando queda de 5,4% no trimestre, relativamente ao finalizado em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A principal contribuição para o desempenho positivo da categoria no mês decorreu da expansão de 21,9% na produção de equipamentos de transporte, em oposição a queda de 12% e de 7,3% na produção de equipamentos agrícolas e de bens de capital para fins industriais não seriados, respectivamente.

51. A produção de insumos típicos da construção civil registrou elevação mensal de 1,3% em fevereiro, acumulando retração de 0,9% no trimestre, em relação ao finalizado em novembro, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento aumentou 1,2% em relação a fevereiro de 2011, com altas acumuladas de 2,2% no ano e de 3% em doze meses.

52. A produção física da indústria geral apresentou elevação mensal de 1,3% em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após variação revisada de -1,5% em janeiro, refletindo expansão de 1,3% na indústria de transformação e de 9,3% na indústria extrativa. Por categorias de uso, destacou-se a produção de bens de capital, com aumento de 5,7% no mês, seguida pela elevação de 2,3% e de 1,1% na produção de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis, respectivamente, enquanto a produção de bens de consumo duráveis recuou 4,3%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, dezessete apresentaram crescimento no mês, com ênfase para os segmentos de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 23,8%; veículos automotores, 13%; e máquinas para escritório e equipamentos de informática, 9,5%. A produção da indústria recuou 0,2% no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro, quando havia decrescido 2,2%, refletindo retração de 2,1% na indústria extrativa, enquanto a indústria de transformação registrou expansão de 0,5%. A evolução trimestral decorreu, em parte, do desempenho das atividades das indústrias de veículos

automotores, de máquinas para escritório e equipamentos de informática, e de fumo, com queda de 11,1%, 10,6% e 9,9%, nessa ordem. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou retrações de 3,9% no mês, ante igual mês do ano anterior, de 3,4% no acumulado do ano e de 1% em doze meses, influenciadas, sobretudo, pelo desempenho desfavorável das indústrias de bens de consumo duráveis e de capital.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,8% em março, com expansão de 0,1 p.p. em relação a fevereiro, segundo dados dessazonalizados da FGV. Os segmentos de bens de capital e de material de construção apresentaram recuo de 1,3 p.p. em relação ao mês anterior, enquanto os referentes a bens intermediários e bens de consumo, elevações de 0,5 p.p. Considerada a série observada, o Nuci apresentou queda 0,5 p.p. em relação a março de 2011, resultado de decréscimos nos indicadores referentes às indústrias de material de construção, 3,2 p.p.; de bens de capital, 2,3 p.p.; de bens intermediários, 1,1 p.p.; e de bens de consumo, de 0,3 p.p.

54. A produção de autoveículos montados atingiu 308,5 mil unidades em março, representando variações de 6,2% em relação a fevereiro e de -3,1% no trimestre, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou crescimento de 4,5%, em relação a março de 2011, e queda de 10,9% e de 3,1% nos acumulados do ano e em doze meses, respectivamente.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou retração de 6% em relação a fevereiro e crescimento de 1,7% no trimestre encerrado em março ante o trimestre anterior, dados com ajuste sazonal. Considerados dados observados, ocorreu decréscimo de 5,8% em relação a março de 2011, de 3,9% no ano e de 3,6% no acumulado de doze meses. As exportações de autoveículos montados somaram 42,2 mil unidades em março, representando variações de -1% em relação a igual mês do ano anterior, de -6,7% no acumulado do ano e de 6,6% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo

Banco Central, as exportações recuaram 1,1% no mês e 10,2% no trimestre.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a março, a safra de grãos do país deverá totalizar 158,6 milhões de toneladas em 2012, o que representa redução de 0,9% em relação à de 2011 e elevação de 0,7% em relação ao último levantamento divulgado em fevereiro. O novo prognóstico apresentou perspectiva mais favorável para as culturas de milho e feijão, com acréscimo de 4,3% e de 0,7%, respectivamente, em comparação à estimativa do mês anterior, contrastando com as previsões para o cultivo de soja e arroz, que projetam retração de 1,8% e de 1,2%, respectivamente, em igual base de comparação. Em relação à safra de grãos de 2011, o novo levantamento estima expansão de 17,3% para milho, de 1,5% para caroço de algodão e de 0,2% para feijão, em oposição ao decréscimo de 14,2%, 11,1% e 9,9% nas colheitas de arroz, soja e trigo, respectivamente.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, registrou expansão de 2,8% em março, em relação a fevereiro, alcançando 122,7 pontos, melhor resultado desde julho de 2011, influenciado pelos aumentos de 1,6% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,6% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a março de 2011, o ICC cresceu 2,2%, resultado de variação de -1,2% no ISA e de 4,8% no IE.

58. O ICS, calculado pela FGV, recuou 1% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior, atingindo 130 pontos, refletindo retração de 2,7% no ISA, enquanto o IE registrou alta de 0,3%. Na comparação com fevereiro, o ICS apresentou elevação de 0,3% em março, sem ajuste sazonal, resultado de variações respectivas de 1,6% e -0,6% no ISA e no IE.

59. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 129,4 pontos em março, representando recuo de 0,1% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de variações de 0,7% no Índice de Situação Atual (ISA-

COM) e de -0,6% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em março, o ICOM registrou contração de 4,3% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pela retração de 4,1% no ISA-COM e de 4,5% no IE-COM.

60. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou alta de 0,5% em março, em relação a fevereiro, situando-se em 103 pontos, resultado de aumento de 0,2% no ISA e de 1% no IE. Em relação a março de 2011, o ICI recuou 8%, resultado de retrações de 7,8% no ISA e de 8,3% no IE.

61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 129,1 pontos em março, 4,3% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retrações de 6,9% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 2% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em março, o ICST registrou contração de 6,6%, comparativamente ao mesmo período de 2011, repercutindo recuos de 9,3% no ISA-ICST e de 4,2% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 111,7 mil empregos formais em março, dos quais 83,2 mil no setor de serviços, 35,9 mil na construção civil, e 6,4 mil no comércio. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento de 0,3% em relação a fevereiro considerando dados dessazonalizados. No acumulado do ano, foram geradas 381,2 mil vagas e, em doze meses, 1,4 milhão, ante 525,6 mil e 2 milhões, nessa ordem, em relação a iguais períodos de 2011.

63. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,7% em fevereiro, representando aumento de 0,2 p.p. em relação a janeiro e redução de 0,7 p.p. comparativamente a fevereiro de 2011. O resultado mensal decorreu de elevação de 0,4% na ocupação e de 0,7% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o

desemprego atingiu 5,5% em fevereiro, ante 5,6% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou crescimento de 1,2% em relação ao mês anterior e de 4,4% comparativamente a fevereiro de 2011. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, apresentou elevação de 1,6% e de 6,4%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

64. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$2.034,8 bilhões em fevereiro, correspondendo a 48,8% do Produto Interno Bruto (PIB), com elevações de 0,4% no mês, de 0,2% no ano, e de 17,3% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou variação de 0,1% no mês, de -0,1% no ano e de 15% em doze meses, decorrente de acréscimos de 0,3%, de 1,3% e de 15,5%, respectivamente, no saldo das operações com pessoas físicas e de variações de -0,1%, de -1,5% e de 14,6%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 0,8% no mês e no ano e 21,4% em doze meses, com ênfase nos aumentos de 2,3%, de 4,9% e de 41,7% nos financiamentos habitacionais, nas mesmas bases de comparação.

65. A taxa média anual de juros relativa ao crédito referencial aumentou 0,1 p.p. em fevereiro, para 38,1%. As taxas referentes aos segmentos de pessoas físicas e jurídicas atingiram 45,4% e 28,6%, respectivamente, com variação de 0,3 p.p. e de -0,1 p.p., nessa ordem, em relação a janeiro, e de 1,6 p.p. e de -2 p.p. na comparação com fevereiro de 2011.

66. O prazo médio das operações no âmbito do crédito referencial diminuiu de 499 dias, em janeiro, para 498 dias em fevereiro. O prazo para pessoas físicas apresentou redução de dois dias, alcançando 597 dias, e o referente a pessoas jurídicas permaneceu estável em 404 dias.

67. A taxa de inadimplência das operações compreendidas no crédito referencial, correspondente

a atrasos superiores a noventa dias, permaneceu estável em 5,8% em fevereiro, com manutenção dos patamares referentes às operações com pessoas físicas e jurídicas, em 7,6% e 4,1%, respectivamente. Em relação a fevereiro de 2011, a taxa de inadimplência subiu 1,1 p.p., resultado de elevação de 1,8 p.p. no segmento de pessoas físicas e de 0,5 p.p. no relativo a pessoas jurídicas.

Ambiente externo

68. As perspectivas para o crescimento da economia mundial seguem sujeitas a significativos riscos de baixa, haja vista a crise europeia em curso, as incertezas quanto ao ritmo de desaceleração na China e a sustentabilidade do crescimento nos EUA, além das tensões geopolíticas no Oriente Médio. Nesse sentido, a avaliação dos gerentes de compra, depois de assinalar avanço para 55,4 pontos em fevereiro, apontou recuo do PMI global para 54,6 pontos em março. Nos EUA, a despeito da recuperação em curso, a variação anualizada do PIB do quarto trimestre de 2011, mantida em 3% após revisão, e a criação de 120 mil postos de trabalho em março vieram abaixo das expectativas. Entre os riscos de baixa para o crescimento da atividade, destaca-se o fato de que, em fevereiro, os aumentos mensais das vendas no varejo e do consumo, pela ordem, 1,1% e 0,5%, apoiaram-se na diminuição da taxa de poupança, que atingiu 3,7%, menor nível desde janeiro de 2008. Na Área do Euro, em que se destacaram os recuos da produção industrial alemã mensal, -1,1% em fevereiro, e do PMI composto de março, para 49,1 pontos, com aprofundamento da contração nos subíndices de manufatura e encomendas, a taxa de desemprego atingiu 10,8% em fevereiro, o mais alto valor desde a instituição da união monetária. Na China, o crescimento trimestral anualizado do PIB no primeiro trimestre deste ano desacelerou para 7,4%, de 8,2% no trimestre anterior, e, em termos interanuais, passou de 8,9% para 8,1%, marcando o pior desempenho da atividade desde o primeiro trimestre de 2009, com destaque para a desaceleração da formação bruta de capital fixo, 21,1% e 18,2%, na mesma ordem. No Japão, a revisão do PIB anualizado do quarto trimestre apontou menor contração, de -2,3% para -0,7%. Naquele país, o PMI de serviços apresentou valor recorde da série histórica, 53,7 pontos em março, enquanto mantém-

se a trajetória de crescimento das vendas no varejo, de 2% em fevereiro.

69. Desde a última reunião do Copom, os mercados financeiros apresentaram dois momentos. Até meados de março, foi mantida a trajetória ascendente iniciada em dezembro, tendo os índices das bolsas norte-americanas registrado o melhor primeiro trimestre desde 1998. Na Área do Euro, o anúncio de que a Linha (temporária) de Estabilidade Financeira Europeia (EFSF) funcionará junto com o Mecanismo (permanente) de Estabilidade Europeu (ESM) até julho de 2013, elevando a capacidade de empréstimo contra crises de €500 bilhões para €700 bilhões, bem como a reestruturação da dívida grega e a aprovação pelo FMI e pela União Europeia do segundo pacote de ajuda à Grécia, trouxeram alívio aos mercados. Nesse contexto, a volatilidade, medida pelo índice VIX recuou a 14,3% em 26 de março. Na sequência, essa tendência se inverteu. Os resultados ruins para os PMIs de março na China e nos países europeus, com consequente ampliação do risco de recessão no continente, e os resultados aquém do esperado com o *payroll* de março nos EUA, com o leilão de títulos da Espanha no início de abril e com a divulgação do PIB chinês do primeiro trimestre de 2012, implicaram diminuição do apetite ao risco, forte queda nas bolsas, elevação do VIX a 20,4% em 10 de abril, redução dos retornos dos títulos de dez anos dos EUA, da Alemanha e do Reino Unido, e elevação dos *yields* dos bônus governamentais de países europeus, em especial, Itália e Espanha. Destaque-se que, em 13 de abril, o CDS da Espanha alcançou valor recorde, 502 p.b. Nesse cenário de ampliação da aversão ao risco, o dólar se valorizou ante o euro e as moedas de países emergentes exportadores de *commodities*.

70. Desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* apresentaram recuo, reagindo às perspectivas favoráveis para as safras de grãos no hemisfério norte, ao aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros, ao aumento dos riscos quanto a uma desaceleração mais aguda da economia chinesa, e, no caso do petróleo, ao aumento dos estoques nos EUA.

71. Nos EUA, o *Federal Reserve* manteve os juros básicos entre 0% e 0,25% e ratificou a perspectiva

de manutenção deste patamar até o final de 2014, haja vista a trajetória declinante da inflação, a variação anual do índice de preços ao consumidor (IPC), que atingiu 2,7% em março, sexto recuo consecutivo, e a percepção de que a sustentabilidade do crescimento ainda depende de estímulos monetários excepcionais. No Japão, onde o IPC, em alta, atingiu 0,3% em fevereiro, o Banco do Japão (BoJ) conservou a taxa básica de juros entre 0% e 0,1% e, em 13 de março, ampliou de ¥3,5 trilhões para ¥5,5 trilhões a linha de assistência para fortalecer as bases do crescimento (*Growth-Supporting Funding Facility*), detalhando regras para as modalidades que a integram. Também o BCE não alterou sua taxa de juros de referência de 1%. Segundo a Eurostat, a variação anual da inflação ao consumidor na Área do Euro atingiu 2,7% em março. No Reino Unido, a variação anual do IPC em março avançou a 3,5%, permanecendo em patamar significativamente inferior ao auge de 5,2% registrado em setembro de 2011. Neste cenário, o BoE decidiu pela manutenção da taxa básica de juros, 0,5% a.a., e do montante do programa de compra de ativos, £325 bilhões. Na China, o IPC sofreu ligeiro aumento para 3,6% em março, ante 3,2% em fevereiro, sem comprometer, contudo, sua trajetória de queda após máxima de 6,5% em julho do ano passado. Na maioria das demais economias em desenvolvimento, desde a última reunião do Copom, prevalecem cenário benigno para a inflação e manutenção de políticas monetárias acomodáticas.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2 bilhões em março, resultado de exportações de US\$20,9 bilhões e importações de US\$18,9 bilhões. O saldo acumulado no primeiro trimestre do ano totalizou US\$2,4 bilhões, ante US\$3,1 bilhões em igual período de 2011, refletindo aumento de 7,5% nas exportações e de 9,5% nas importações. A corrente de comércio cresceu 8,5% no ano, somando US\$107,7 bilhões, ante US\$99,3 bilhões registrados no primeiro trimestre de 2011.

73. As reservas internacionais somaram US\$365,2 bilhões em março, com elevação de US\$8,9 bilhões em relação a fevereiro. Na comparação com dezembro de 2011, as reservas aumentaram US\$13,2

bilhões. O Banco Central comprou US\$3 bilhões líquidos no mercado doméstico de câmbio a vista no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de março, a curva de juros doméstica apresentou queda em toda a sua extensão. Esse movimento foi influenciado, no cenário local, pela perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário e pela trajetória favorável dos índices de preços. No cenário externo, a possibilidade de recrudescimento da crise de dívida na Europa, a divulgação de indicadores econômicos mais fracos na Europa, nos EUA e na China e o recuo das taxas das *treasuries* norte-americanas também contribuíram para a redução das taxas futuras. Entre 5 de março e 16 de abril, as taxas de juros de um, três e seis meses recuaram 0,86 p.p., 0,67 p.p. e 0,40 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos cederam 0,34 p.p., 0,38 p.p. e 0,39 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 3,54% em 5 de março para 3,10% em 16 de abril, devido, principalmente, a redução das taxas nominais.

75. Em 27 de março, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso destinado à rolagem dos contratos de vencimento em 2 de abril. Essa operação totalizou o equivalente a US\$2,1 bilhões em valor nominal.

76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 6 de março a 16 de abril, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando

recursos no valor total de R\$19,9 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou de R\$ 161,0 bilhões, entre 17 de janeiro e 5 de março, para R\$144,2 bilhões, entre 6 de março e 16 de abril. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 12 e 29 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$283,2 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 29 oportunidades como tomador de recursos, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$52,0 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R\$443,3 bilhões, entre 17 de janeiro e 5 de março, para R\$479,4 bilhões, entre 6 de março e 16 de abril. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$444,3 bilhões em 5 de março para R\$488,4 bilhões em 16 de abril. Os principais fatores que contribuíram para a expansão da liquidez no período foram as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional e a liberação de recursos dos depósitos compulsórios.

77. Entre 6 de março e 16 de abril, 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\$26,4 bilhões, sendo R\$22,0 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2013, 2014 e 2016, e R\$4,4 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2018 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$3,2 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\$10,3 bilhões.

Notas da 167ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 29 e 30/5/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (29/5) e do 20º andar (30/5) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h16 (29/5) e 16h49 (30/5)

Horário de término: 19h11 (29/5) e 19h55 (30/5)

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 29)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 30)

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

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 29)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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 0,64% em abril (0,21% em março e 0,45% em fevereiro), determinando o sétimo recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses, que se deslocou de 5,24% em março para 5,10% em abril (6,51% em abril de 2011). Os preços livres variaram 5,63% em doze meses até abril (6,84% em abril de 2011), e os preços administrados, 3,73% (5,73% em abril de 2011). Em relação aos preços livres, cabe destacar que os dos bens comercializáveis aumentaram 3,36% em doze meses até abril, e os dos não comercializáveis, 7,69%, ante altas de 6,03% e 7,55%, respectivamente, em igual período de 2011. Particularmente sobre serviços, a inflação nesse segmento foi de 0,77% em abril, após variação de 0,52% em março. Dessa forma, a inflação de serviços acumulada em doze meses atingiu 8,00% (ante 8,57% registrados até abril de 2011). Em síntese, apesar de a inflação de serviços ainda seguir em níveis elevados, o conjunto de informações disponíveis sugere tendência declinante da inflação acumulada em doze meses em direção à meta de inflação.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A média das variações mensais passou de 0,46% em fevereiro para 0,25% em março e 0,60% em abril. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 6,10% em fevereiro para 5,69% em março e 5,72% em abril. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,41% em fevereiro para 0,28% em março e para 0,51% em abril, e o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,28% para 0,27% e para 0,50% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,47% em fevereiro, recuou para 0,26% em março e aumentou para 0,61% em abril. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, recuou de 0,60% em

fevereiro para 0,21% em março e avançou para 0,69% em abril; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,54% em fevereiro para 0,22% em março e para 0,71% em abril. Por sua vez, a média trimestral do índice de difusão do IPCA deslocou-se de 62,69% em fevereiro para 60,16% em março e para 59,98% em abril.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 1,02% em abril, após variar 0,56% em março e 0,07% em fevereiro. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 3,86% (6,99 pontos percentuais (p.p.) menor do que a registrada em abril de 2011). O principal componente desse indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 2,82% em doze meses até abril, refletindo aumento de 3,28% no segmento industrial e de 1,57% no agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 1,71% nos preços de matérias-primas brutas, de 3,23% nos de bens intermediários e de 3,33% nos de bens finais. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,05% em doze meses até abril (ante 6,05% em abril de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,77%, impulsionado pelo aumento no custo da mão de obra. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1,38% em abril, após avanço de 1,04% em março. Em doze meses, a variação desse índice deslocou-se de 1,36% em março para 2,47% em abril. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O 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 importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,4% em março,

mesma variação observada em fevereiro, depois de queda de 0,3% em janeiro. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,15% no primeiro trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior e alta de 1,1% em relação ao primeiro trimestre de 2011. A taxa de crescimento acumulada em doze meses vem em declínio desde novembro de 2010 e alcançou 1,8% em março. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), registrou ligeiro recuo em maio, após alcançar, em abril, o maior nível da série histórica iniciada em setembro de 2005. Já o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apresentou recuo em abril, após registrar altas em fevereiro e em março.

5. A atividade fabril recuou 0,5% em março, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar crescimento de 1,3% em fevereiro e recuo de 1,6% em janeiro. Houve crescimento da produção em apenas nove dos 27 ramos de atividade em março, com destaque para o setor de veículos automotores, que acumulou expansão de 26,2% em fevereiro e março, compensando parte da queda de 31,2% verificada em janeiro. Sob o critério da média móvel trimestral, houve recuo de 0,3% na produção industrial de janeiro a março. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 2,1% em março e, no acumulado em doze meses, 1,1%. Por outro lado, em relação a dezembro de 2008, mês que registrou a menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até março atinge 21,4%. No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, segundo dados dessazonalizados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), houve crescimento real de 3,6% em março em relação ao mesmo mês do ano anterior, com avanço de 0,7% do número de horas trabalhadas na mesma base de comparação.

6. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve crescimento de 3,8% na produção de bens de capital em março e alta de 3,4% na produção de bens de consumo duráveis. A produção de bens intermediários recuou 0,9% e a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis apresentou retração de 0,8%. No acumulado em doze meses até março, a produção de bens de capital recuou 1,5%; a de bens

consumo duráveis recuou 6,1%; a de bens intermediários se retraiu em 0,5%; e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis apresentou queda de 0,3%.

7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, ficou em 6,0% em abril, após registrar 6,2% em março e 5,7% em fevereiro. O índice de abril foi 0,4 p.p. inferior ao do mesmo mês do ano anterior. Os dados dessazonalizados pelo Banco Central apontam taxa de desocupação se deslocando de 5,8% em março para 5,6% em abril, valor próximo ao mínimo da série iniciada em março de 2002. Em doze meses, houve expansão de 1,8% na população ocupada e de 1,3% da população economicamente ativa. Na população ocupada, a proporção de empregados do setor privado com carteira de trabalho assinada – que vem crescendo de forma consistente nos últimos anos – atingiu 48,9% em abril, mas dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) continuam indicando certa moderação desse processo. De fato, em abril, houve criação de 217,0 mil postos de trabalho formais (ante 272,2 mil em abril de 2011). O crescimento mais lento da população economicamente ativa no período recente tem contribuído para a manutenção de taxas de desemprego baixas a despeito da moderação no ritmo de criação de vagas. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 6,2% em doze meses, embora tenha retraído 1,2% em abril. Como consequência, a massa salarial real, considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 8,1% em relação a abril de 2011. Em suma, o conjunto de dados disponíveis indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há sinais de moderação na margem.

8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 10,2% em março, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após registrar alta de 3,1% em fevereiro e de 8,3% em janeiro, na mesma base de comparação. Na comparação mês a mês, a série com ajuste sazonal indica que o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 0,6% em março, após recuo de 0,8% em fevereiro e crescimento de 1,8% em

janeiro. Assim, a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 6,7% em março. Os dez segmentos pesquisados mostraram expansão no volume de vendas no acumulado em doze meses, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (24,8%) e móveis e eletrodomésticos (16,4%). Desde outubro de 2011, a FGV, em parceria com o Banco Central, vem divulgando o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). Esse indicador fornece informação adicional importante, à medida que retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. Em abril, o índice evoluiu positivamente pelo segundo mês consecutivo, impulsionado pela melhora nas expectativas. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pela melhora no nível de confiança dos consumidores e pela expansão moderada do crédito.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 83,5% em abril para 83,7% em maio, 0,4 p.p. abaixo do observado em maio de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,0% em maio (2,7 p.p. abaixo do máximo registrado em junho de 2008). A utilização da capacidade apresenta-se mais intensa no setor de materiais de construção (87,2%), mas recua desde novembro de 2011. Já no setor de bens intermediários, o Nuci ficou em 85,3%, ante 82,5% registrados no setor de bens de capital e 83,4% no setor de bens de consumo. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 82,0% em fevereiro para 81,5% em março. Ainda de acordo com a FGV, a diferença entre a proporção de empresas que reportavam excesso de estoques e aquelas que reportavam estoques insuficientes apresentou alta em maio na série livre de influências sazonais, após quatro quedas consecutivas.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses se deslocou de US\$29,1 bilhões em março para US\$28,1 bilhões em abril. Esse resultado adveio de exportações de US\$259,3 bilhões e de importações de US\$231,2 bilhões, associadas a variações de 18,4% e de 18,0%,

respectivamente. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$52,2 bilhões em fevereiro para US\$49,8 bilhões em março, equivalente a 1,98% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$64,1 bilhões em doze meses até março, equivalente a 2,55% do PIB.

11. A economia mundial enfrenta período de incerteza acima da usual, com elevada aversão ao risco, e perspectivas de baixo crescimento. Desde a última reunião do Copom, mantiveram-se relativamente positivas as avaliações quanto à atividade nos Estados Unidos (EUA), mas permanecem os riscos associados ao cenário de contenção fiscal e ao recrudescimento da crise europeia. A despeito do substancial provimento de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE) no primeiro trimestre deste ano, persistem riscos elevados para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, bem como ao aumento da incerteza política. Esses riscos são evidenciados, por exemplo, em deslocamentos de liquidez privada entre países da Zona do Euro, bem como em elevados preços de ativos de economias com sólidos fundamentos. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas a necessidades de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações de política anticíclicas e à incerteza política se traduzem em projeções de baixo crescimento em economias maduras. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a março, aponta atividade frágil na Zona do Euro. No mesmo sentido, os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a abril sugerem moderação na atividade global. Na China, os indicadores de atividade para abril, em particular os de produção industrial e de corrente de comércio, apontam desaceleração ao longo do segundo trimestre. No que se refere à política monetária, as economias avançadas persistem com posturas fortemente acomodáticas. Os núcleos de inflação continuaram em níveis moderados nos EUA, na Zona do Euro e no Japão, haja vista as perspectivas relativamente moderadas para o nível de atividade nessas regiões. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista, o que

se conjuga, em alguns casos, com políticas anticíclicas adicionais.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a última reunião do Copom, mas se manteve acima de US\$100, refletindo, em parte, instabilidade política em importantes países produtores. 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. Conforme medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas recuaram 1,5% e 4,0%, respectivamente. Assim, em relação aos valores máximos observados em abril de 2011, as variações alcançam -18,7% e -23,2%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) acumula recuo de 10,1% até abril, ante o pico registrado em fevereiro de 2011. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi 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 a redução nas metas de crescimento da China, aliada à fragilidade da economia mundial, deve gerar algum impacto sobre preços de *commodities*.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) 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 abril;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2012,

foram mantidas em 1,5% e 1,3%, respectivamente, valores considerados na reunião de abril;

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

d) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013 foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de abril. 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 30 pontos base (p.b.) e 17 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e 2013, respectivamente.

14. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superavit primário de R\$139,8 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2012, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário de R\$155,9 bilhões (cerca de 3,10% do PIB), sem ajustes, em 2013, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário de 3,10% do PIB, sem ajustes.

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

16. No cenário central estão considerados os efeitos estimados decorrentes da atual deterioração do cenário externo sobre a economia brasileira, mas sem a observância de eventos extremos. Note-se que parte desse impacto estimado vem se manifestando em indicadores recentes de atividade econômica e de preços.

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2012 aumentou de 5,08% para 5,17%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação aumentou de 5,50% para 5,60%. 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 5,08%, 5,06% e 5,08% para 5,09%, 5,17% e 5,20%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,50%, 5,73% e 5,30% para 5,50%, 5,80% e 5,44%, na mesma ordem.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,05/US\$ e da taxa Selic em 9,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 se reduziu em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril e se encontra em torno 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 diminuiu e se encontra em torno do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação se manteve estável no cenário de referência e recuou no de mercado, mas ainda se posiciona, nos dois casos, acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

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

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

20. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, e ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. 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 prazo. 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.

21. 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, de modo geral, pouco se alteraram as restrições às quais estavam expostas diversas economias maduras. 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, até agora, o Comitê avalia que o cenário internacional tem manifestado viés desinflacionário.

22. 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, moderação da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos e condições de crédito mais restritivas. Também constitui canal de transmissão de grande importância a repercussão sobre a confiança de empresários. O Comitê entende que os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somaram aos da moderação da atividade doméstica. 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.

23. O Copom pondera, entretanto, que, embora a expansão da demanda doméstica também tenha moderado, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica neste e nos próximos semestres, com alguma assimetria entre os diversos setores. Essa avaliação encontra suporte em sinais que apontam expansão moderada da oferta de crédito tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, e no fato de a confiança de consumidores e, em menor escala, de empresários se encontrar 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.

24. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses, que começou a recuar no último trimestre do ano passado, tende a seguir

em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que a inversão na tendência da inflação contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial as dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação neste e nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento tende a ser potencializada pela moderação observada nos últimos trimestres na dinâmica dos preços ao produtor.

25. 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 e a percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.

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

27. 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.

28. O Copom avalia que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava, e que a

recuperação tem se materializado de forma bastante gradual. Além disso, nota que eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, e que continuam elevados os 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, manteve sinais favoráveis. O Comitê ressalta também que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012.

29. Em suma, o Copom considera que, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação. O Comitê nota ainda que, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionária.

30. Diante disso, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 8,50% a.a., sem viés. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini, Presidente, Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva e Sidnei Corrêa Marques.

31. O Copom avalia que a demanda doméstica tende a se apresentar robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política 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 o ainda frágil 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.

32. 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.

33. 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.

34. Diante do exposto, mesmo considerando que a recuperação da atividade vem ocorrendo mais lentamente do que se antecipava, o Copom entende que, dados os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deve ser conduzido com parcimônia.

35. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 10 de julho 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

36. O IPCA-15 registrou elevação de 0,51% em maio, ante 0,43% em abril, acumulando alta de 2,39% no ano e de 5,05% em doze meses, ante 5,25% em abril, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu aceleração dos preços livres e monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,53% em maio ante 0,46% em abril, o movimento decorreu da aceleração dos preços de bens comercializáveis, de 0,23% para 0,79%, enquanto os preços de produtos não comercializáveis desaceleraram de 0,66% para 0,30%, influenciados pela desaceleração da taxa relativa a serviços, com variação de 0,26%, ante 0,69% em abril. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,44% em maio, ante 0,35% em abril. A variação mensal do IPCA-15 decorreu, principalmente, do aumento dos preços dos grupos alimentação e bebidas, principal responsável pela elevação do índice em maio, com contribuição de 0,14 p.p., ante 0,07 p.p. em abril, despesas pessoais e habitação, com contribuições de 0,13 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente. O índice de difusão situou-se em 63,29% em maio, ante 62,74% em abril.

37. Considerados períodos de doze meses até maio, os preços livres apresentaram ligeira aceleração, de 5,50% para 5,54%, enquanto os preços monitorados desaceleraram em relação a abril, de 4,60% para 3,79%. A evolução dos preços livres refletiu o maior efeito da aceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 3,74% para 4,03%, enquanto os preços dos produtos não comercializáveis registraram desaceleração, de 7,08% para 6,90%. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,28% no acumulado de doze meses até maio, ante 7,67% e 7,56%, em períodos correspondentes até abril e março.

38. O Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) variou 1,02% em maio, após alta de 0,85% em abril, de acordo com a FGV, com aceleração nos preços ao produtor amplo (IPA) e nos custos da construção (INCC) e desaceleração nos preços ao consumidor (IPC). O indicador acumula elevação de 2,51% no

ano, ante 3,33% no mesmo período de 2011, e de 4,26% em doze meses, comparativamente a 3,65% nos doze meses encerrados em abril.

39. O IPA-M variou 1,17% no mês, ante 0,97% em abril, acumulando alta de 2,24% no ano e de 3,62% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários variaram 0,85% em maio, ante 1,18% no mês anterior, acumulando elevação de 3,87% no ano e de 3,75% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 1,29% no mês, ante 0,89% em abril, acumulando 1,66% no ano e 3,57% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários evidenciou, em especial, o impacto da variação do preço da soja, de 10,05%, com contribuição de 0,48 p.p. para o IPA-M. Entre os preços dos produtos industriais, a principal influência foi exercida por produtos químicos, com aumento de 2,71% e contribuição para o índice mensal de 0,26 p.p.

40. O IPC-M registrou elevação de 0,49% em maio, ante 0,55% em abril, acumulando aumento de 2,79% no ano, comparativamente a 4,12% em igual período de 2011, e de 4,81% em doze meses. A variação do IPC-M em maio foi influenciada, principalmente, pela alta de 0,48% no grupo habitação, que contribuiu com 0,12 p.p. para o índice mensal. O INCC-M variou 1,3% no mês, ante 0,83% no mês anterior, resultado de aceleração nos custos de mão de obra, de 1,08% para 2,22%, e do arrefecimento nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,58% para 0,35%. O INCC-M acumulou altas de 3,63% no ano e de 7,16% em doze meses.

41. Três das cinco medidas de núcleo do IPCA-15 calculadas pelo Banco Central apresentaram aceleração no mês, enquanto, no período de doze meses encerrados em maio, a tendência de desaceleração, registrada nos últimos meses para todos os critérios, foi observada em três das cinco medidas. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,54% no mês ante 0,45% em abril, acumulando alta de 5,84% no período de doze meses encerrado em maio ante 5,81% no mês anterior. O núcleo por exclusão de monitorados e alimentação no domicílio aumentou 0,47% ante 0,49% em abril, com elevação de 5,77% em doze meses ante 5,73% em abril. O

núcleo de médias aparadas com suavização variou 0,48% em maio ante 0,37% em abril, acumulando, em doze meses, 6,19% e 6,28%, respectivamente. O núcleo de médias aparadas sem suavização cresceu 0,41% ante 0,38% em abril, acumulando, em doze meses, 4,90% e 4,97%, respectivamente. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,43% em maio após alta de 0,48% em abril, registrando variação acumulada em doze meses de 5,87% ante 6,05% no mês anterior.

42. O IPP/IT avançou 1,38% em abril após alta de 1,04% em março e aumento de 0,28% em abril de 2011. O IPP/IT acumulou alta de 1,55% no ano em comparação com 1,69% no mesmo período do ano passado e alta de 2,47% em doze meses encerrados em abril ante 1,36% no mês anterior. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pelas altas nos preços associados às divisões industriais de fabricação de produtos alimentícios, outros produtos químicos e fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis, com contribuições de 0,53 p.p., 0,30 p.p. e de 0,15 p.p., respectivamente, para o índice. A variação do índice no período de doze meses encerrado em abril refletiu, principalmente, elevações associadas às contribuições das indústrias de alimentos, 1,39 p.p., veículos automotivos, 0,35 p.p., e bebidas, 0,28 p.p., contrabalançadas pelas contribuições das indústrias de metalurgia, -0,26 p.p., têxteis, -0,2 p.p., e equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, -0,18 p.p.

43. O Índice Commodities – Brasil (IC-Br) avançou 0,58% em abril, refletindo a valorização de 0,65%, 0,28% e 0,41% dos subíndices agropecuária, metal e energia, respectivamente. Em doze meses, o índice acumula desvalorização de 5,21%, com recuos de 5,96% no subíndice formado por produtos agrícolas e de 8,87% no de commodities metálicas, enquanto o de energia valorizou-se 2,48% no mesmo período.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou queda de 0,35% em março ante fevereiro, considerados dados dessazonalizados. No primeiro trimestre, o índice apresentou elevação de 0,15% em relação ao último trimestre de 2011, quando havia crescido 0,20% no mesmo tipo de

comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou expansão de 0,91% no mês em relação a março de 2011 ante alta de 0,86% registrada em fevereiro, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevação de 1,06% no ano e de 1,84% nos últimos doze meses finalizados em março.

45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, registraram elevação de 0,6% em março em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após variações de -0,8% (revisada) em fevereiro e de 1,8% em janeiro. Com esse resultado, o primeiro trimestre do ano apresentou crescimento de 3% em relação ao último trimestre de 2011. Por segmento, observou-se elevação mensal nas vendas de quatro dos dez segmentos pesquisados, com destaque para o aumento de 2,3% em artigos farmacêuticos e médicos e de 1,2% em móveis e eletrodomésticos. Em oposição, as maiores retrações foram registradas nas vendas de livros, jornais, revistas e papelaria, 7,1%, e de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 6,9%. No ano, o comércio ampliado cresceu 7,3%. As vendas do comércio varejista apresentaram elevação de 0,2% em março comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após estabilidade em fevereiro e alta de 3,2% em janeiro (revisadas), na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 4,1% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 10,3% no ano e de 7,5% no acumulado de doze meses.

46. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 10,2% em março, com expansão em todos os segmentos, com ênfase em equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 30,5%; móveis e eletrodomésticos, 21,2%; material de construção, 16,2%; artigos farmacêuticos e médicos, 14,1%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, 12,2%. No período de doze meses encerrado em março, o comércio ampliado registrou crescimento de 6,7%, com destaque para o aumento das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 24,8%; móveis e eletrodomésticos, 16,4%; artigos farmacêuticos e médicos, 10%; e material de construção, 9,1%.

47. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 3,7% em abril, após queda de 5,8% em março e de 3,4% em fevereiro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em abril, houve recuo de 7,3%, ante expansão de 3,5% no terminado em janeiro. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos declinaram 3,3%, resultado de quedas nos segmentos de caminhões, 9,2%; automóveis, 3,4%; ônibus, 2,3%; e comerciais leves, 1,8%.

48. 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 6,9% em abril. A análise dos dados observados indicou elevação de 4,8% em relação a abril do ano anterior, de 4,4% no acumulado do ano e de 6,4% em doze meses.

49. A produção de bens de capital cresceu 3,8% em março, acumulando queda de 9% no trimestre relativamente ao último trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Contribuíram para o desempenho da categoria no mês, a elevação na produção de equipamentos para os setores de energia elétrica, 19,3%, e de transporte, 9,2%, em oposição à retração de 13,9% na produção de peças agrícolas.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou elevação mensal de 0,1% em março, acumulando retração de 0,3% no trimestre, em relação ao finalizado em dezembro, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento aumentou 4,9% em relação a março de 2011, com altas acumuladas de 3,3% no ano e de 3,6% em doze meses.

51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$138,5 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em março, 17,5% inferior ao resultado de igual período de 2011, condicionados pela retração de 48,6% nos recursos destinados à indústria

de transformação. No período, o setor de infraestrutura absorveu 40% do total dos recursos liberados, seguido pelos de indústria, 31%; comércio e serviços, 22%; e agropecuária, 7%.

52. A produção física da indústria geral apresentou variação mensal de -0,5% em março, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após elevação de 1,3% (revisada) em fevereiro, repercutindo retrações de 1,8% na indústria extrativa e de 0,4% na indústria de transformação. Por categorias de uso, registrou-se queda na produção de bens intermediários, 0,9%, e na de bens de consumo semi e não duráveis, 0,8%, enquanto as de bens de capital e de bens de consumo duráveis cresceram 3,8% e 3,4%, respectivamente. Das vinte e seis atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, dezessete apresentaram queda no mês, com ênfase para os segmentos de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 10,1%; de edição, impressão e reprodução, 7,1%; e de material eletrônico e equipamento de comunicação, 6,9%. Em oposição, o setor de veículos automotores registrou a maior expansão mensal, 11,5%. A produção da indústria recuou 0,5% no primeiro trimestre do ano em relação ao último trimestre de 2011, quando havia decrescido 1,6%, refletindo retração de 3,3% na indústria extrativa e estabilidade na indústria de transformação. A evolução trimestral foi influenciada especialmente pelo desempenho da indústria de veículos automotores, com variação negativa de 18,8% no período. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou retração de 2,1% no mês ante igual período do ano anterior, de 2,9% no acumulado do ano e de 1,1% em doze meses, repercutindo desempenho desfavorável, principalmente, da indústria de bens de consumo duráveis.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84% em maio, com expansão de 0,1 p.p. em relação a abril, segundo dados dessazonalizados da FGV. O avanço mensal decorreu de elevação em todas as categorias de uso, ressaltando os acréscimos respectivos de 0,7 p.p. e de 0,6 p.p. nos segmentos de bens de capital e de bens de consumo duráveis, respectivamente. Considerada a série observada, o Nuci apresentou queda de 0,4 p.p. em relação a maio de 2011, resultado de decréscimo nos indicadores das

indústrias de bens de capital, 2,1 p.p.; de material de construção, 1,3 p.p.; de bens de consumo, 0,1 p.p.; e de bens intermediários, 0,6 p.p.

54. A produção de automóveis montados atingiu 260,8 mil unidades em abril, representando variações de -2,3% em relação a março e de -0,9% no trimestre encerrado em abril, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou retrações de 7,5% em relação a abril de 2011, de 10,1% no acumulado do ano e de 3,9% em doze meses.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de automóveis nacionais registrou recuo de 3% em relação a março e de 6,4% no trimestre encerrado em abril ante o trimestre anterior, dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, ocorreu decréscimo de 11,4% em relação a abril de 2011, de 5,8% no acumulado do ano e de 4,4% em doze meses. As exportações de automóveis montados somaram 48,7 mil unidades em abril, representando queda de 0,5% em relação a igual mês do ano anterior e de 4,9% no acumulado do ano e crescimento de 3,1% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações cresceram 7,7% no mês e recuaram 6,2% no trimestre encerrado em abril em relação ao finalizado em janeiro.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a abril, a safra de grãos do país deverá totalizar 159,3 milhões de toneladas em 2012, o que representou redução de 0,5% em relação à de 2011 e elevação de 0,5% em relação à estimativa de março. O novo prognóstico apresentou perspectiva mais favorável para a segunda safra de milho, com acréscimo de 5,9% em comparação à estimativa do mês anterior, contrastando com as previsões para os cultivos de feijão e trigo, que sofreram redução de 8,4% e 6,7%, respectivamente, na mesma base de comparação. Em relação à safra de grãos de 2011, o novo levantamento estima expansão de 19,5% para o milho, em oposição aos decréscimos respectivos de 15,9%, 13,8%, 11,4% e 8,3% nas colheitas de trigo, arroz, soja e feijão.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, registrou retração de 1,2% em maio, em relação a abril, alcançando 127,1 pontos, influenciado pelas reduções de 1,8% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,1% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a maio de 2011, o ICC registrou alta de 9,7%, resultado de variações de 6% no ISA e de 12,3% no IE.

58. O ICS, calculado pela FGV, recuou 4,8% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior, atingindo 128,8 pontos, em consequência da retração de 8,3% no ISA e de 1,9% no IE. Na comparação com março, o ICS apresentou recuo de 0,9% em abril, sem ajuste sazonal, resultado de queda de 0,6% e de 1,2% no ISA e no IE.

59. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 127 pontos em abril, representando queda de 5% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de variações de -2,1% no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de -6,9% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em abril, o ICOM registrou contração de 4,4% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pela retração de 3,7% no ISA-COM e de 4,8% no IE-COM.

60. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou alta de 0,1% em maio em relação a abril, situando-se em 103,4 pontos, resultado do aumento de 0,9% no IE e da redução de 0,5% no ISA. Em relação a maio de 2011, o ICI recuou 6%, resultado de retração de 7,2% no ISA e de 4,8% no IE.

61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 123,5 pontos em abril, 9,3% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retrações de 11% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 7,9% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em abril, o ICST registrou contração de 6,8%, comparativamente ao

mesmo período de 2011, repercutindo recuo de 8,6% no ISA-ICST e de 5,3% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 217 mil empregos formais em abril, dos quais 82,9 mil no setor de serviços; 40,6 mil na construção civil; 33,7 mil no comércio; 30,3 mil na indústria de transformação; e 21,9 mil na agropecuária. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento de 0,2% em relação a março, dados dessazonalizados pelo Banco Central. No acumulado do ano, foram geradas 598,2 mil vagas e em doze meses, 1,4 milhão, ante 797,8 mil e 2 milhões, na ordem, em iguais períodos de 2011.

63. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 6% em abril, representando retração de 0,2 p.p. em relação a março e de 0,4 p.p. comparativamente a abril de 2011. O resultado mensal decorreu de elevação de 0,3% na ocupação e de 0,1% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o desemprego atingiu 5,6% em abril, ante 5,8% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou redução de 1,2% em relação ao mês anterior, e elevação de 6,2% comparativamente a abril de 2011, e de 4,7% no acumulado do ano. A massa salarial real apresentou variações de -0,9%, 8,1%, e 6,8%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

64. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.100 bilhões em abril, com expansões de 1,2% no mês, de 3,5% no ano e de 18,1% em doze meses, correspondendo a 49,6% do PIB. A carteira de operações referenciadas em recursos livres, que responderam por 64,1% do total do sistema financeiro, cresceu 1,3% no mês, 3,5% no ano e 15,9% em doze meses, decorrentes de acréscimos respectivos de 0,8%, de 3,9% e de 15,4% no saldo das operações

com pessoas físicas e de variações de 1,7%, de 3,1% e de 16,4%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados assinalaram elevações respectivas de 1,1%, de 3,4% e de 22,4% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,1%, de 10,7% e de 40,9% nos financiamentos habitacionais, nas mesmas bases de comparação.

65. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 35,3% em abril, após redução de 2 p.p. no mês e de 4,5 p.p. em doze meses. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 42,1% e 26,3%, assinalando retrações respectivas de 2,3 p.p. e de 1,4 p.p. em relação a março e de 4,7 p.p., em ambos os casos, na comparação com abril de 2011.

66. O prazo médio das operações de crédito referencial recuou um dia, ao atingir 500 dias em abril. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas diminuiu dois dias, para 402 dias, enquanto o referente a pessoas físicas cresceu um dia, atingindo 606 dias.

67. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, alcançou 5,8% em abril, ao elevar-se 0,1 p.p. no mês e 0,9 p.p. em relação a abril do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 7,6% no mês, com aumento de 0,2 p.p. em relação a março e de 1,5 p.p. em doze meses, enquanto o relativo a pessoas jurídicas situou-se em 4,1%, registrando-se estabilidade no mês e expansão de 0,4 p.p. na comparação com igual mês de 2011.

Ambiente externo

68. Desde a última reunião do Copom, a economia mundial segue com perspectiva de baixo crescimento. Nesse contexto, a avaliação dos gerentes de compra, expressa pelo PMI global, recuou pelo segundo mês consecutivo, atingindo 52,2 pontos em abril, o mais baixo valor dos últimos cinco meses. Nos EUA, a variação anualizada do PIB desacelerou para 2,2% no primeiro trimestre do ano, apesar dos aumentos do consumo privado e das exportações. No mercado de trabalho, observou-se a continuidade do processo de desaceleração da criação de postos de trabalho da

economia americana que, em termos líquidos, recuou para 115 mil em abril, abaixo das expectativas. Na Zona do Euro, que registrou crescimento nulo no primeiro trimestre, houve recuo mensal da produção industrial em março, -0,3%, e continuidade da deterioração do PMI composto, cuja avaliação preliminar de maio apontou recuo para 45,9 pontos, o mais baixo valor dos últimos 35 meses. A taxa de desemprego atingiu 10,9% em março. No Japão, o PIB anualizado do primeiro trimestre superou as expectativas, registrando expansão de 4,1%, com destaque para as melhoras do consumo privado, das exportações e do investimento governamental. Por outro lado, em abril, observaram-se a diminuição do PMI composto para 51,3 pontos, após atingir o recorde da série histórica, 53,2 pontos, no mês anterior; a retração da balança comercial, que apresentou déficit de ¥520 bilhões; e o recuo das vendas nos varejo, -0,3%, após retração de 1,2% no mês anterior. Na China, permaneceu a tendência de desaceleração dos indicadores de atividade, em especial do comércio exterior, mas também da formação bruta de capital fixo e da produção industrial.

69. Nos mercados financeiros observa-se elevada aversão ao risco, pois permanecem os riscos associados ao cenário de contenção fiscal e ao recrudescimento da crise europeia. Na Europa, a crise da dívida segue com o impasse político na Grécia e com os sinais de fragilidade do sistema bancário na Espanha, o que elevou os prêmios de risco desse país, dificultando o acesso ao mercado de dívida soberana. Nesse cenário, o dólar avançou em relação ao euro e às moedas de países emergentes, enquanto os rendimentos anuais dos papéis de 10 anos nos EUA e na Alemanha alcançaram, em maio, os menores valores das respectivas séries históricas.

70. Houve, no período, redução nos preços internacionais de commodities. Adicionalmente, os preços das commodities agropecuárias foram influenciados por perspectivas favoráveis para a próxima safra, enquanto as cotações das commodities energéticas também responderam ao aumento da produção de petróleo pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e ao aumento dos estoques de óleo nos EUA, que, desde a última reunião do Copom, atingiram níveis somente antes alcançados em 1990.

71. Desde a última reunião do Copom, observou-se continuidade do processo de desinflação global, com declínio dos índices anuais de preços ao consumidor (IPC), pela ordem, para 2,3%, 2,6% e 3,0%, em abril, nos Estados Unidos, na Área do Euro e no Reino Unido, economias em que as taxas de juros oficiais seguem nas mínimas históricas. No Japão, onde a taxa de juros oficial permanece em patamar virtualmente nulo, o Banco do Japão (BoJ) optou pela reedição de medidas de expansão quantitativa, tendo ampliado em ¥5 trilhões, para ¥70 trilhões, seu programa de compra de ativos. Entre as principais economias emergentes, exceção feita à Índia, a inflação ao consumidor também seguiu trajetória descendente. Neste contexto, desde a última reunião do Copom, as taxas de juros oficiais permaneceram, majoritariamente, inalteradas. Na China, onde a inflação voltou a recuar em abril, embora o Banco Popular da China (BPC) não tenha alterado a taxa básica de juros, a taxa de recolhimento compulsório foi reduzida, pela segunda vez no ano, em 0,5 p.p., recuando a 18% e 20%, respectivamente, para pequenos e grandes bancos.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira registrou superavit de US\$882 milhões em abril, resultado de exportações de US\$19,6 bilhões e de importações de US\$18,7 bilhões. O saldo acumulado no ano totalizou US\$3,3 bilhões ante US\$5 bilhões em igual período de 2011, refletindo elevação de 2% nas exportações e de 4,8% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio cresceu 3,4% no ano, somando US\$146 bilhões ante US\$137,8 bilhões em igual período de 2011.

73. As reservas internacionais atingiram US\$374,3 bilhões em abril, aumento de US\$9,1 bilhões em relação a março e de US\$22,3 bilhões comparativamente a dezembro de 2011. No mês, o Banco Central realizou compras líquidas de US\$7,2 bilhões no mercado doméstico de câmbio à vista.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de abril, a curva de juros doméstica apresentou declínio em toda a sua

extensão. A queda das taxas nesse período foi influenciada, no âmbito doméstico, pela perspectiva de extensão do ciclo de afrouxamento monetário e pela divulgação de dados de atividade indicando baixo dinamismo da economia. Também contribuiu para esse movimento a piora do cenário externo, principalmente em razão do agravamento da crise em países da Zona do Euro. Entre 16 de abril e 28 de maio, as taxas de juros de um, três e seis meses recuaram 0,50 p.p., 0,57 p.p. e 0,64 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos cederam 0,59 p.p., 0,65 p.p. e 0,65 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 3,10% em 16 de abril para 2,50% em 28 de maio devido, principalmente, à redução das taxas nominais.

75. Entre 17 de abril e 28 de maio, o Banco Central realizou leilões de swap cambial tradicional de vencimento em 1º de junho, 2 de julho e 1º de agosto de 2012. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$5,4 bilhões, levando o Banco Central a assumir posição passiva em câmbio no montante equivalente a US\$2,3 bilhões em valor nocional.

76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 17 de abril a 28 de maio, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$15,2 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou de R\$144,2 bilhões, entre 6 de março e 16 de abril, para R\$128,7 bilhões, entre 17 de abril e 28 de maio. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 13 e 29 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$293,8 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em trinta oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$46,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$479,4 bilhões, entre 6 de março e 16 de abril, para R\$468,8 bilhões, entre 17 de abril e 28 de maio. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de

recompra recuou de R\$488,4 bilhões em 16 de abril para R\$445,2 bilhões em 28 de maio. Os principais fatores que contribuíram para a contração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

77. Entre 17 de abril e 28 de maio, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$40,6 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$31,1 bilhões,

sendo R\$27,3 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2013, 2014 e 2016, e R\$3,8 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2018 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$0,8 bilhão, 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\$8,7 bilhões.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Participantes da Reunião 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

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Sidnei Corrês Marques
Diretor

Participantes da Reunião 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

Luiz Edson Feltrim

Diretor

Sidnei Corrêa Marques

Diretor

Chefes de Departamento

Adriana Soares Sales

Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Bruno Walter Coelho Saraiva

Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)

Daso Maranhão Coimbra

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

João Henrique de Paula Freitas Simão

Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira

Chefe do Departamento das Reservas Internacionais (Depin)

Renato Jansson Rosek

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

Tulio José Lenti Maciel

Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Demais participantes

Gustavo Paul Kurrele

Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso

Chefe de Gabinete do Presidente (Gapre)

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
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
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	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	Comitê Federal de Mercado Aberto
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
GFSM	<i>Government Finance Statistic Manual</i>
HP	Hodrick e Prescott
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/ Índice da Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
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
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
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
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto sobre o Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-C	Nota do Tesouro Nacional – Série C
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PNEA	População Não Economicamente Ativa

PSI	Programa de Sustentação do Investimento
RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>