

Relatório de Inflação

Setembro 2012

Volume 14 | Número 3



Relatório de Inflação

Setembro 2012

Volume 14 | Número 3



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 14	nº 3	set.	2012	p. 1-147
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos e os correspondentes quadros estatísticos e gráficos são de responsabilidade dos seguintes componentes:

Departamento Econômico (Depec)

(E-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

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 3.

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	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	17
1.6 Conclusão	18
Preços	23
2.1 Índices gerais	23
2.2 Índices de preços ao consumidor	24
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo	24
2.3 Preços monitorados	25
2.4 Núcleos	25
2.5 Expectativas de mercado	26
2.6 Conclusão	27
Políticas creditícia, monetária e fiscal	29
3.1 Crédito	29
Operações de crédito com recursos direcionados	30
Operações de crédito com recursos livres	30
Taxas de juros e inadimplência	31
3.2 Agregados monetários	31
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	32
Mercado de capitais	33
3.3 Política fiscal	33
Necessidades de financiamento do setor público	34
Operações do Banco Central no mercado aberto	36

Dívida mobiliária federal	36
Dívida Líquida do Setor Público	37
3.4 Conclusão	38

Economia internacional **43**

4.1 Atividade econômica	43
4.2 Política monetária e inflação	45
4.3 Mercados financeiros internacionais	46
4.4 <i>Commodities</i>	48
4.5 Conclusão	49

Setor externo **55**

5.1 Movimento de câmbio	56
5.2 Comércio de bens	56
5.3 Serviços e renda	58
5.4 Conta financeira	59
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	61
5.6 Conclusão	62

Perspectivas para a inflação **69**

6.1 Determinantes da Inflação	70
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	76
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	84

Boxes

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2012	19
Projeções da Dívida Líquida do Setor Público e da Dívida Bruta do Governo Geral	39
Evolução Recente nos Preços de <i>Commodities</i> Agrícolas	51
Exportações Brasileiras por Destinos	63
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2012	66
Evolução da Taxa de Juros Real de Equilíbrio no Brasil	89
Projeção de Inflação Utilizando Modelo Semiestrutural Desagregado:	
Bens Comercializáveis e Não Comercializáveis	98
Revisão dos Modelos de Vetores Autorregressivos com Fundamentação Econômica – 2012	104

Anexo **111**

Apêndice **141**

Apresentação

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

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

Sumário executivo

A economia global segue com perspectiva de baixo crescimento por um período de tempo prolongado. Nos Estados Unidos, a despeito de o mercado imobiliário ter apresentado sinais de melhora em meses recentes, o ritmo de atividade segue influenciado por risco de contenção fiscal e de fragilidade do mercado de trabalho, que se somam aos associados à crise europeia. Na Zona do Euro, embora iniciativas recentes tenham contribuído para reduzir a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, permanecem incertezas políticas e o ceticismo sobre a solidez do sistema bancário em alguns países da região, o que sustentam perspectivas desfavoráveis para a atividade. Nesse contexto, nas economias maduras, restrições no espaço de utilização de políticas contracíclicas, mercado de trabalho debilitado, destruição de riqueza e mercado de crédito ainda restritivo compõem o cenário de baixo crescimento.

As expectativas de crescimento de economias emergentes continuam apontando ritmo de atividade moderado em países da América Latina e da Ásia, em parte, reflexo do baixo crescimento das economias maduras. Em casos específicos, observam-se mudanças no padrão de crescimento – com menor ênfase em exportações – que tendem a ser permanentes. Note-se ainda que, o cenário para a economia chinesa (e para a indiana) se apresenta mais desafiador do que se antecipava. Nesse contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes, o ritmo da atividade tem moderado.

Os preços internacionais das *commodities*, de forma geral, aumentaram desde a divulgação do último Relatório. No caso específico das *commodities* agrícolas, em grande parte, reflexo de choques negativos de oferta, cujos efeitos podem ser potencializados por recentes ações não convencionais de política monetária. Por outro lado, a moderação da atividade na China, aliada à fragilidade da economia mundial, tende a conter pressões altistas sobre os

preços de *commodities*. Além disso, é plausível antecipar a reversão, ainda que parcial, desses choques de oferta. Nesse sentido, o cenário central contempla dinâmica relativamente benigna para os preços dos alimentos no médio prazo, embora a instabilidade dos preços de produtos *in natura* e de grãos constitua fator de risco.

No Brasil, a recuperação tem se materializado de forma gradual, mas o ritmo de atividade tende a se intensificar neste semestre e no próximo ano, com alguma assimetria entre os diversos setores. De um lado, os eventos externos se transmitem para a economia brasileira, entre outros canais, via confiança, fluxos de comércio exterior e de investimentos. Por outro, 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. 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.

Em meses recentes, a expansão do mercado de crédito seguiu em ritmo moderado, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas.

No que se refere à política fiscal, iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para ligeiramente expansionista. O Copom avalia que a geração de superavit primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação solidifica a tendência de redução da dívida pública. Dessa forma, seu custo de financiamento tende a recuar, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimulará o investimento privado no médio e longo prazo. O Comitê reafirma que seu cenário prospectivo para a inflação está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais.

Em relação a transações correntes, o déficit acumulado em doze meses atingiu US\$52,0 bilhões em julho, equivalente a 2,2% do Produto Interno Bruto (PIB). Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$29,3 bilhões. Note-se que os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$66,3 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 2,8% do PIB.

A inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses, alcançou 5,24% em agosto, 1,98 pontos percentuais (p.p.) abaixo da registrada no mesmo mês de 2011. Os preços livres variaram 5,75% em doze meses até agosto (2,11 p.p. inferior à inflação de agosto de 2011) e os administrados por contrato e monitorados, 3,77% (1,94 p.p. inferior). A trajetória dos preços livres foi influenciada pela elevação de 8,86% dos preços do grupo alimentos e bebidas – em parte devida a fatores climáticos, externos e domésticos.

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 se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear.

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 6 de setembro de 2012 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,05/US\$ e meta para a taxa Selic em 7,50% a.a., projeta inflação de 5,2% em 2012, de 4,9% em 2013 e de 5,1% para o terceiro 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 5,2% em 2012, de 4,8% em 2013 e de 5,0% para o terceiro trimestre de 2014.

No que se refere ao balanço de riscos, o Copom avalia que, apesar de manifestar viés inflacionário no curto prazo, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo. No âmbito doméstico, o Comitê entende que, desde o último Relatório, vistos em conjunto, os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos neutro.

Sobre transmissão de política monetária, o Copom destaca que o cenário central contempla as evidências de deslocamento, para baixo, 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 – negociados nos mercados domésticos ou internacionais. O Comitê avalia, adicionalmente, que, na grande maioria dos casos, também apontam nessa direção variáveis mencionadas pela literatura como determinantes de declínio na taxa neutra.

Diante do exposto e considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento projetado do PIB acumulado em quatro trimestres é de 1,6% para 2012 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 3,3% em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2013.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2012			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,7	-0,8	1,6	1,4
Combustíveis e lubrificantes	2,3	-0,8	1,2	1,2
Hiper, supermercados	-0,6	0,0	0,9	0,8
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	0,3	1,6	2,4
Móveis e eletrodomésticos	1,3	-3,2	5,2	0,7
Artigos farmacêuticos, médicos	1,0	0,9	1,8	0,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-2,5	7,6	4,6	-0,7
Equipamentos e materiais para escritório	1,8	1,5	-12,5	9,7
Outros artigos de uso pessoal	0,0	-0,4	0,4	0,3
Comércio ampliado	0,9	0,1	6,2	-1,5
Materiais de construção	1,9	-10,1	1,3	1,0
Automóveis e motocicletas	0,8	2,7	23,9	-8,9
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	2,6	1,5	0,9	1,3
Combustíveis e lubrificantes	2,9	2,6	2,8	1,8
Hiper, supermercados	3,5	1,2	-0,9	0,3
Tecidos, vestuário e calçados	0,7	1,3	1,9	3,5
Móveis e eletrodomésticos	3,7	1,8	1,8	1,5
Artigos farmacêuticos, médicos	3,3	3,9	3,9	3,7
Livros, jornais, revistas e papelaria	-6,9	-6,3	-1,1	6,7
Equipamentos e materiais para escritório	0,6	-4,1	-5,1	-5,7
Outros artigos de uso pessoal	2,7	0,6	-0,4	-0,3
Comércio ampliado	1,4	1,1	3,2	4,6
Material de construção	4,7	0,0	-4,0	-7,6
Automóveis e motocicletas	-3,8	-2,7	9,0	15,3
No ano				
Comércio varejista	9,2	9,0	9,1	8,8
Combustíveis e lubrificantes	3,6	4,3	4,7	5,1
Hiper, supermercados	9,3	9,2	9,5	8,9
Tecidos, vestuário e calçados	0,4	1,3	1,1	1,8
Móveis e eletrodomésticos	15,0	13,7	14,1	13,8
Artigos farmacêuticos, médicos	10,4	10,8	10,9	11,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	3,4	3,2	4,0	4,3
Equipamentos e materiais para escritório	31,5	28,1	17,0	16,2
Outros artigos de uso pessoal	7,5	7,7	7,5	7,3
Comércio ampliado	6,2	5,9	7,0	7,5
Materiais de construção	13,3	11,2	9,3	8,7
Automóveis e motocicletas	-0,3	-0,4	3,1	5,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu, na margem, 0,4% no segundo trimestre do ano, ante 0,1% no trimestre encerrado em março, resultado sustentado pela demanda doméstica, em cenário de contribuição negativa do setor externo. A evolução de indicadores coincidentes no terceiro trimestre do ano aponta intensificação da atividade, em grande parte, devido aos efeitos das ações de política recentemente implementadas.

1.1 Comércio

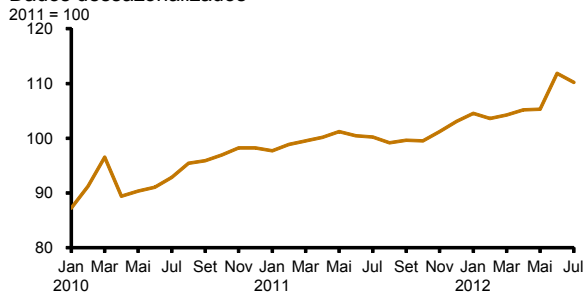
Os indicadores do comércio permaneceram em elevação, em parte devido ao impacto de medidas de estímulo. Nesse contexto, o comércio ampliado cresceu 4,6% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia expandido 1,4%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ocorreram resultados positivos em sete dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos e motos, partes e peças, 15,3%; livros, jornais, revistas e papelaria, 6,7%; e artigos farmacêuticos, médicos, de perfumaria e cosméticos, 3,7%. Em oposição, ressaltam-se os recuos nas vendas de material para construção, 7,6% e equipamentos e material para escritório e comunicação, 5,7%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 1,3%, ante 2,6% no trimestre encerrado em abril, desaceleração associada, em especial, ao recuo de 0,7% registrado na região Sul.

Outros indicadores sugerem continuidade da expansão do setor nos próximos meses. As vendas reais do setor supermercadista, com participação de 32% na PMC, cresceram 0,7% no trimestre finalizado em julho de 2012, em relação ao encerrado em abril, quando haviam crescido

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

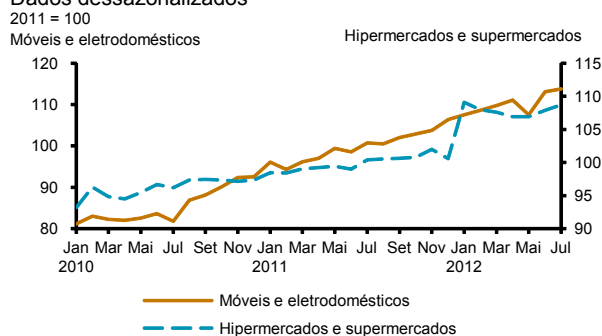
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

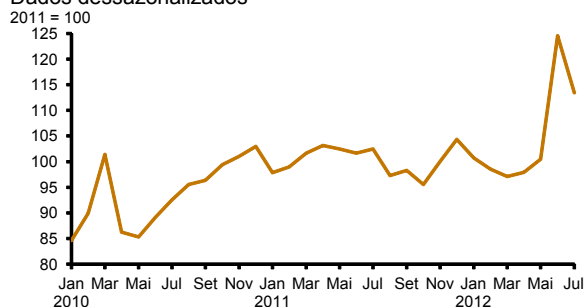
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

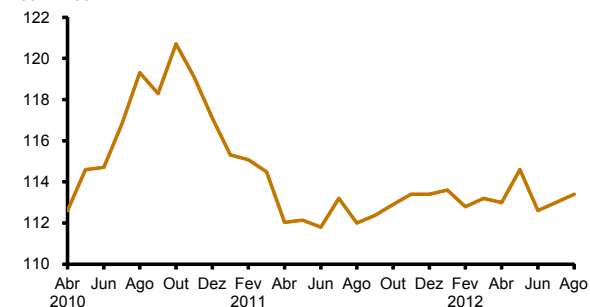
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor

2011 = 100



Fonte: CNI

3,9%, no mesmo tipo de análise, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abas). 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 4,6% e 2,7% nos períodos considerados.

De acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas de automóveis e comerciais leves, favorecidas pelas medidas de estímulo fiscal adotadas recentemente, registraram elevação de 36,5% no trimestre encerrado em agosto de 2012, em relação ao terminado em maio, quando haviam recuado 7,7%, no mesmo tipo de comparação.

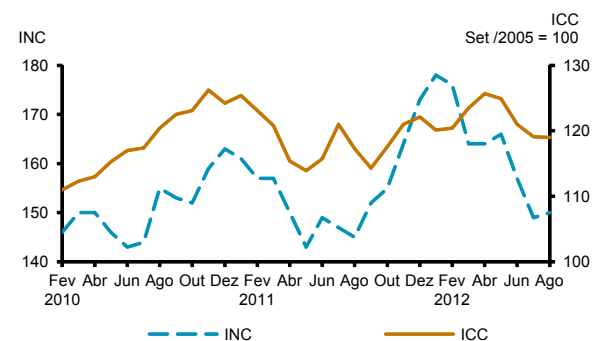
Os indicadores de inadimplência recuaram nos meses recentes. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,2% em julho, ante 6,3% em junho e 6% em julho de 2011. De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), a inadimplência no estado de São Paulo atingiu 6,5% em agosto, ante 6,9% em julho e 6,6% em igual mês do ano anterior. Adicionalmente, o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor registrou, em agosto de 2012, retração mensal de 0,3%, segundo mês consecutivo de queda, considerados dados dessazonalizados.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) registrou retração mensal de 1% em agosto, quarto recuo consecutivo nesse tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), resultado de variações respectivas de -1,4% e 0,3% nos componentes Índice da Situação Atual (ISA) e Índice de Expectativas (IE). Ainda assim, o indicador encontra-se em patamar 1,4% superior ao de igual período de 2011 e 8,4 pontos mais elevado que sua média histórica.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), repetindo o resultado de julho, registrou aumento mensal de 0,4% em agosto. Observaram-se, no mês, melhoras nas avaliações para os quesitos expectativas de desemprego, situação financeira e intenção de compras de bens de maior valor, e recuos nas relacionadas às expectativas de inflação, renda pessoal e endividamento.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, registrou elevação

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



Fontes: ACSP e FGV

mensal de 0,7% em agosto, após dois meses consecutivos de retração nessa base de comparação. Ocorreram recuos nas regiões Norte/Centro-Oeste, 3,5%, e Sudeste, 1,2%, e aumento de 6% no indicador relativo à região Sul. A região Nordeste mostrou estabilidade na mesma base de comparação

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, atingiu 156,3 pontos em agosto, ante 160,6 pontos em julho – quarta redução mensal consecutiva – e 152,7 pontos no mesmo mês de 2011. A evolução mensal decorreu de recuos de 2,7 pontos no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 5,3 pontos no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC).

O IEC, calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ) para a Região Metropolitana do Rio de Janeiro, após estabilidade em julho e elevação de 1,4% em junho, recuou 0,2% em agosto, resultado de retrações de 0,1% no componente Situação Financeira Presente e de 0,2% no indicador Expectativas Financeiras.

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

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

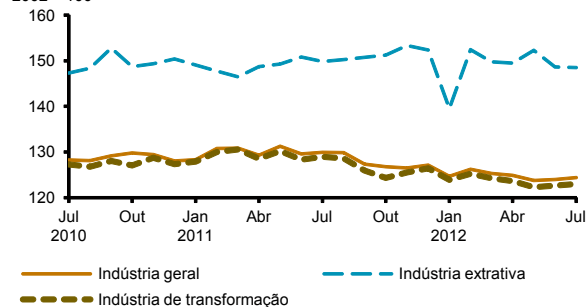
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

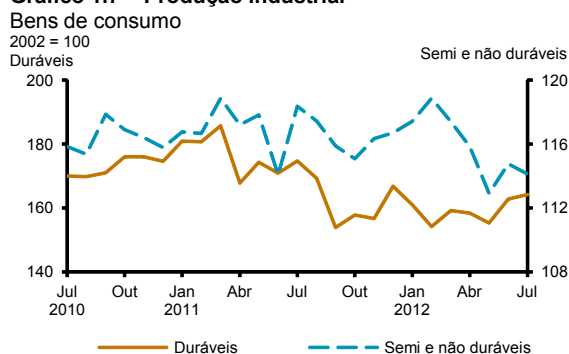
1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria recuou 1,2% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia decrescido 0,5%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa recuou 0,5% e a de transformação, 1,4%, com ênfase nos resultados negativos nas atividades equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, 13,2%; material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, 6%; e calçados e couro, 5,7%. Em sentido oposto, ocorreram aumentos nas indústrias de produtos de metal, exclusive máquinas e equipamentos, 7,6%; fumo, 4,6%; e outros equipamentos de transporte, 4,3%.

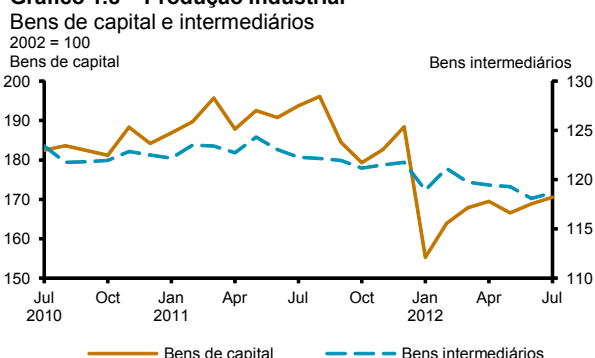
A análise por categorias de uso revela menor produção nas indústrias de bens de consumo semi e não duráveis, 2,9%, e de bens intermediários, 1,2%, e aumentos nas de bens de consumo duráveis, 2,2%, e de bens de capital, 0,9%.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}



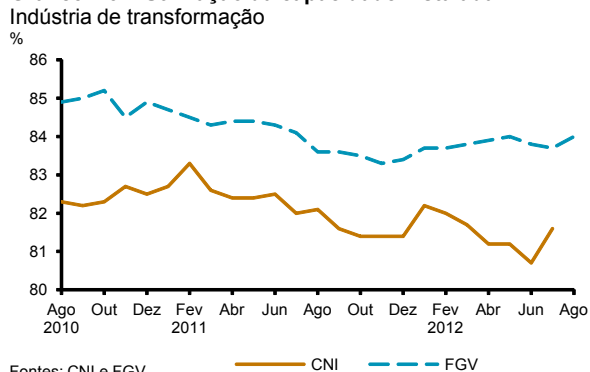
Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

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



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

O pessoal ocupado assalariado na indústria e a folha de pagamento real registraram recuos respectivos de 0,7% e 1,3% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE.

O nível da utilização da capacidade instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu 84% em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV, ante 83,7% em julho e 83,6% em igual mês de 2011. A análise trimestral indica que o Nuci recuou 0,1 p.p. no período encerrado em agosto, em relação ao trimestre finalizado em maio, resultado de retração de 0,6 p.p. na indústria de bens de capital e de aumentos respectivos de 1,9 p.p., 0,7 p.p. e 0,1p.p. nas indústrias de bens de consumo duráveis, bens de consumo não duráveis e de bens intermediários.

De acordo com a Sondagem da Indústria de Transformação da FGV, o índice de estoques da indústria geral atingiu 103,9 pontos em agosto^{1/}, ante 104,6 pontos em maio e 107,9 pontos em igual mês de 2011. Nessas mesmas bases de comparações, o indicador relativo à indústria de bens de consumo duráveis apresentou recuos respectivos de 34,7 e 22 pontos.

O Índice de Confiança da Indústria^{2/} (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, apresentou aumento mensal de 1,4 ponto em agosto, totalizando 104,1 pontos, maior patamar desde julho de 2011. Em bases trimestrais, o ICI aumentou 0,1 ponto no trimestre encerrado agosto, em relação ao finalizado em maio, evolução decorrente de aumentos nas indústrias de bens de consumo duráveis, 3,4 pontos; bens intermediários, 1,9 ponto; e de bens de consumo não duráveis, 1 ponto, e de recuo de 4,4 pontos na indústria de bens de capital.

O Índice de Gerentes de Compras^{3/} (PMI), divulgado pela Markit, atingiu 49,3 pontos em agosto, considerados dados dessazonalizados. O resultado, abaixo de 50 pontos indica, pelo quinto mês consecutivo, contração da atividade industrial em relação ao mês anterior. Ressalte-se, contudo, que o indicador mostrou alta em relação aos 48,7 pontos registrados no mês anterior.

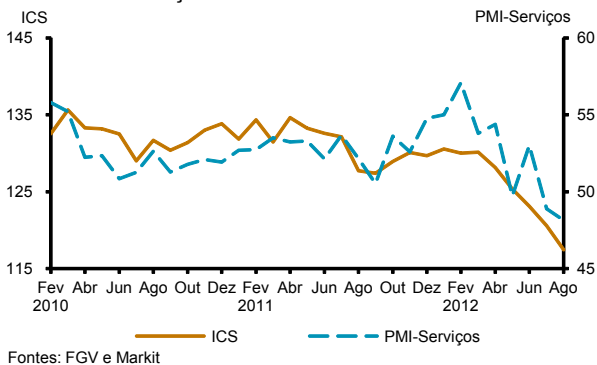
1/ Observe-se que, neste caso, calculou-se o complemento de 200 pontos do índice original divulgado pela FGV, de modo que valores acima de 100 indicam estoques excessivos.

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.

Serviços

Gráfico 1.10 – Índice de Confiança de Serviços
ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados



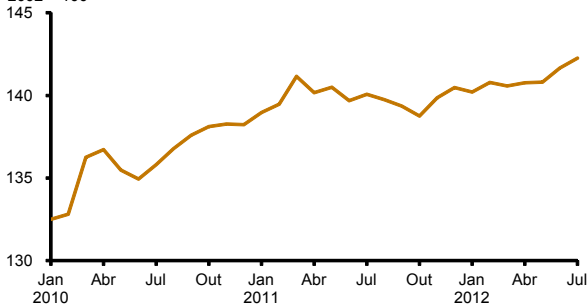
O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, que reflete a confiança do empresariado do setor de serviços, registrou recuo mensal de 2,6% em agosto, quinta retração consecutiva nesse tipo de comparação, resultado de decréscimos de 2,9% no Índice de Expectativas (IE-S) e de 2,2% no Índice de Situação Atual (ISA-S). Considerados dados observados, o ICS recuou 7,9% em relação ao mesmo período de 2011, décima terceira retração consecutiva em base interanual.

O Índice de Gerentes de Compras (PMI-Serviços) relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 48,1 pontos em agosto, ante 48,9 pontos em julho, permanecendo na área definida como de retração. Considerados dados observados, o indicador totalizou 49,1 pontos no mês, ante 48,2 pontos em julho e 53,4 pontos em agosto de 2011.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

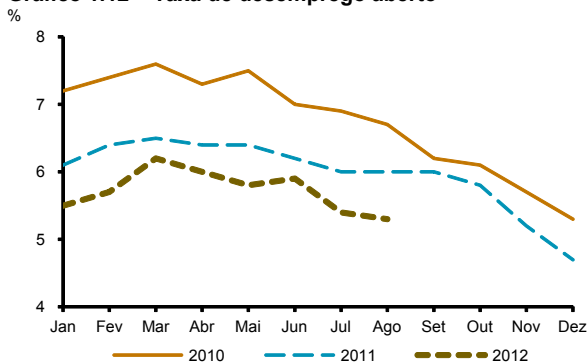
Dados dessazonalizados
2002 = 100



O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) registrou aumento mensal de 0,42% em julho, contribuindo para que o indicador crescesse 0,61% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia variado 0,38%, no mesmo tipo de análise, utilizando-se dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o IBC-Br aumentou 2,34% em julho.

1.3 Mercado de trabalho

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto^{1/}



Fonte: IBGE

A taxa de desemprego – considerada a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país – atingiu 5,3% em agosto, variando -0,1 p.p. em relação a julho e -0,7 p.p. em doze meses. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou média de 5,4% no trimestre encerrado em agosto, ante 5,6% naquele encerrado em maio, resultado de estabilidade na população ocupada e queda de 0,2% na população economicamente ativa (PEA).

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram gerados 363,9 mil postos de trabalho

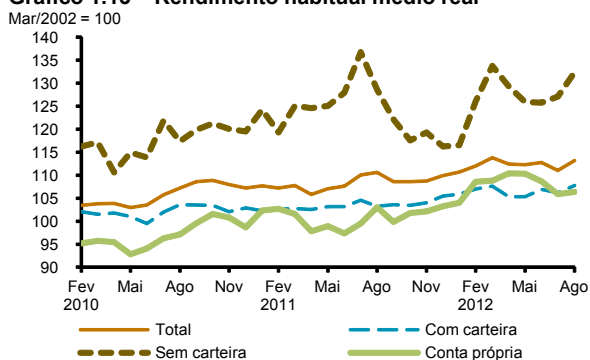
Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2011	2012		
		1º sem	Ago	No ano ^{2/}
Total	1 566,0	858,3	100,9	1 101,8
Indústria de transformação	174,7	112,6	16,4	153,8
Comércio	368,6	17,9	31,3	72,1
Serviços	786,3	395,4	54,3	488,8
Construção civil	149,0	165,7	11,3	202,4
Agropecuária	50,5	123,1	-16,6	130,5
Serviços ind. de util. pública	7,7	7,1	2,2	10,9
Outros ^{1/}	29,3	36,5	2,0	43,3

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a agosto.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real^{1/}

Fonte: IBGE

no trimestre encerrado em agosto, ante 546,4 mil no mesmo período de 2011, dos quais 123,5 mil no setor de serviços, 67,5 mil na agropecuária, 65,2 mil no comércio, 51,1 mil na indústria de transformação e 40,1 mil na construção civil.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal, nas regiões abrangidas pela PME, cresceu 2,6% no trimestre encerrado em agosto, em relação a igual intervalo de 2011. Ocorreram ganhos nas categorias de trabalhadores por conta própria, 7,0%, e de trabalhadores do setor privado com carteira assinada, 3,2%, contrastando com a retração de 2,1% registrada no âmbito dos trabalhadores do setor privado sem carteira assinada. A segmentação por atividade revela a ocorrência de ganhos importantes nos segmentos serviços domésticos, 8,2%; indústria, 3,5% e serviços prestados à empresas, alugueis, atividades imobiliárias e intermediação financeira, 3,1%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, aumentou 4,3% no trimestre encerrado em agosto, em relação a igual intervalo de 2011.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,4% no segundo trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

A análise sob a ótica da produção revela variações trimestrais respectivas de 4,9%, 0,7% e -2,5% nos segmentos agropecuário, de serviços e industrial, ante variações de -5,9%, 0,6% e 1,7% no trimestre encerrado em março.

No âmbito da demanda, ocorreram variações respectivas de 1,1%, 0,6% e -0,7% no consumo do governo, no consumo das famílias e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O setor externo, dada a elevação de 1,9% nas importações e o recuo de 3,9% nas exportações, contribuiu de forma negativa para a evolução do PIB no trimestre.

O PIB cresceu 0,6% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2011. Sob a ótica da oferta, ocorreram recuos de 3% na agropecuária e de 1,2% na indústria, e expansão de 1,5% no setor de serviços. O desempenho negativo do setor primário refletiu, sobretudo, o impacto de quebra nas safras de soja, arroz e fumo, em parte contrabalançado por resultados favoráveis na cultura de café e na segunda safra de milho. O desempenho da indústria

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

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

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

evidenciou a retração de 4% na indústria de transformação, enquanto o desempenho do setor de serviços foi impulsionado pelos aumentos nas atividades serviços de informação, 3,4%, e administração, saúde e educação públicas, 3,1%.

A análise dos componentes da demanda revela que a contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,9 p.p. no primeiro semestre de 2012, ante 4,9 p.p. em igual intervalo de 2011, registrando-se variações respectivas de 2,5%, 3,2% e -2,9% no consumo das famílias, no consumo do governo e na FBCF. O setor externo exerceu contribuição de -0,3 p.p., ante -1,1 p.p. no primeiro semestre de 2011, resultado de elevações de 3,8% nas importações e de 1,7% nas exportações.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluindo as variações de estoques, recuaram 3,7% no segundo trimestre de 2012, em relação ao período equivalente no ano anterior, acumulando retração de 2,9% no primeiro semestre do ano, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF decresceu 0,7% em relação ao primeiro trimestre, quarto recuo consecutivo nesse tipo de análise.

O recuo interanual da FBCF no segundo trimestre do ano traduziu, em especial, o impacto da retração de 9,8% na absorção de bens de capital, decorrente de variações respectivas de -11,7%, 4,6% e 3,1% na produção, importações e exportações desses bens, neutralizado parcialmente pela expansão de 1,5% na produção de insumos da construção civil.

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\$53,5 bilhões nos seis primeiros meses de 2012. A redução de 3,7% em relação ao período equivalente do ano anterior refletiu, em parte, o aumento de 6,1% nos desembolsos ao segmento comércio e serviços, e os recuos nos direcionados às indústrias extrativa, 48,1%, e de transformação, 16,3%, e à agropecuária, 9,6%.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior			
	2012			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Insumos da construção civil	3,6	4,1	1,5	1,0
Bens de capital	-11,0	-9,2	-11,7	-12,1
Tipicamente industrializados	0,7	-2,1	-4,3	-6,1
Agrícolas	1,9	1,0	6,1	5,9
Peças agrícolas	-27,8	-31,5	-37,7	-33,4
Construção	-16,5	-15,8	-15,8	-17,0
Energia elétrica	-13,5	-8,1	-7,9	-8,1
Equipamentos de transporte	-12,8	-11,6	-17,3	-16,2
Misto	-12,3	-8,6	-8,2	-7,6

Fonte: IBGE

1.6 Conclusão

A recuperação da atividade econômica doméstica tem se materializado de forma gradual, mas o ritmo de atividade tende a ser mais intenso neste semestre e no próximo ano. Nesse ambiente, a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Note-se ainda que esses efeitos, os programas de concessão de serviços públicos e a gradual recuperação da confiança criam boas perspectivas para o investimento neste e nos próximos semestres.

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2012

Revisão da projeção para 2012

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2012 está projetado em 1,6%, estimativa 0,9 p.p. inferior à divulgada no último Relatório de Inflação. Essa revisão incorpora os resultados já divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), dados preliminares referentes ao terceiro trimestre e a atualização do cenário macroeconômico.

De acordo com a nova estimativa, a produção agropecuária recuará 1,4%, ante projeção anterior de -1,5%, melhora associada, em especial, ao desempenho favorável da segunda safra de milho. A variação da produção da indústria passou de 1,9%, no relatório anterior, para -0,1%, em linha com a estimativa de recuo de 2,2%, ante aumento de 0,5% considerado anteriormente, na produção da indústria de transformação. O crescimento projetado para o setor de serviços em 2012 é de 2,2%, ante 2,8% na estimativa anterior, ressaltando-se as revisões nas atividades transportes, -2,2 p.p.; serviços de informação, -2 p.p.; intermediação financeira, -1,6 p.p.; e comércio, -1,3 p.p.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressalte-se a redução de 3,2 p.p., para -2,2%, na projeção da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), em linha com a continuidade da contração do indicador no segundo trimestre e retomada gradual no terceiro. A projeção para o crescimento do consumo das famílias passou de 3,5% para 3,3%; e para o consumo do governo, de 3,2% para 3,7%.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações

foi revista em -3,2 p.p., para 0,9%, alteração compatível com o resultado do segundo trimestre, em especial em junho, e com as perspectivas de recuperação moderada no curto prazo, em ambiente de fragilidade da atividade econômica em importantes parceiros comerciais. A expansão das importações foi revisada para 2,7%, ante 5,6% na projeção anterior, reflexo da moderação da demanda doméstica e da incorporação dos resultados iniciais relativos ao terceiro trimestre.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2012 é estimada em 1,8 p.p. e a do setor externo, em -0,2 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

Visando compatibilizar o horizonte temporal da projeção de crescimento econômico e do mecanismo de transmissão de política monetária^{1/}, o Banco Central passa a divulgar, a partir deste relatório, a projeção para o PIB e seus componentes, sob as óticas da produção e da demanda, para o período de quatro trimestres, contados a partir do último dado disponibilizado pelo IBGE^{2/}. A divulgação dessa projeção e a manutenção da estimativa de crescimento do PIB para o ano constitui avanço importante na comunicação do cenário prospectivo avaliado pela autoridade monetária no regime de metas de inflação.

O crescimento para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2013 é estimado em 3,3%, portanto, 2,1 p.p. superior ao observado, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre deste ano (Tabela 1).

A estimativa para variação da produção agropecuária é de 4,8%, ante 1,5% no período de quatro trimestres finalizado em junho de 2012, em linha com desempenho favorável da safra de café e com as perspectivas de crescimento das safras de grãos, em especial soja e milho, no primeiro semestre de 2013.

1/ Ver, a respeito, os boxes "Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central" do Relatório de Inflação de março de 2012 e "Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012", de junho de 2012.

2/ Nesta data o último dado para o PIB divulgado pelo IBGE refere-se ao segundo trimestre do ano.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2012	2013	
	II Trí	IV Trí ^{1/}	II Trí ^{1/}
Agropecuária	1,5	-1,4	4,8
Indústria	-0,4	-0,1	2,0
Extrativa mineral	1,7	0,8	3,3
Transformação	-2,9	-2,2	0,8
Construção civil	2,9	2,5	3,3
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	3,7	3,6	3,2
Serviços	1,6	2,2	3,3
Comércio	1,2	2,1	4,0
Transporte, armazenagem e correio	1,0	1,1	3,2
Serviços de informação	3,9	2,7	3,2
Interm. financeira e serviços relacionados	1,7	2,4	4,9
Outros serviços	0,9	1,7	3,1
Atividades imobiliárias e aluguel	1,3	1,5	1,6
Administração, saúde e educação públicas	2,4	3,1	3,0
Valor adicionado a preços básicos	1,1	1,4	3,0
Impostos sobre produtos	1,8	2,7	4,7
PIB a preços de mercado	1,2	1,6	3,3
Consumo das famílias	2,5	3,3	4,2
Consumo do governo	2,2	3,7	3,6
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,3	-2,2	1,4
Exportação	2,8	0,9	1,5
Importação	5,0	2,7	2,7

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A projeção de crescimento para a indústria atinge 2%, ante retração de 0,4% no intervalo de quatro trimestres terminado em junho de 2012, destacando-se a reversão, de -2,9% para 0,8%, no resultado da indústria de transformação. Dentre outros aspectos, a indústria tende a responder às condições financeiras mais favoráveis.

O setor terciário deverá crescer 3,3% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2013, resultado 1,7 p.p. superior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre de 2012. Nesse cenário, destacam-se as perspectivas de maior dinamismo nas atividades intermediação financeira, 3,2 p.p., comércio, 2,8 p.p., e transporte, 2,2 p.p., em linha com as perspectivas de melhor desempenho dos setores primário e secundário.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se crescimento de 4,2% para o consumo das famílias, ante 2,5% no intervalo de quatro trimestres finalizado em junho de 2012, evolução consistente com as perspectivas relacionadas às trajetórias dos mercados de trabalho e crédito. O consumo do governo deverá aumentar 3,6% e a FBCF, 1,4%. As exportações e as importações de bens e serviços devem registrar elevações respectivas de 1,5% e 2,7%, no período. A contribuição da demanda interna está estimada em 3,5 p.p. e a do setor externo, em -0,2 p.p.

No trimestre finalizado em agosto, os índices gerais aceleraram e os ao consumidor arrefeceram. No âmbito dos índices gerais, destacaram-se as elevações nos preços agrícolas, em especial nos itens tomate, soja e milho, reflexo de condições climáticas adversas, domésticas e externas. No que se refere aos preços ao consumidor, além das pressões provenientes de alimentos *in natura*, destaque-se a menor variação nos grupos despesas pessoais e transportes, em parte devido à redução na alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre automóveis.

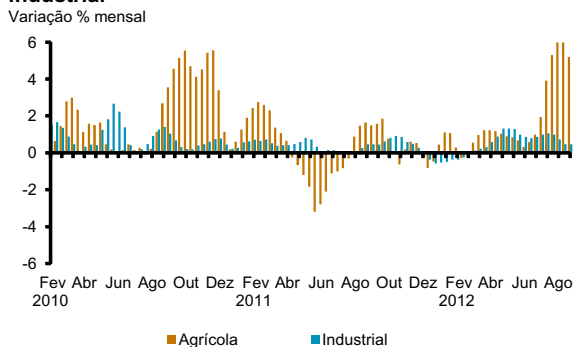
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	1,02	0,91	0,69	1,52	1,29
IPA	1,25	0,91	0,89	2,13	1,77
IPC-Br	0,52	0,52	0,11	0,22	0,44
INCC	0,75	1,88	0,73	0,67	0,26

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

A variação acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, atingiu 3,53% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,51% naquele finalizado em maio, destacando-se o aumento na variação trimestral dos preços ao produtor.

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) variou 4,86% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,72% naquele finalizado em maio, reflexo de aumentos de 11,87% nos preços agrícolas e de 2,32% nos preços industriais, ante 2,96% e 2,64%, respectivamente, no trimestre encerrado em maio. A evolução dos preços agrícolas esteve associada, em grande parte, aos aumentos nos itens soja, milho e tomate. Por sua vez, a relativa estabilidade na variação trimestral dos preços industriais refletiu, principalmente, a redução nos preços dos produtos químicos orgânicos e aumento nos de derivados de petróleo e de produtos alimentícios e bebidas. Considerados períodos de doze meses, os preços agrícolas cresceram 17,92% em agosto, ante 5,62% em maio, e os industriais, 5,83% e 3,97%, respectivamente.

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) variou 0,78% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,64%

naquele encerrado em maio, recuo associado, em especial, às reduções de preços nos itens automóveis novos e usados.

O Índice Nacional da Construção Civil (INCC) registrou variação trimestral de 1,66%, ante 3,16% no período de março a maio, reflexo de desaceleração, de 5,10% para 1,99%, nos custos da mão de obra, e aceleração, de 1,19% para 1,32%, nos preços dos materiais e serviços.

O IGP-DI cresceu 6,52% nos oito primeiros meses do ano e 8,04% no período de doze meses encerrado em agosto. O indicador havia acumulado variação de 3,52% de janeiro a agosto de 2011.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O IPCA aumentou 0,92% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,21% naquele finalizado em maio. Ocorreram recuos nas elevações dos preços livres e dos monitorados, responsáveis, na ordem, por 0,81 p.p. e 0,11 p.p. da variação trimestral do IPCA, que registrou aumentos mensais de 0,08% em junho, 0,43% em julho e de 0,41% em agosto.

Os preços livres cresceram 1,07%, ante 1,28% no trimestre encerrado em maio, resultado de variações de 0,19% nos preços dos bens comercializáveis e de 1,85% nos não comercializáveis, segmento em que se destacaram a elevação de 13,88% no item alimentos *in natura* e a redução de 4,85% no item automóvel usado. A menor variação nos preços dos bens comercializáveis esteve associada, em especial, ao recuo nos preços do item automóveis novos.

A variação dos preços dos serviços, com destaque para o segmento alimentação fora do domicílio, atingiu 1,81% no trimestre finalizado em agosto, ante 1,51% no finalizado em maio. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 7,89% em agosto, ante 7,59% em maio.

Em doze meses, o IPCA variou 5,24% em agosto, ante 4,99% em maio, resultado de aumentos nas variações dos preços livres, de 5,55% para 5,75%, e dos monitorados, de 3,49% para 3,77%. O índice de difusão do IPCA registrou

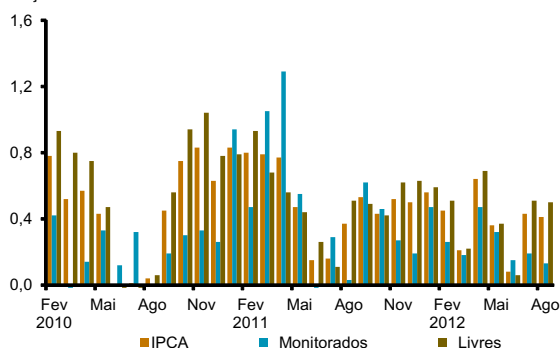
Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	0,64	0,36	0,08	0,43	0,41
Livres	0,69	0,37	0,06	0,51	0,50
Comercializáveis	0,55	0,49	-0,31	0,06	0,44
Não comercializáveis	0,82	0,27	0,39	0,90	0,55
Serviços	0,77	0,21	0,52	0,79	0,49
Monitorados	0,47	0,32	0,15	0,19	0,13

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

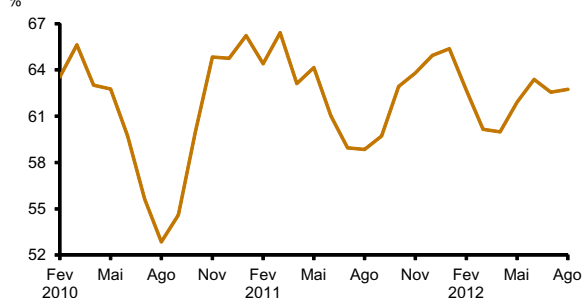
Variação % mensal



Fonte: IBGE e Banco Central

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 Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	100,00	6,50	0,64	0,36	0,08	0,43	0,41
Livres	75,66	6,63	0,69	0,37	0,06	0,51	0,50
Monitorados	24,34	6,20	0,47	0,32	0,15	0,19	0,13
Principais itens							
Gás encanado	0,08	9,45	0,00	0,00	3,58	0,24	0,00
Ônibus urbano	2,76	8,45	0,04	0,07	0,87	0,17	0,46
Água e esgoto	1,53	8,29	0,98	2,32	0,83	0,25	1,04
Plano de saúde	3,09	7,55	0,60	0,60	0,60	0,63	0,64
Gasolina	3,91	6,93	-0,27	-0,52	-0,41	-0,43	-0,09
Pedágio	0,12	6,42	0,00	0,00	0,00	1,95	1,36
Remédios	3,50	4,39	1,58	0,98	0,05	0,21	0,48
Energia elétrica	3,35	3,97	0,46	0,72	-0,67	0,04	-0,83
Gás veicular	0,12	2,51	-0,52	-0,27	1,86	0,88	0,07
Gás de bujão	1,10	1,97	0,65	0,13	0,07	0,12	-0,48
Óleo diesel	0,13	1,86	0,08	0,50	-0,04	1,43	1,86

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,64	0,36	0,08	0,43	0,41
Exclusão ^{1/}	0,71	0,26	-0,09	0,43	0,40
Exclusão ^{2/}	0,69	0,36	0,05	0,46	0,40
Médias aparadas com suavização	0,51	0,45	0,39	0,40	0,50
Médias aparadas sem suavização	0,50	0,31	0,30	0,35	0,42
Dupla ponderação	0,61	0,34	0,07	0,53	0,45
IPC-Br (cheio)	0,52	0,52	0,11	0,22	0,44
Médias aparadas	0,43	0,40	0,32	0,25	0,35

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

média de 62,74% no trimestre encerrado em agosto, ante 61,92% naquele finalizado em maio e 58,85% em igual período de 2011.

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,47% no trimestre findo em agosto, ante 0,97% no período março a maio. Destaquem-se as reduções na tarifa de energia elétrica e no preço da gasolina, bem como os menores aumentos nos itens remédios e taxa de água e esgoto.

A variação dos preços monitorados atingiu 2,19% nos oito primeiros meses de 2012, ante 4,58% em igual período do ano anterior, quando os reajustes nos itens gasolina e ônibus urbano exerceram forte pressão sobre o segmento.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e o item combustíveis cresceu 0,91% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,26% naquele finalizado em maio. Considerados períodos de doze meses, a variação atingiu 5,28% em agosto, ante 5,60% em maio.

O núcleo que exclui os preços monitorados e o subgrupo alimentação no domicílio cresceu 0,74% no trimestre finalizado em agosto, ante 1,19% naquele terminado em maio, com variações em doze meses de 4,96% e 5,60%, respectivamente.

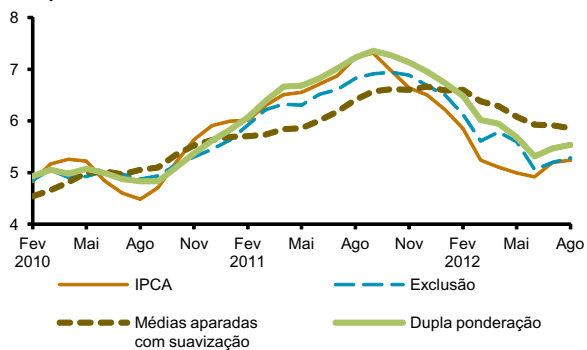
O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ aumentou 1,30%, ante 1,24% no trimestre encerrado em maio. A variação em doze meses atingiu 5,86% em agosto, ante 6,08% em maio.

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização registrou variação trimestral de 1,07% em agosto, ante 1,08% em maio, acumulando variações em doze meses de 4,69% em agosto e de 4,67% em maio.

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

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)

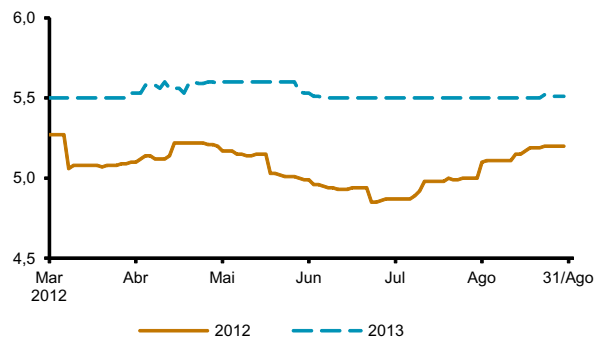


Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

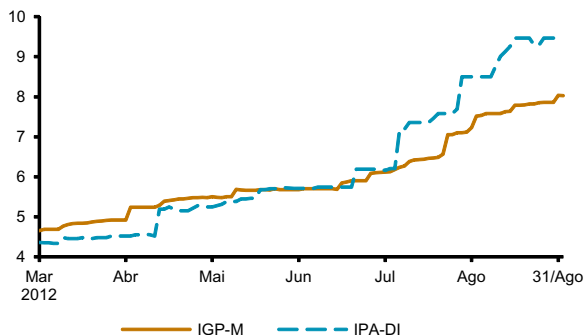
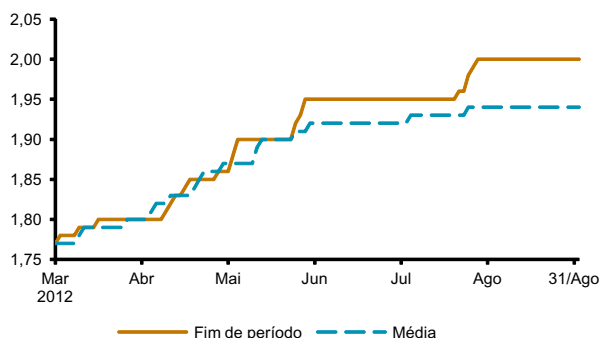


Gráfico 2.7 – Câmbio

Medianas (R\$/US\$)



O núcleo de dupla ponderação⁷ cresceu 1,05% no trimestre finalizado em agosto, ante 1,21% naquele encerrado em maio. Em doze meses a variação passou de 5,68%, em maio, para 5,53% em agosto.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, registrou variação trimestral de 0,92% em agosto, ante 1,32% em maio. Considerados períodos de doze meses, a variação alcançou 5,09% e 5,34%, nesta ordem, nos meses mencionados.

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado, de 31 de agosto, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2012 e 2013 atingiram 5,2% e 5,5%, respectivamente, ante 4,9% e 5,5% ao final de junho. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,7%, ante 5,5% em 29 de junho.

A mediana relacionada à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2012 passou de 5,9%, ao final de junho, para 8,0%, em 31 de agosto, enquanto a referente ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) do mesmo ano aumentou de 5,7% para 9,5%. No mesmo período, a mediana relativa à variação do IGP-M para 2013 manteve-se em 5,0%, enquanto a do IPA-DI aumentou de 5,0% para 5,4%.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2012 manteve-se em 3,5%, entre 29 de junho e 31 de agosto, enquanto a referente a 2013 diminuiu de 4,5% para 4,3%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2012 e de 2013 atingiram R\$2,00/US\$ em 31 de agosto, ante R\$1,95/US\$ e R\$1,90/US\$, respectivamente, ao final de junho. No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2012 e de 2013 aumentaram, na ordem, de R\$1,92/US\$ e R\$1,90/US\$, para R\$1,94/US\$ e R\$2,00/US\$, respectivamente.

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.

Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	30.3.2012		29.6.2012		31.8.2012	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
IPCA	5,3	5,5	4,9	5,5	5,2	5,5
IGP-M	4,7	4,9	5,9	5,0	8,0	5,0
IPA-DI	4,4	4,9	5,7	5,0	9,5	5,4
Preços administrados	4,0	4,5	3,5	4,5	3,5	4,3
Selic (fim de período)	9,00	10,00	7,50	9,00	7,25	8,50
Selic (média do período)	9,28	9,90	8,53	8,13	8,47	7,63
Câmbio (fim de período)	1,77	1,80	1,95	1,90	2,00	2,00
Câmbio (média do período)	1,77	1,78	1,92	1,90	1,94	2,00
PIB	3,2	4,2	2,1	4,2	1,6	4,0

2.6 Conclusão

A despeito de pressões pontuais, por exemplo, no mercado de alimentos *in natura*, a inflação ao consumidor recuou no trimestre encerrado em agosto, na comparação com encerrado em maio, em parte, devido à moderação observada nos grupos despesas pessoais e transportes. A trajetória dos preços ao consumidor no curto prazo tende a ser impactada pela dinâmica recente dos preços no atacado, em especial do segmento de produtos agrícolas.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

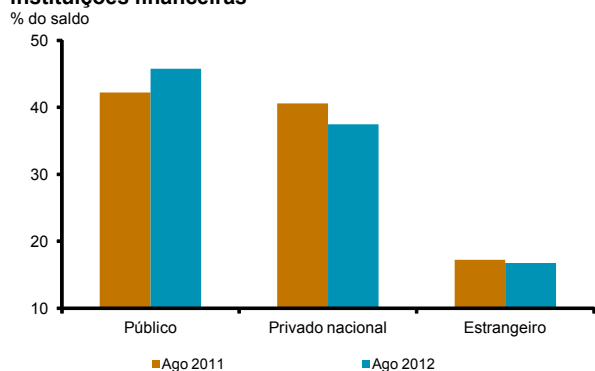
Discriminação	2012				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	2 135,9	2 168,1	2 184,6	2 211,0	3,5	17,0
Recursos livres	1 368,8	1 391,1	1 396,6	1 410,6	3,1	15,0
Direcionados	767,1	777,0	788,0	800,5	4,4	20,6

Participação %:				
Total/PIB	50,1	50,7	50,8	51,0
Rec. livres/PIB	32,1	32,6	32,5	32,6
Rec. direc./PIB	18,0	18,2	18,3	18,5

3.1 Crédito

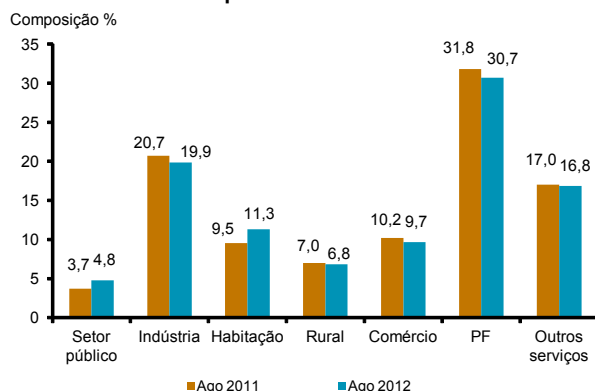
As operações de crédito do sistema financeiro registraram expansão moderada no trimestre encerrado em julho. O segmento de crédito direcionado registrou dinamismo mais acentuado – em particular, crédito habitacional e financiamentos do BNDES destinados à infraestrutura – do que no segmento de crédito com recursos livres, no qual se destacaram as contratações de pessoas jurídicas, em especial as envolvendo Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) e empréstimos para capital de giro. Ainda sobre o crédito livre, nas operações contratadas por pessoas físicas, ressaltam-se os aumentos nas modalidades crédito pessoal e aquisição de veículos.

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras



O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.211 bilhões em agosto, elevando-se 3,5% no trimestre e 17% em doze meses. O volume correspondeu a 51% do PIB, ante 50,1% em maio e 46,6% em agosto de 2011. A representatividade das instituições públicas no total do crédito do sistema financeiro cresceu 1,2 p.p. no trimestre, atingindo 45,8%, enquanto as relativas aos bancos privados nacionais e aos bancos estrangeiros recuaram, na ordem, 0,9 p.p. e 0,3 p.p., situando-se em 37,5% e 16,8%, respectivamente.

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



O crédito ao setor privado somou R\$2.105 bilhões em agosto, aumentando 2,9% no trimestre e 15,7% em doze meses. O desempenho trimestral refletiu a elevação de 1,9% nos empréstimos à indústria, evidenciando as contratações envolvendo os segmentos automotivo, agroindustrial, energético e de infraestrutura. Os financiamentos ao segmento outros serviços, destinados principalmente às atividades relacionadas com transporte, cartão de crédito, energia e frigoríficos cresceram 1,5%, e os destinados ao comércio, 0,8%, ressaltando-se a demanda das atividades hipermercados, móveis e eletrodomésticos. O crédito habitacional totalizou R\$250 bilhões (5,8% do PIB, ante

4,4% do PIB em agosto de 2011), elevando-se 9,2% no trimestre e 38,6% em doze meses.

O saldo das operações de crédito ao setor público atingiu R\$106 bilhões em agosto, expandindo-se 17,6% no trimestre e 50,2% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em grande parte, o acréscimo de 28,8% no saldo dos financiamentos à esfera federal, impulsionado por desembolsos a empresas do setor energético e pelos efeitos da depreciação cambial. Os créditos aos governos estaduais e municipais aumentaram 4,9%, com destaque para os recursos direcionados a investimentos em infraestrutura urbana.

As provisões constituídas pelo sistema financeiro somaram R\$127 bilhões em agosto, aumentando 4,6% no trimestre e 19% em doze meses. A relação entre o saldo provisionado e o total de crédito atingiu 5,8%, patamar 0,1 p.p. mais alto que o observado em maio último e em agosto de 2011.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	767,1	777,0	788,0	800,5	4,4	20,6
BNDES	432,9	434,6	441,8	442,8	2,3	15,0
Direto	223,3	224,9	230,2	231,4	3,6	23,1
Repases	209,6	209,6	211,6	211,5	0,9	7,2
Rural	105,5	106,7	104,6	108,7	3,1	14,5
Bancos e agências	99,4	100,6	98,3	102,2	2,9	14,6
Cooperativas	6,1	6,2	6,3	6,5	6,4	12,8
Habitação	212,3	218,9	224,7	231,9	9,2	37,3
Outros	16,4	16,9	16,8	17,0	3,8	14,4

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-jul		Variação %
	2011	2012	
Total	69 158	67 866	-1,9
Indústria	22 006	22 848	3,8
Produtos alimentícios	3 206	2 253	-29,7
Veículo, reboque e carroceria	3 047	2 128	-30,2
Coque, petróleo e combustível	2 104	4 093	94,5
Comércio/serviços	41 467	39 664	-4,3
Eletricidade e gás	7 241	7 270	0,4
Construção	3 276	3 745	14,3
Telecomunicações	306	608	98,7
Transportes	16 356	10 577	-35,3
Agropecuária	5 686	5 354	-5,8

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados totalizaram R\$800 bilhões em agosto, elevando-se 4,4% no trimestre e 20,6% em doze meses. Os financiamentos do BNDES, incluídas operações diretas e repases por intermédio de outras instituições financeiras, somaram R\$443 bilhões, aumentando 2,3% no trimestre e 15% em doze meses, com ênfase para os desembolsos para o setor de energia e para os efeitos da depreciação cambial nos contratos referenciados em moeda estrangeira. Os financiamentos rurais, excluídas as operações do BNDES, somaram R\$109 bilhões, elevando-se 3,1% no trimestre e 14,5% em doze meses, ressaltando-se que a evolução trimestral refletiu a liquidação sazonal de créditos para custeio agrícola.

Operações de crédito com recursos livres

O saldo das operações de crédito com recursos livres atingiu R\$1.411 bilhões em agosto aumentando 3,1% no trimestre e 15% em doze meses. Os empréstimos para pessoas físicas somaram R\$702 bilhões, com elevações respectivas de 2,9% e 13,9%, ressaltando-se que o desempenho trimestral foi condicionado pelas expansões de 4,6% nas

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2012				3	12
	Mai	Jun	Jul	Ago	meses	meses
Total	1 368,8	1 391,1	1 396,6	1 410,6	3,1	15,0
Pessoa jurídica	686,9	702,6	703,3	708,6	3,2	16,1
Referencial ^{1/}	587,3	598,6	599,1	604,1	2,9	18,0
Rec. domésticos	511,3	523,1	522,2	525,6	2,8	15,9
Rec. externos	76,0	75,5	77,0	78,5	3,3	33,7
Leasing ^{2/}	29,8	29,2	28,3	27,9	-6,3	-21,2
Rural ^{2/}	5,4	6,0	5,5	5,3	-1,8	61,0
Outros ^{2/}	64,5	68,8	70,4	71,3	10,6	19,9
Pessoa física	681,9	688,5	693,3	702,0	2,9	13,9
Referencial ^{1/}	537,0	546,1	551,1	558,4	4,0	15,4
Cooperativas	35,0	35,2	35,6	36,5	4,2	25,6
Leasing	21,5	20,6	19,5	18,2	-15,6	-45,7
Outros	88,4	86,7	87,1	88,9	0,6	27,6

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.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

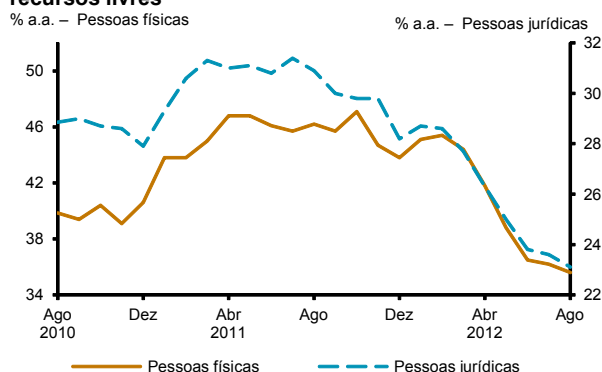
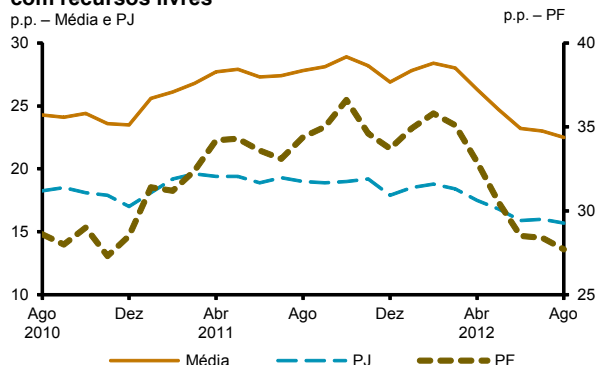


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



operações de crédito pessoal e de 4,3% nos financiamentos de veículos. Os empréstimos a pessoas jurídicas totalizaram R\$709 bilhões, aumentando 3,2% no trimestre e 16,1% em doze meses, com ênfase para o acréscimo trimestral de 4,2% nas operações para capital de giro.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros no âmbito do crédito referencial atingiu 30,1% a.a. em agosto, decrescendo 2,8 p.p. no trimestre e 9,6 p.p. em doze meses. O *spread* bancário totalizou 22,5 p.p., recuando 2,2 p.p. e 5,3 p.p., respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A taxa média de juros no segmento de pessoas físicas situou-se em 35,6% em agosto, menor patamar da série, iniciada em julho de 1994, reduzindo-se 3,2 p.p. no trimestre e 10,6 p.p. em doze meses. Destacaram-se os recuos nas modalidades cheque especial, 20,9 p.p., e financiamentos de veículos, 2,9 p.p. A taxa média de juros atingiu 23,1% no segmento de pessoas jurídicas, recuando 1,9 p.p. no trimestre e 7,8 p.p. em doze meses.

A inadimplência no crédito referencial atingiu 5,9% em agosto, registrando estabilidade no trimestre e aumento de 0,6 p.p. em doze meses, ressaltando-se que o comportamento no trimestre decorreu da estabilidade observada tanto no segmento de pessoas físicas quanto no de pessoas jurídicas.

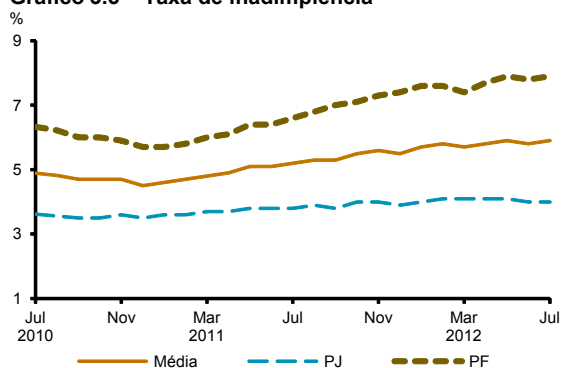
O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 507 dias em agosto, elevando-se sete dias no trimestre e dez dias em doze meses. Os prazos relativos às operações com pessoas físicas e com pessoas jurídicas situaram-se em 614 dias e 408 dias, respectivamente.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$266 bilhões em agosto, elevando-se 2,8% no trimestre e 6,2% em doze meses, enquanto a base monetária totalizou R\$197 bilhões, aumentando 3,6% e 9,6%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A base monetária, considerados saldos em final de período, somou R\$203,6 bilhões em agosto. O

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

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

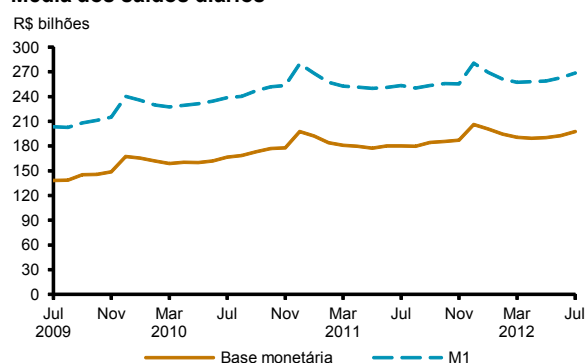


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

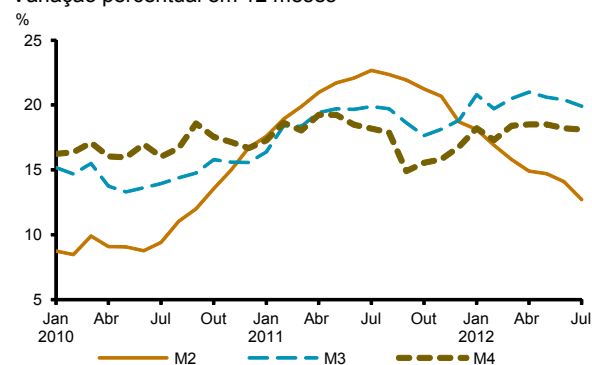
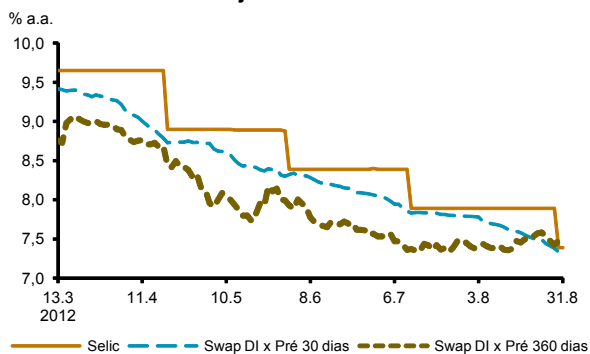


Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Fonte: BM&FBOVESPA e Banco Central

crescimento trimestral de 6,2% refletiu, em especial, impactos expansionistas de operações com títulos públicos federais, R\$15,6 bilhões, e de recolhimentos compulsórios, R\$22,1 bilhões, esse reflexo da redução, de 12% para 6%, na alíquota sobre a exigibilidade adicional sobre recursos à vista. Em oposição, a movimentação na conta única do Tesouro Nacional foi contracionista em R\$17,8 bilhões.

Por intermédio da Resolução nº 4.115, de 26 de julho de 2012, o Conselho Monetário Nacional alterou e consolidou as normas referentes à captação de Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE) do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). A medida introduziu a possibilidade de captação desses depósitos com alienação fiduciária de recebíveis de operações de crédito e de arrendamento mercantil, originadas pela instituição emitente em favor do FGC. A alienação fiduciária reduz o risco do FGC e permite a cobrança de menor percentual da contribuição especial das instituições financeiras ao fundo, de 0,3% ao ano, nessa nova modalidade.

Os meios de pagamento, no conceito M2, somaram R\$1,7 trilhão em agosto, crescendo 2% no trimestre e 11,3% em doze meses, registrando-se aumentos de 11% no estoque de títulos privados e de 14,3% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,3 trilhões, elevando-se 2,1% no trimestre e 17,1% em doze meses, enquanto o agregado M4 totalizou R\$3,9 trilhões, com expansões de 2,6% no trimestre e de 16,6% em doze meses.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros futuros, desde o último Relatório, apresentou declínio para todos os vértices, mantendo tendência verificada desde o início do ano. As taxas de juros futuros dos contratos de *swap* pré x DI de 30 e de 360 dias fecharam o mês de agosto em 7,35% a.a. e 7,49% a.a., respectivamente, recuando, na ordem, 98 p.b. e 43 p.b. no trimestre.

O processo de reduções na meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) se traduziu na expectativa para a taxa básica de juros nos próximos doze meses, que recuou de 8,00% a.a., em maio, para 7,29% a.a., em agosto. A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelo IPCA, decresceu 0,9 p.p., para 1,5%, no período.

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

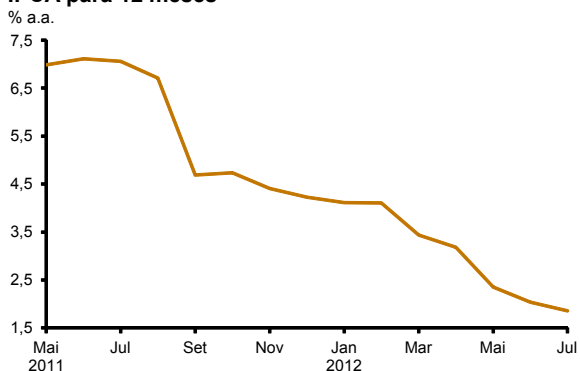
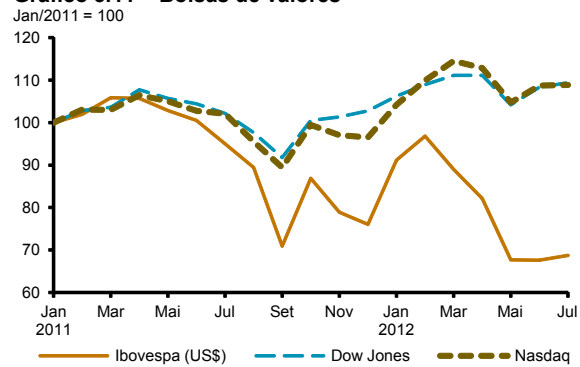


Gráfico 3.10 – Ibovespa



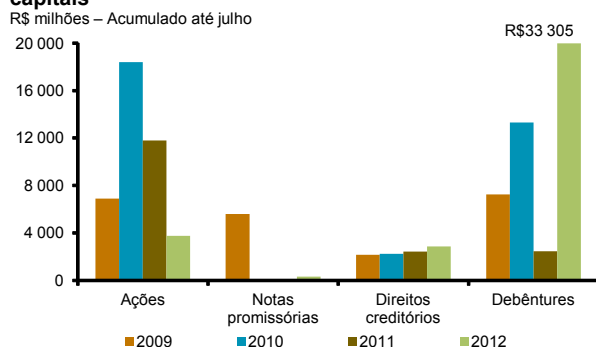
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou instabilidade ao longo do trimestre, encerrando agosto em 57.061 pontos, ante 54.490 ao final de maio. O valor de mercado das empresas listadas no índice aumentou 2%, encerrando o período em R\$1.829 bilhões, enquanto a média diária do volume transacionado no trimestre subiu 3,5% em relação ao trimestre encerrado em maio. Avaliado em dólares, o Ibovespa cresceu 4% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq avançaram 5,6% e 8,5%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$40,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante R\$17 bilhões no mesmo período de 2011, destacando-se a emissão de R\$33,3 bilhões em debêntures. O estoque total dos financiamentos mencionados totalizou R\$2,9 trilhões em agosto de 2012.

3.3 Política fiscal

Objetivando estimular a atividade econômica, o governo federal introduziu, de junho a agosto, medidas com renúncia fiscal estimada em R\$18 bilhões. Destacam-se as reduções no prazo dos empréstimos externos sujeitos ao pagamento de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), de cinco para dois anos; nas alíquotas da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide – Combustíveis) incidentes sobre a importação e a comercialização de petróleo e derivados, gás natural e álcool etílico combustível; e nas alíquotas de IPI sobre produtos da linha branca, móveis, laminados, luminárias, papel de parede e construção civil.

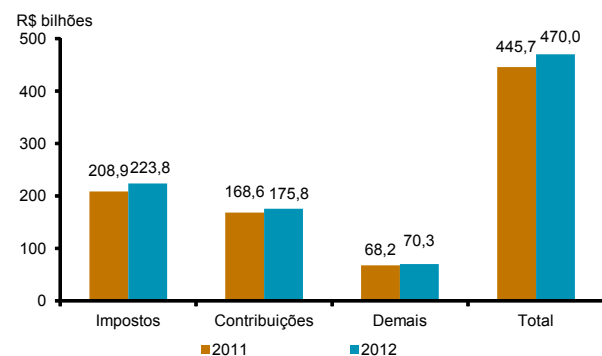
Foram aprovadas revisões do Programa de Ajuste Fiscal dos Estados (PAF) de 2012, autorizando a contratação, por 21 estados, de operações de crédito totalizando R\$58,3 bilhões. Foi anunciado, adicionalmente, novo decreto de programação orçamentária e financeira do Governo Central para 2012, contemplando, em relação ao decreto publicado em maio, redução de R\$7 bilhões nas receitas; diminuição nas transferências para estados e municípios, R\$4,9 bilhões; e recuo no déficit previdenciário, R\$3 bilhões, mantendo-se inalterada a meta de superávit primário para o exercício. Foi sancionada, ainda, a Lei de Diretrizes Orçamentária de 2013, estabelecendo meta de superávit primário do setor público não-financeiro de R\$155,9 bilhões.

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

Jan-Jul

Segmento	2010		2011		2012	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-25,4	-1,2	-66,3	-2,8	-51,9	-2,1
Governos regionais	-16,7	-0,8	-23,8	-1,0	-17,9	-0,7
Empresas estatais	-1,5	-0,1	-1,9	-0,1	-1,5	-0,1
Total	-43,6	-2,1	-92,0	-3,9	-71,2	-2,8

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Jan-jul

Discriminação	2011		2012	
	R\$	% do	R\$	% do
	milhões	PIB	milhões	PIB
Total	250 587	10,6	279 352	11,1
Pessoal e encargos sociais	104 388	4,4	107 724	4,3
Custeio e capital	144 977	6,2	170 296	6,8
FAT	19 607	0,8	22 003	0,9
Subsídio e subvenções	6 532	0,3	8 451	0,3
Loas/RMV	14 366	0,6	17 013	0,7
Investimento	29 950	1,3	38 758	1,5
Outras	74 522	3,2	84 072	3,3
Transferências ao Bacen	1 222	0,1	1 332	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-jul

Discriminação	R\$ bilhões		
	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	145,2	165,9	14,2
Restituição/devolução	-0,4	-0,5	30,0
Transferência a terceiros	-15,0	-17,2	15,0
Arrecadação líquida	129,9	148,1	14,1
Benefícios previdenciários	151,5	171,3	13,1
Resultado primário	-21,6	-23,1	7,1
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,4%	6,8%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-0,9%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado somou R\$71,2 bilhões (2,8% do PIB) nos sete primeiros meses do ano, ante R\$92 bilhões (3,9% do PIB) em igual período de 2011. Como proporção do PIB, ocorreram pioras nos resultados do Governo Central e dos governos regionais, e estabilidade no relativo às empresas estatais.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$470 bilhões, elevando-se 5,4% no período, com ênfase nos aumentos de 20,8% na arrecadação de IPI Vinculado à Importação – decorrente, principalmente da apreciação do dólar frente ao real e da elevação de alíquotas – e de 25,7% no recolhimento de royalties de petróleo. Em oposição, ressaltam-se as reduções de 12,7% na arrecadação de dividendos e de 6,4% na arrecadação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), essa evidenciando o recebimento, em julho de 2011, de débitos em atraso no montante de R\$5,8 bilhões, sem correspondência em 2012. A receita bruta do Governo Federal atingiu 18,7% do PIB, recuando 0,3 p.p. no período.

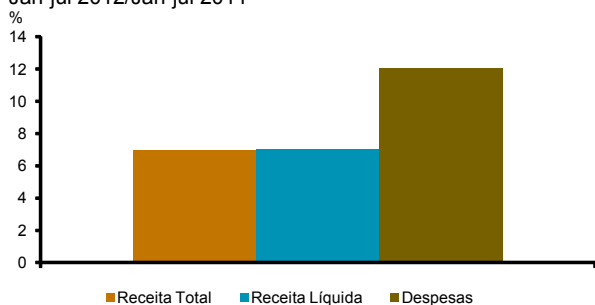
As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$279,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2012, elevando-se 12% (0,5 p.p. do PIB) em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 3,2% e os relativos a custeio e capital, 17,5%, ressaltando-se as elevações de 29,4%, igualmente, na rubrica subsídios e nas subvenções, e na rubrica investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa Minha Vida, e de 18,4% nos benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV). Os investimentos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) aumentaram 36,7% no período.

O déficit da Previdência Social atingiu R\$23,1 bilhões nos sete primeiros meses do ano, aumentando R\$1,5 bilhão em relação a igual período de 2011, e mantendo-se estável, em 0,9%, como proporção do PIB. A arrecadação líquida da Previdência, em linha com o crescimento da massa salarial, cresceu 14,1%, e os gastos com benefícios previdenciários, refletindo aumentos de 9,5% no valor médio dos valores pagos e de 3,1% na quantidade média mensal de benefícios pagos, aumentaram 13,1%.

As receitas totais do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – somaram

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-jul 2012/Jan-jul 2011

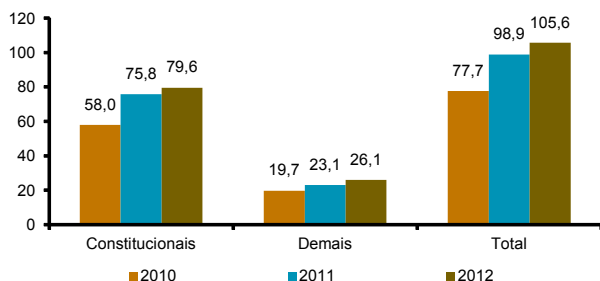


Fonte: MF/STN

Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios

Jan-jul

R\$ bilhões



Fonte: MF/STN

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

Superávit primário % PIB

Dívida líquida

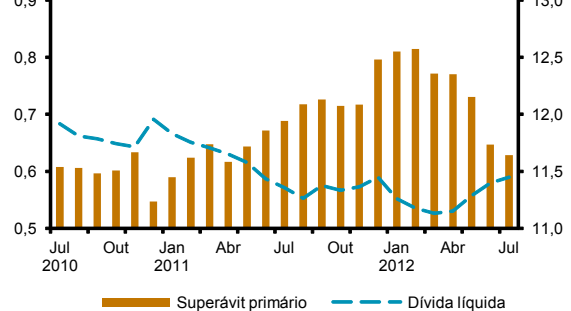
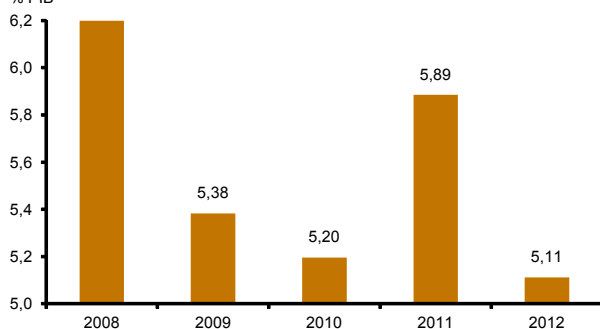


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados

Jan-jul

% PIB



R\$610,1 bilhões, crescendo 7% em relação ao mesmo período do ano anterior, evolução semelhante à das receitas líquidas, que excluem as transferências a estados e municípios. As despesas elevaram-se 12% no período.

As transferências para os governos regionais totalizaram R\$105,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, elevando-se 6,8% em relação ao mesmo período de 2011 e permanecendo estáveis em 4,2% do PIB. Destacaram-se os aumentos de R\$3,8 bilhões nas transferências constitucionais (Imposto de Renda – IR, IPI e outras), reflexo da maior arrecadação das receitas compartilhadas, e de R\$2,9 bilhões nas transferências de royalties de petróleo.

A arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, atingiu R\$158,4 bilhões nos seis primeiros meses do ano, aumentando 10,1% em relação ao mesmo período de 2011, enquanto a arrecadação relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) cresceu 6,9%, para R\$19,5 bilhões.

O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$17,9 bilhões nos sete primeiros meses do ano. A redução de 0,3 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011 decorreu de decréscimos nos resultados dos governos estaduais e dos governos municipais. As empresas estatais registraram superávit de R\$1,5 bilhão (0,06% do PIB), ante 0,08% do PIB nos sete primeiros meses de 2011.

Os juros nominais apropriados até julho totalizaram R\$128,5 bilhões, 5,10% do PIB, reduzindo-se 0,79 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. Essa redução foi influenciada, sobretudo, pela redução da taxa Selic e pela menor variação do IPCA, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, que são o componente mais importante do endividamento.

O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$57,2 bilhões (2,27% do PIB) nos sete primeiros meses de 2012, aumentando 0,29 p.p. do PIB em relação a igual período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão na dívida mobiliária interna e reduções na dívida bancária, na dívida externa líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2010		2011		Jul/2012	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	57,2	2,3
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-71,2	-2,8
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	128,5	5,1
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	57,2	2,3
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	96,6	3,8
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	223,7	8,9
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-117,3	-4,7
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-9,8	-0,4
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-39,4	-1,6

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

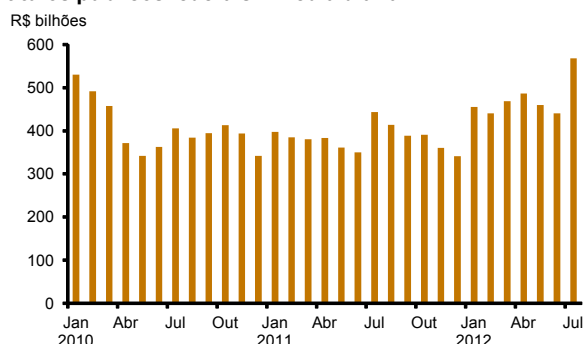


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

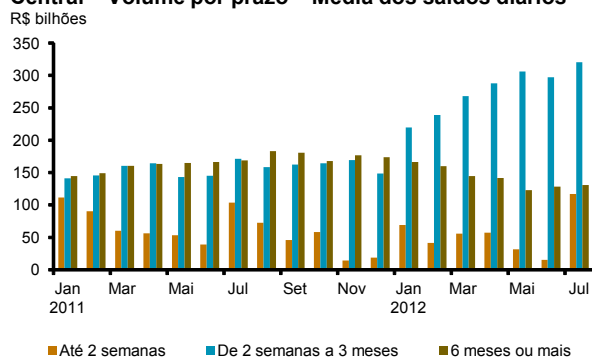
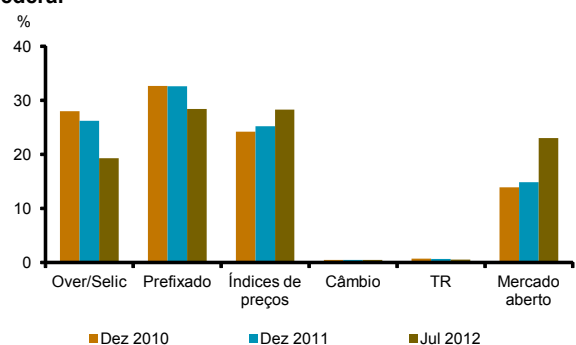


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R\$68,1 bilhões no trimestre encerrado em julho, resultado de colocações de R\$93,7 bilhões e resgates de R\$161,8 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$11,5 bilhões, das quais 56,3% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 25,1% com Letras do Tesouro Nacional (LTN) e 18,6% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT). Os resgates antecipados atingiram R\$0,5 bilhão, no mesmo período, integralmente de NTN-Bs.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$568,2 bilhões em julho, aumentando 16,8% em relação a abril. As operações de duas semanas a três meses passaram de R\$287,6 bilhões para R\$320,7 bilhões; as de prazo inferior a duas semanas, de R\$57,2 bilhões para R\$116,8 bilhões; e as de prazo de seis meses, de R\$141,5 bilhões para R\$130,8 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.788,4 bilhões em julho (41,5% do PIB), variando -0,8 p.p. do PIB em relação a abril e 0,2 p.p. em doze meses. O recuo trimestral decorreu de resgates líquidos de R\$55,2 bilhões no mercado primário; incorporação de R\$48,2 bilhões juros nominais; e do impacto de R\$0,8 bilhão decorrente da depreciação cambial de 8,4%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à índices de preços e das operações do mercado aberto realizadas pelo Banco Central para controle da liquidez registraram acréscimos respectivos de 1,7 p.p. e 2,3 p.p. em julho, em relação a abril. As participações dos títulos indexados à taxa Selic e dos prefixados reduziram-se, respectivamente, 1,8 p.p. e 2,2 p.p., e a dos títulos atrelados ao câmbio e à taxa referencial, mantiveram-se estáveis.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em julho: 4,9% do total

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

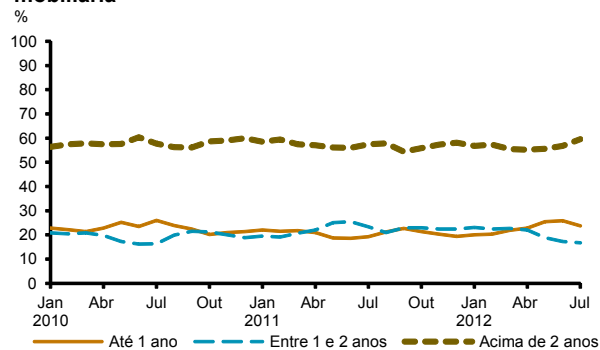


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

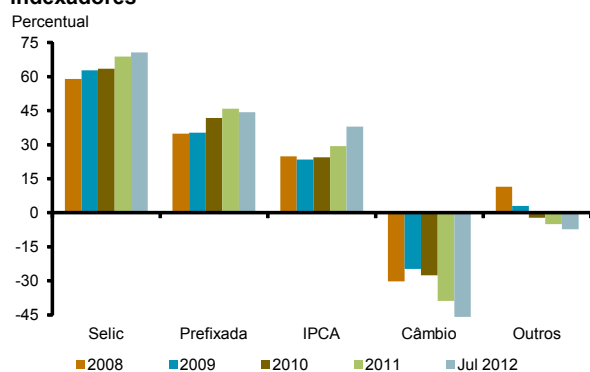
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Jul 2012	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,4	1 504 539	35,0
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	-4 008	-1,4
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	-4 008	-0,1
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	57 234	1,3
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-71 229	-1,7
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	128 462	3,0
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	-58 406	-1,4
Dívida interna ^{1/}	1513	0,0	-3405	-0,1	-3296	-0,1
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	-55 110	-1,3
Outros ^{2/}	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-2 001	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	2 969	0,1	487	0,0	-834	0,0
Privatizações	-2 742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-5,9		-3,5		-1,3

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



em 2012; 22,8% em 2013; e 72,3% a partir de janeiro de 2014. Os títulos vencidos em doze meses representaram 23,7% do total da dívida mobiliária em mercado, percentual no intervalo de 22% a 26% estabelecido pelo PAF 2012. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 46,2 meses, valor acima do limite superior do intervalo do PAF 2012, de 45,6 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$22,3 bilhões em julho. O resultado do trimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom de juros, foi favorável ao Banco Central em R\$554 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.504,5 bilhões (34,9% do PIB) em julho, reduzindo-se 1,49 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011. A dívida interna líquida passou de 49,4% do PIB, ao final de 2011, para 49,7% do PIB, e o saldo credor externo líquido, refletindo o impacto da depreciação cambial e do aumento das reservas internacionais, aumentou de 13% do PIB para 14,7% do PIB.

A redução registrada na relação DLSP/PIB em 2012 evidenciou as contribuições do superávit primário, 1,7 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da depreciação cambial de 9,3% registrada no período, 1,4 p.p., neutralizadas parcialmente pelo impacto de 3,0 p.p. associado à apropriação de juros nominais.

As maiores alterações na composição da DLSP em 2012 estiveram relacionadas ao crescimento da parcela vinculada aos índices de preços, que registraram expansão da ordem de 8,6 p.p., alcançando 38,0% do total; e da parcela credora vinculada ao câmbio, que aumentou 7,0 p.p., atingindo 45,9%, em virtude do aumento das reservas internacionais e da desvalorização cambial. A participação da parcela vinculada à taxa Selic registrou crescimento de 1,9 p.p., alcançando 70,7% da DLSP em julho.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.480,2 bilhões (57,6% do PIB) em julho, aumentando 3,4 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011. Destacaram-se a redução de 1,6 p.p. do PIB na dívida mobiliária em mercado e o aumento de 4,8 p.p. nas operações compromissadas.

3.4 Conclusão

A expansão do mercado de crédito segue em ritmo moderado. Manteve-se, nos meses recentes, tendência de crescimento mais acentuado das operações de crédito com recursos direcionados – destacando-se sobremaneira os financiamentos habitacionais – com desdobramentos sobre a representatividade dos bancos públicos no total das operações de crédito do sistema financeiro.

A evolução das concessões de crédito com recursos livres refletiu, em particular, o aumento da demanda por crédito para financiamento de automóveis. As operações destinadas a pessoas jurídicas, em fase de arrefecimento sazonal, devem observar ritmo mais intenso de expansão nos próximos meses, à medida que as empresas se preparam para as vendas de final de ano e a recuperação da atividade econômica se consolide em ritmo mais intenso.

As taxas de juros apresentaram declínio acentuado, atingindo patamares historicamente reduzidos, movimento consistente com o processo de diminuição da taxa básica de juros, e que evidenciou, ainda, o impacto de reduções expressivas dos *spreads*. Nesse contexto, considerando-se adicionalmente a probabilidade de retração dos índices de inadimplência, a expansão do crédito tende a continuar, permanecendo assim como elemento de sustentação da demanda agregada.

No âmbito fiscal, o ritmo de atividade menos intenso no primeiro semestre vem se traduzindo em recuo das receitas e do superávit primário acumulado no ano, em comparação ao registrado em 2011. No decorrer do segundo semestre tende-se a observar a reversão dessa trajetória, em linha com a aceleração da atividade.

O endividamento líquido segue em declínio, ressaltando-se que a redução na incorporação de juros nominais tende a continuar nos próximos meses.

Projeções da Dívida Líquida do Setor Público e da Dívida Bruta do Governo Geral

Tabela 1 – Parâmetros para projeções do endividamento público (Focus de 21.9.2012)

Discriminação	2012	2013	2014	2015	2016
Taxa Selic média (% a.a.)	8,7	7,6	9,0	9,0	8,5
IPCA (% a.a.)	5,4	5,5	5,2	5,0	4,8
IGP-DI (% a.a.)	8,7	5,3	5,0	4,5	4,5
Câmbio – final período (R\$/US\$)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Crescimento real do PIB (% a.a.)	1,6	4,0	4,0	4,0	3,7
Superávit primário (% do PIB)	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7

Tabela 2 – Evolução da DLSP

Fatores condicionantes

Discriminação	p.p. do PIB					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DLSP - saldo	36.4	35.2	33.5	32.2	30.7	28.8
DLSP - variação acum. ano	-2.7	-1.2	-1.7	-1.3	-1.5	-1.9
Fatores condicionantes	0.8	1.2	1.6	1.6	1.2	0.6
NFSP	2.6	1.9	1.2	1.3	1.0	0.8
Primário	-3.1	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.7
Juros	5.7	4.7	4.0	4.1	3.8	3.5
Ajuste Cambial	-1.6	-0.9	0.0	0.0	0.0	-0.2
Dívida interna cambial	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.0
Dívida externa cambial	-1.5	-0.9	0.0	0.0	0.0	-0.2
Dív. externa – Outros ajustes	-0.2	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reconhecimento de dívidas	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0
Privatizações	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Efeito do crescimento do PIB	-3.5	-2.4	-3.2	-2.9	-2.7	-2.4

Este box apresenta a trajetória esperada para importantes indicadores fiscais, entre 2012 a 2016. As projeções foram realizadas com base em parâmetros de mercado divulgados no Relatório Focus para as principais variáveis determinantes da evolução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Com base nas informações constantes da Tabela 1, a relação DLSP/Produto Interno Bruto (PIB) deverá atingir 35,2% ao final de 2012, patamar 1,2 p.p. menor do que o verificado em 2011 (Tabela 2). Nesse exercício, projetam-se contribuições negativas (isto é, baixistas) do resultado primário, 2,8 p.p. do PIB; da depreciação cambial prevista para o ano, 0,9 p.p. do PIB, dada a posição liquidamente credora em moeda estrangeira; e do efeito do crescimento do PIB nominal, 2,4 p.p. do PIB, contrastando com contribuições positivas (ou seja, altistas) respectivas de 4,7 p.p. e 0,3 p.p. do PIB da apropriação de juros nominais e do reconhecimento de dívidas.

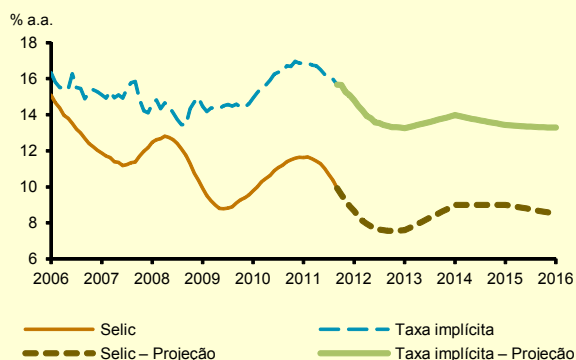
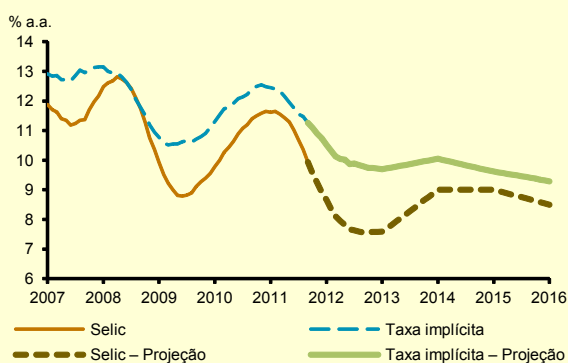
Por sua vez, a razão DBGG/PIB deverá aumentar 3,1 p.p. do PIB em 2012, totalizando 57,2%. Essa trajetória, também construída com base nos parâmetros da Tabela 1, reflete o efeito dos seguintes fatores: (1) depreciação cambial prevista para o ano; (2) acumulação de ativos mediante contrapartida em emissões de títulos públicos, aí computados os empréstimos já autorizados ao BNDES, de R\$45 bilhões; e (3) redução de alíquotas de depósitos compulsórios observada no ano, que se refletem no montante de operações compromissadas de controle da liquidez.

Sobre o serviço da dívida pública, destaquem-se, em 2012, as reduções respectivas de 1,0 p.p. do

Tabela 3 – Evolução da DBGG

Fatores condicionantes

Discriminação	p.p. do PIB					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DBGG - saldo	54.2	57.2	53.7	50.9	48.4	46.3
DBGG - var. acum. no ano	0.8	3.1	-3.6	-2.8	-2.5	-2.1
Fatores condicionantes	5.6	6.7	1.7	1.8	1.8	1.8
Necessidade financ. DBGG	5.2	6.2	1.3	1.5	1.5	1.7
Emissões líquidas	-1.0	0.7	-3.5	-3.2	-2.8	-2.3
Juros	6.1	5.5	4.9	4.8	4.3	4.0
Ajuste cambial	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Dív. mob. int. index. ao câmbio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dív. externa – Metodológico	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Dív. externa – Outros ajustes ^{1/}	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reconhecimento de dívidas	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0
Privatizações	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Efeito do crescimento do PIB	-4.8	-3.6	-5.3	-4.7	-4.3	-3.9

Gráfico 1 – Selic e taxa implícita da DLSP (acumulado em 12 meses)**Gráfico 2 – Selic e taxa implícita da DBGG (acumulado em 12 meses)**

PIB e de 0,7 p.p. do PIB na incorporação de juros nominais sobre a DLSP e DBGG. Esse movimento reflete, fundamentalmente, a redução da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e a do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), indicadores aos quais estão vinculadas significativas parcelas da dívida pública.

Estima-se em 14,7% a.a. a taxa implícita de juros incidente sobre a DLSP, em 2012, ante 16,9% a.a. observado em 2011; enquanto a taxa implícita incidente sobre a DBGG deverá recuar 2,1 p.p., para 10,4% a.a. (Gráficos 1 e 2).

Ressalte-se que a taxa implícita da DBGG situa-se em patamar próximo e apresenta trajetória similar à da taxa Selic, enquanto a taxa implícita da DLSP, embora em trajetória de queda, registra diferencial mais acentuado e apresenta, em alguns períodos, trajetória distinta da observada na taxa básica de juros. Análise mais detalhada sobre a evolução da taxa implícita de juros da DLSP foi apresentada no Boxe “Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a DLSP”, divulgado no Relatório de Inflação de março de 2011.

O déficit nominal deverá atingir 1,9% do PIB em 2012, recuando 0,7 p.p. em relação ao ano anterior, reflexo da menor incorporação de juros nominais e do superávit primário esperado pelo mercado para o período.

A DLSP/PIB e a DBGG/PIB deverão apresentar trajetória decrescente a partir de 2013, em cenário de ocorrência de superávits primários e crescimento do PIB esperados pelo mercado (Gráfico 3). As contribuições dos demais fatores, consideradas as trajetórias das taxas de juros, dos índices de preços e da taxa de câmbio do cenário de mercado, deverão ser mais moderadas do que em 2012. As relações DLSP/PIB e DBGG/PIB deverão atingir 28,8% e 46,3%, respectivamente, em dezembro de 2016.

A elasticidade da relação DLSP/PIB em relação aos principais indexadores do endividamento registra alterações importantes ao longo do tempo, conforme a Tabela 4. A elasticidade em relação à taxa Selic aumentou de 0,23 p.p., em 2002, para 0,27 p.p., em julho de 2012, período em que a

Gráfico 3 – Projeções para DLSP e DBGG

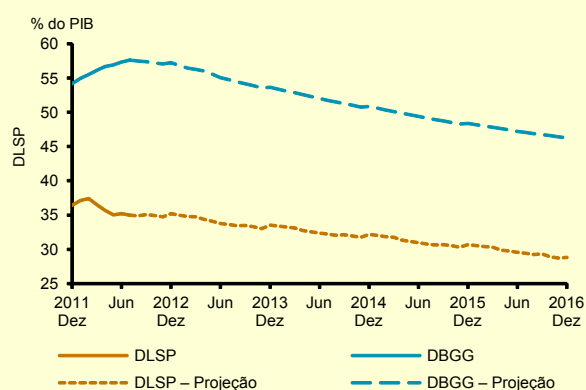


Tabela 4 – Elasticidade da DLSP aos indexadores

Impacto na relação DLSP/PIB

	p.p. do PIB						
	Taxas de juros		Índices de preços			Câmbio	
	Selic	TJLP	IPCA	IGP-DI	IGP-M	Total	
2002	0,23	-0,05	0,01	0,02	0,02	0,03	0,17
2003	0,26	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,12
2004	0,28	-0,05	0,01	0,01	0,04	0,04	0,08
2005	0,25	-0,05	0,02	0,01	0,03	0,07	0,03
2006	0,20	-0,06	0,06	0,01	0,03	0,07	-0,02
2007	0,23	-0,06	0,07	0,01	0,02	0,10	-0,08
2008	0,25	-0,06	0,09	0,01	0,02	0,12	-0,11
2009	0,27	-0,08	0,08	0,00	0,02	0,10	-0,11
2010	0,29	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,11
2011	0,27	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,14
2012 ^{1/}	0,27	-0,11	0,12	0,00	0,02	0,14	-0,16

1/ Valores em julho.

Tabela 5-- Projeções da DBGG de países selecionados

	% PIB			
	2011	2012	2014	2016
Economias avançadas	103,5	106,5	109,5	108,9
Estados Unidos	102,9	106,6	111,9	112,8
Área do Euro	88,1	90,0	90,8	88,6
França	86,3	89,0	90,6	87,5
Alemanha	81,5	78,9	75,8	72,7
Grécia	160,8	153,2	158,1	143,7
Irlanda	105,0	113,1	117,5	112,2
Itália	120,1	123,4	123,4	120,7
Portugal	106,8	112,4	114,4	110,7
Espanha	68,5	79,0	87,4	90,7
Japão	229,8	235,8	245,6	253,6
Reino Unido	82,5	88,4	92,8	90,1
Canadá	85,0	84,7	80,4	76,3
Economias emergentes	37,6	35,7	32,9	30,2
China	25,8	22,0	17,1	12,6
Índia	68,1	67,6	66,2	65,3
Rússia	9,6	8,4	9,0	11,3
Turquia	39,4	36,0	33,5	32,1
Brasil	54,2	57,2	50,9	46,3
México	43,8	42,9	43,0	43,1
África do Sul	38,8	40,0	41,5	38,8

Fontes: Banco Central e FMI/Fiscal Monitor de abril de 2012.

elasticidade em relação à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) passou de -0,05 p.p. para -0,11 p.p., devido, principalmente, ao aumento no volume de crédito junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A elasticidade em relação ao IPCA aumentou de 0,01 p.p. para 0,12 p.p., reflexo das emissões líquidas de Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) no período, e a elasticidade em relação à taxa de câmbio passou de 0,17 p.p. para -0,16 p.p., resultado da significativa alteração na composição do endividamento externo, considerando que o setor público passou de devedor externo líquido a credor externo líquido.

A comparação internacional, considerada a evolução da relação DBGG/PIB até o final de 2016, revela que o endividamento do setor público brasileiro apresenta tendência declinante similar à esperada para a maioria das economias emergentes (Tabela 5). Ressaltem-se as distinções acentuadas entre as trajetórias projetadas para o indicador do Brasil, recuo de 7,8 p.p., e para os referentes aos países da Área do Euro, aumento de 0,5 p.p., e aos Estados Unidos da América (EUA), elevação de 9,9 p.p.

Em resumo, as projeções com base em parâmetros de mercado indicam trajetória decrescente nos próximos anos para a dívida líquida do setor público e para a dívida bruta do governo geral. Esta tendência é favorecida pelos superávits primários esperados, pela trajetória da taxa Selic, e pela retomada do crescimento econômico, evidenciada nas expectativas de mercado, que apontam taxa média de crescimento do PIB próxima a 4% a.a., de 2013 a 2016.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2010		2011		2012			
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB								
Estados Unidos	2,6	2,4	0,1	2,5	1,3	4,1	2,0	1,7
Área do Euro	1,5	1,4	2,5	1,0	0,3	-1,4	-0,1	-0,7
Reino Unido	2,5	-1,7	1,9	-0,4	2,4	-1,4	-1,3	-1,8
Japão	2,7	0,0	-7,9	-1,3	6,9	0,3	5,3	0,7
China ^{1/}	n.d.	10,0	9,1	10,0	9,5	7,8	6,6	7,4
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,5	4,1	3,1	1,0	1,7	2,0	2,4	1,7
Área do Euro	1,0	1,8	-0,1	-1,7	0,7	-2,1	-0,8	-0,8
Reino Unido	-0,6	1,2	-3,2	-1,8	-2,7	1,8	-0,4	-1,3
Japão	1,9	1,0	-5,9	2,2	4,5	3,0	5,0	0,5
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	7,7	9,2	-1,3	14,5	19,0	9,5	7,5	4,2
Área do Euro ^{2/}	0,8	-2,5	8,0	-0,8	-1,5	-2,0	-5,2	-3,3
Reino Unido ^{2/}	11,5	-6,6	-3,3	-0,6	2,6	-2,2	7,9	-12,0
Japão	4,4	-6,2	-0,3	-3,5	1,0	23,8	-6,3	5,6
Investimento residencial								
Estados Unidos	-28,6	1,4	-1,4	4,2	1,4	12,0	20,6	8,9
Área do Euro ^{3/}	-2,8	-7,4	11,2	-3,6	-2,5	-1,4	n.d.	n.d.
Reino Unido	25,3	-14,8	0,3	38,3	-10,6	14,6	-7,5	n.d.
Japão	1,0	20,1	6,9	-11,5	20,7	0,6	-6,3	3,8
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	9,7	10,0	5,7	4,1	6,1	1,4	4,4	6,0
Área do Euro	8,0	8,1	6,0	2,4	6,1	-0,7	2,8	5,5
Reino Unido	3,7	13,8	6,9	-11,4	2,7	13,0	-6,6	-6,5
Japão	4,6	-0,8	-1,4	-21,3	35,2	-13,8	14,3	5,0
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	13,9	0,0	4,2	0,1	4,7	4,9	3,1	2,9
Área do Euro	5,9	6,8	4,4	0,8	2,0	-5,6	-0,9	3,6
Reino Unido	8,5	6,2	-8,5	-3,2	0,8	6,6	-1,3	5,8
Japão	8,4	1,7	6,1	0,1	14,4	4,0	9,2	6,7
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-0,3	-4,4	-7,0	-0,8	-2,9	-2,2	-3,0	-0,9
Área do Euro ^{4/}	1,1	-0,4	-0,7	0,1	-0,9	0,0	0,7	0,6
Reino Unido ^{4/}	-2,9	-0,3	0,3	1,7	-0,5	3,3	7,8	-0,1
Japão	1,6	0,3	-2,3	7,8	0,2	0,6	6,2	2,0

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 economia global enfrenta período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado. Nesse sentido, prevalece ritmo moderado de atividade nos Estados Unidos da América (EUA), em ambiente de riscos decorrentes do quadro de contenção fiscal e da crise europeia. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas de ordem política traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodáticas, que, eventualmente, ainda podem ser aprofundadas. Os núcleos de inflação continuam em níveis moderados nos EUA, na Zona do Euro e no Japão. 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.

Os índices de preços internacionais de *commodities* energéticas e agropecuárias aumentaram, em razão das elevações nas cotações do petróleo e das *commodities* agrícolas, com ênfase no impacto da seca em importantes regiões produtoras dos EUA e Rússia. Por sua vez, os índices de preços de *commodities* metálicas recuaram no período.

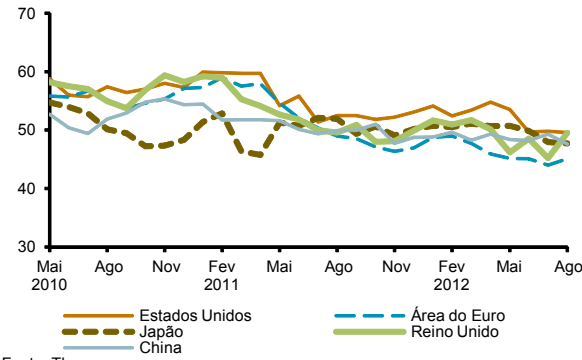
4.1 Atividade econômica

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 1,7% no trimestre encerrado em junho, ante 2,0% naquele finalizado em março, ressaltando-se a contribuição de 1,2 p.p. do consumo das famílias, ante 1,7 p.p. no trimestre anterior. O setor externo, refletindo aumentos anualizados registrados nas exportações, 6,0%, e nas importações, 2,9%, contribuiu com 0,3 p.p. para a expansão do PIB no período.

A manutenção do ritmo moderado de crescimento na economia dos EUA segue sujeita a riscos de baixa. Nesse

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

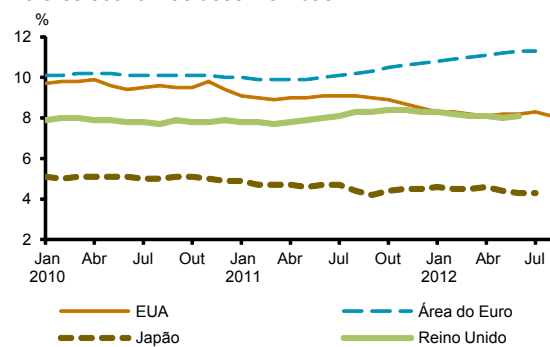
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

sentido, a produção industrial registrou recuo mensal de 1,2% em agosto, e o PMI do setor manteve-se em patamar inferior a 50 pontos em junho, julho e agosto, apontando a primeira contração do setor nos últimos três anos. Adicionalmente, o sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, mesmo aumentando dois pontos em agosto, mantém-se em patamar inferior ao vigente antes do início da crise.

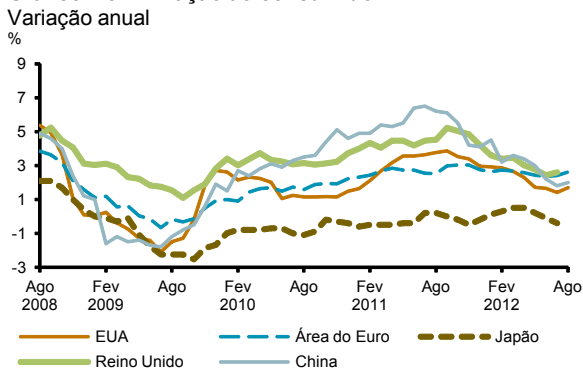
A desaceleração da economia dos EUA se reflete no mercado de trabalho, que registrou a criação líquida de 200 mil vagas no trimestre encerrado em junho, ante 677 mil naquele finalizado em março. Embora se verificasse a criação de apenas 96 mil postos de trabalho em agosto, a taxa de desemprego recuou para 8,1% no mês. O menor dinamismo do mercado de trabalho favoreceu a moderação do consumo das famílias, expressa no crescimento mensal de 0,4% nos gastos pessoais em julho, contribuindo para que a taxa média trimestral de poupança das famílias atingisse 4,2% no mês, a maior desde agosto de 2011.

Na Área do Euro, o PIB registrou contração anualizada de 0,7% no trimestre encerrado em junho, ante queda de 0,1% naquele finalizado em março, com ênfase nos recuos assinalados na Itália, 3,3%, e na Espanha, 1,7%, e no crescimento de 1,1% na Alemanha. Nesse contexto, em julho, a taxa de desemprego atingiu 11,3%, maior patamar desde a criação da união monetária, a despeito de a produção industrial ter apresentado expansão de 0,6%. Em agosto, o Índice de Confiança do Consumidor registrou recuo mensal de 3,1 p.p. e o PMI regional experimentou a sétima contração consecutiva, atingindo 46,6 pontos. Ressalte-se que o PMI na Alemanha registrou a quarta retração mensal em sequência, totalizando 47 pontos.

No Reino Unido, a variação trimestral anualizada do PIB registrou o terceiro recuo consecutivo, atingindo -1,8% no segundo trimestre de 2012, destacando-se a contribuição negativa de 3,9 p.p. exercida pelo setor externo e os recuos na formação bruta de capital fixo, 12%, e no consumo das famílias, 1,3%. A evolução desfavorável da economia do Reino Unido está evidenciada no desempenho da indústria, que retraiu, na margem, 0,9% no segundo trimestre do ano. A despeito de a taxa de desemprego, refletindo o impacto das olimpíadas disputadas no país, ter recuado para 8% no trimestre encerrado em junho, a mesma tornou a subir no trimestre encerrado em julho, para 8,1%.

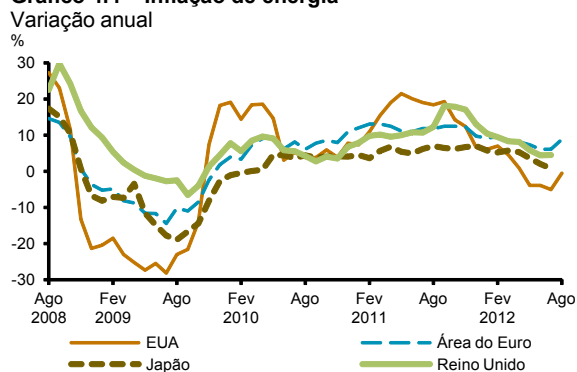
A economia japonesa registrou desaceleração expressiva no segundo trimestre, com expansão anualizada de 0,7% (ante 5,3% no primeiro), com destaque para

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



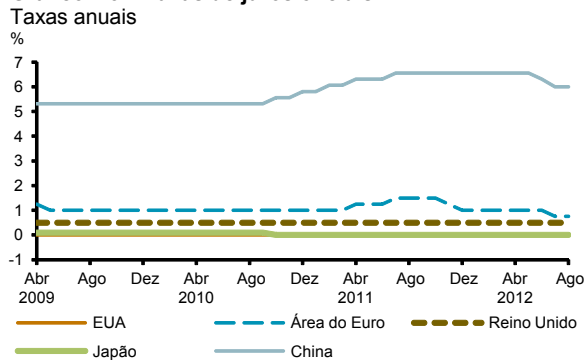
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



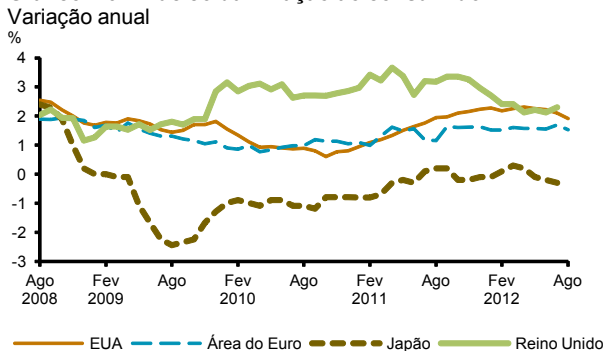
Fonte: Thomson

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

aumentos nos investimentos privados não residenciais, de 5,6%, e nos investimentos do governo, de 7,2%, e para recuos nas taxas de crescimento das exportações e do consumo privado, respectivamente, 5,0% e 0,5%. O PMI composto atingiu 48,6 pontos em agosto, situando-se, pelo terceiro mês consecutivo, em patamar indicativo de contração.

Na China, a variação trimestral anualizada do PIB atingiu 7,4% no segundo trimestre, após três desacelerações trimestrais consecutivas. Vale ressaltar que o PIB do país registrou crescimento interanual de 7,6% no trimestre encerrado em junho, a sexta desaceleração consecutiva nesse tipo de análise.

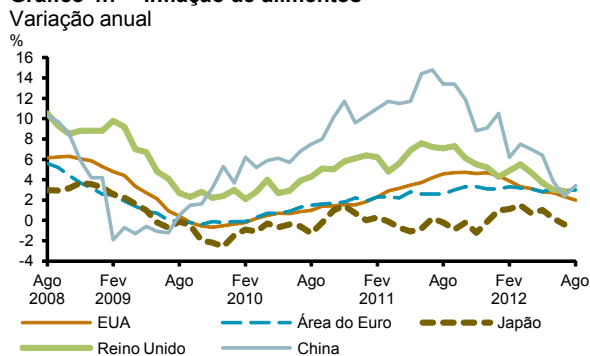
4.2 Política monetária e inflação

Nos EUA, a inflação ao consumidor (IPC) acumulada em doze meses atingiu 1,7% em agosto, em especial, devido ao declínio de 0,6% no preço da energia. O núcleo do IPC, que exclui alimentos e energia, cresceu 1,9%, menor aumento anual desde julho de 2011. A variação em doze meses do deflator das despesas pessoais de consumo (DPC), índice de referência para a condução da política monetária, atingiu 1,3% em julho, menor patamar desde outubro de 2009. No que se refere à condução da política monetária, em 20 de junho, o *Federal Reserve* (Fed) prorrogou por seis meses a Operação Twist, representando a troca adicional de cerca de US\$267 bilhões de *treasuries* até o final do ano. A meta para a taxa dos *Fed funds* se mantém na mínima histórica definida pelo intervalo entre 0 e 0,25% a.a. desde dezembro de 2008 e, segundo sinalizações do Fed, pode permanecer nesses patamares até, pelo menos, o final de 2014.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 2,6% em agosto. A análise em doze meses revela, ainda, que o núcleo do IPCH, que exclui alimentos, energia, bebidas e tabaco, cresceu 1,7% em julho, após quatro meses em 1,6%, enquanto os preços da energia elevaram-se 8,9% em agosto, ante 13,1% em fevereiro de 2011. O Banco Central Europeu (BCE), considerando o desempenho da atividade econômica da região e as perspectivas de que a inflação siga em declínio no decorrer do ano e permaneça abaixo de 2% em 2013, reduziu as taxas de juros das principais operações de refinanciamento em 25 p.b., para 0,75% a.a.

No Reino Unido, persiste a trajetória desinflacionária iniciada em outubro de 2011, com a inflação em doze

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



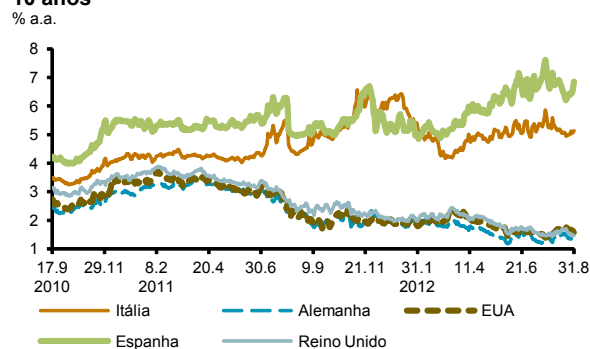
Fonte: Thomson
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

meses de 2,6% em julho. Vale ressaltar que essa dinâmica evidencia, em especial, a evolução dos preços nos segmentos alimentos e energia, que, considerados períodos de doze meses, variaram, na ordem, 2,9% e 4,5% em julho, ante 7,3% e 18,1%, respectivamente, em setembro de 2011. Nesse ambiente, em julho, o Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) ampliou o programa de compra de ativos com emissão de reservas em £50 bilhões, para £375 bilhões, devendo integralizá-lo nos próximos três meses, e manteve a taxa bancária oficial em 0,5% a.a., nível praticado desde março de 2009.

No Japão, a inflação anual ao consumidor (IPC) atingiu -0,4% em julho, ante -0,1% em junho, com ênfase na trajetória declinante da inflação anual da energia, que recuou para 0,8% em julho. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura*, atingiu -0,3% em julho e a do núcleo que exclui alimentos e energia, -0,6%. O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, em agosto, a taxa básica de juro (*uncollateralized overnight call rate*) no intervalo fixado em outubro de 2010, entre 0 e 0,1%, e o programa de compra de ativos em ¥70 trilhões, a ser finalizado em junho de 2013.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,0% em julho, segunda menor taxa desde fevereiro de 2010, com destaque para a variação dos preços dos alimentos, 3,4%, ante 14,8% em julho de 2011. Avaliando o contexto inflacionário e a trajetória da atividade econômica, o Banco do Povo da China (BPC) decidiu, em julho, cortar as taxas de juros de depósito e empréstimo de um ano às instituições financeiras em 0,25 p.p. e 0,31 p.p., respectivamente, para 3,0% e 6,0%. O BPC manteve inalteradas as taxas de recolhimento compulsório em 18% para os pequenos bancos e, em 20%, para os grandes bancos.

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos

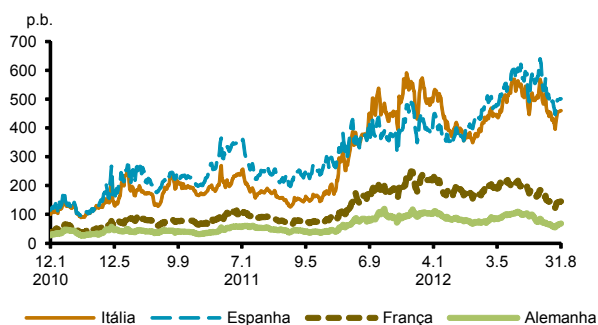


Fonte: Bloomberg

4.3 Mercados financeiros internacionais

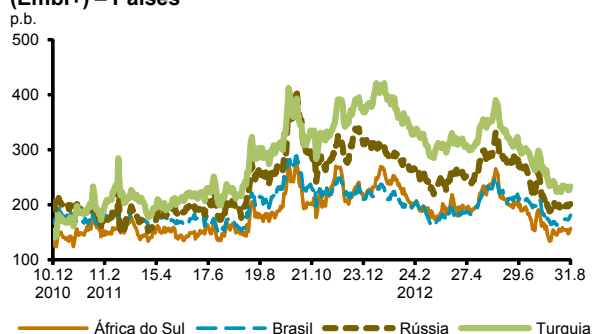
O ambiente de incerteza ao longo do bimestre encerrado em julho refletiu o impasse político observado na Grécia no período; o arrefecimento da atividade nos EUA e na China, os indícios de disseminação da recessão na Área do Euro; e o agravamento do balanço de riscos sobre a situação financeira dos bancos europeus e sobre o desempenho da consolidação fiscal no continente. A partir do final de julho, no entanto, os mercados financeiros responderam favoravelmente às manifestações das

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)



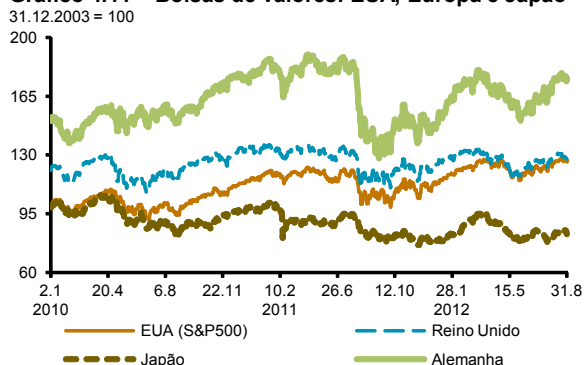
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.10 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países



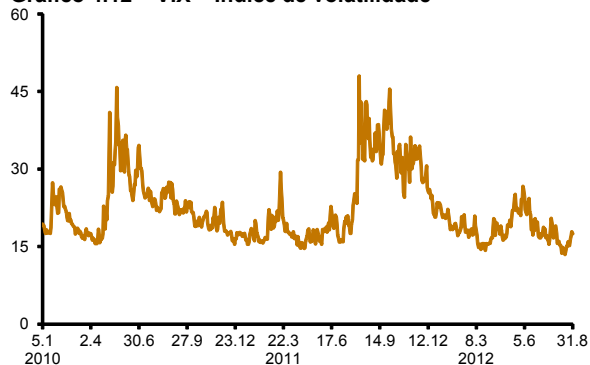
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Bloomberg

autoridades monetárias, especialmente do BCE, no sentido da defesa incondicional do euro.

Os rendimentos anuais dos títulos de dez anos da Espanha e Itália atingiram, na ordem, 7,62% e 5,86% em 24 de julho, enquanto os papéis de mesmo prazo da Alemanha, Reino Unido e EUA recuaram, pela ordem, para 1,24%, 1,47%, 1,39%, valores próximos às mínimos históricos. Após a manifestação do BCE no sentido de preservação do euro, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos de Espanha e Itália passaram a registrar tendência declinante, atingindo, na ordem, 6,2% e 4,9% em 21 de agosto.

Apesar da obtenção de assistência financeira emergencial, persistiram os temores a respeito da necessidade de a Espanha recorrer a programa de resgate soberano junto à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Essa percepção implicou o aumento dos *Credit Default Swaps* (CDS) soberanos do país e da Itália, que atingiram, na ordem, 641 p.b. e 569 p.b. em 24 de julho, ante 571 p.b. e 507 p.b., respectivamente, em 10 de julho. Desde o início de agosto, entretanto, as expectativas de que as autoridades monetárias atuassem de forma a conter os riscos associados à fragilidade de algumas economias contribuíram para a redução dos CDS, com os associados à Espanha e à Itália situando-se em 510 p.b. e 467 p.b., respectivamente, ao final de agosto.

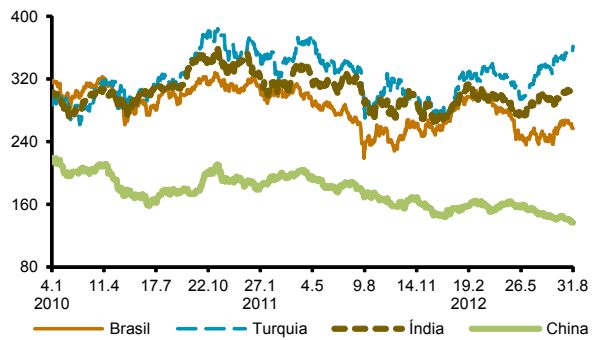
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+), após atingir 358 p.b. em 24 de julho, ápice do nervosismo no período, situou-se em 313 p.b. em 31 de agosto, recuando 106 p.b. no trimestre. A redução da aversão ao risco foi igualmente observada nos indicadores dos principais países emergentes, em especial da Turquia e da África do Sul.

Os índices das principais bolsas de economias maduras, apesar de recuarem abruptamente em julho diante das evidências de desaceleração econômica global e da percepção de fragilidade fiscal nas economias mais vulneráveis da Europa, se recuperaram e registraram ganhos no trimestre encerrado em agosto. Os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; e Nikkei, do Japão, aumentaram, respectivamente, 11,2%, 7,4%, 7,3% e 3,9% no período.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

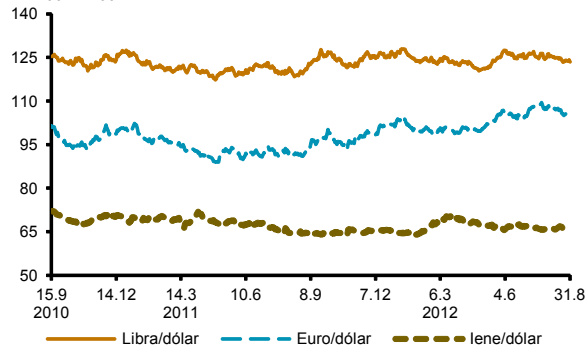
31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

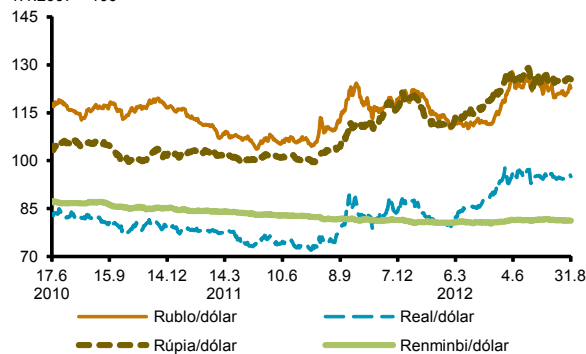
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes

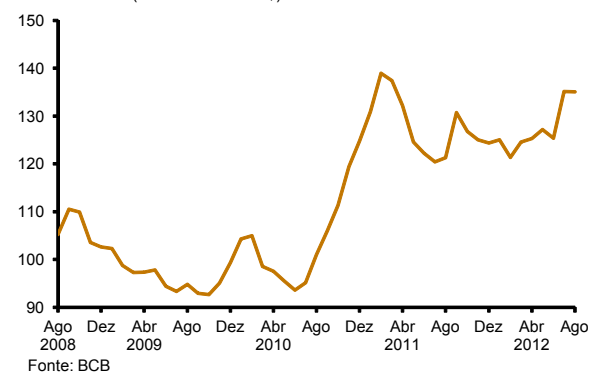
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

prazo do índice S&P 500, recuou 6,6 pontos no do trimestre finalizado em agosto, para 17,5 pontos, e chegou aos 13,5 pontos em 17 de agosto, menor patamar desde janeiro de 2005. Essa redução da aversão ao risco refletiu a melhora no sentimento dos investidores associada, em especial, à vitória da coligação pró-austeridade na Grécia, mitigando receios de sua saída do bloco europeu; ao anúncio do acordo de assistência da União Europeia para a recapitalização dos bancos espanhóis; e às medidas anunciadas pela Cúpula da Área do Euro⁸.

Os mercados acionários dos países emergentes registraram, de modo geral, recuperação no trimestre finalizado em agosto. O *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia, cresceu 22,3% no período, seguindo-se as valorizações dos índices *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia, 7,5%, e do Ibovespa, do Brasil, 4,7%. Em oposição, o índice *Shanghai Composite*, da China, recuou 13,7% no período, evolução associada, em parte, às perspectivas de redução do ritmo de crescimento da economia chinesa.

O dólar dos EUA registrou depreciações respectivas de 3,0% e 1,7% em relação à libra e ao euro, no trimestre encerrado em agosto. No âmbito das moedas de economias emergentes, o dólar registrou, no período, estabilidade em relação ao real e ao renminbi, e depreciações respectivas de 3,3% e 1,0% ante o rublo russo e à rúpia indiana.

4.4 Commodities

Os indicadores de preços de *commodities*, após recuarem acentuadamente no trimestre terminado em maio, registraram valorizações no trimestre encerrado em agosto, em cenário de restrições de oferta nos segmentos agropecuário e energético. O índice S&P e *Goldman Sachs Spot* aumentou 13,2% no período, reflexo de variações respectivas de 30,1%, 12,5% e -0,4% nos índices relativos às *commodities* agropecuárias, energéticas e metálicas. O Índice de *Commodities – Brasil* (IC-Br), calculado pelo Bando Central, considerando médias mensais das cotações em reais, cresceu 6,2% no trimestre finalizado em agosto. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 4,9% em relação ao trimestre encerrado em maio e 8,7% em relação a igual intervalo de 2011.

8/ O BCE assumirá o papel de supervisor único do bloco, e os fundos *European Financial Stability Facility* (ESFS) e *European Stability Mechanism* (ESM) poderão fazer capitalização direta de bancos e compra de títulos soberanos no mercado secundário sem novos programas de austeridade.

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

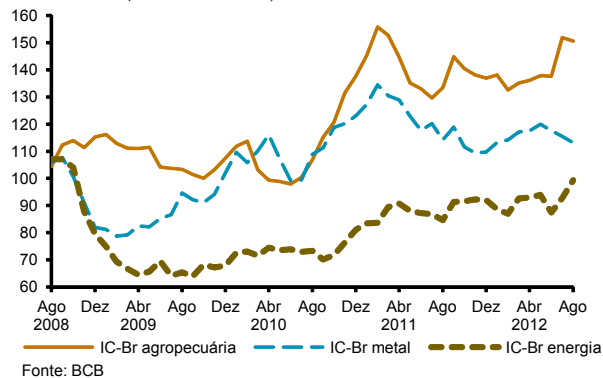


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

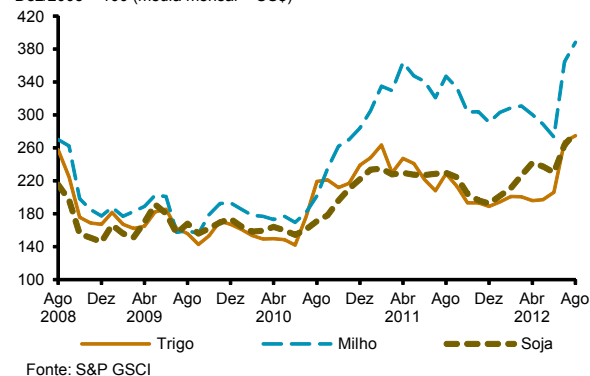


Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

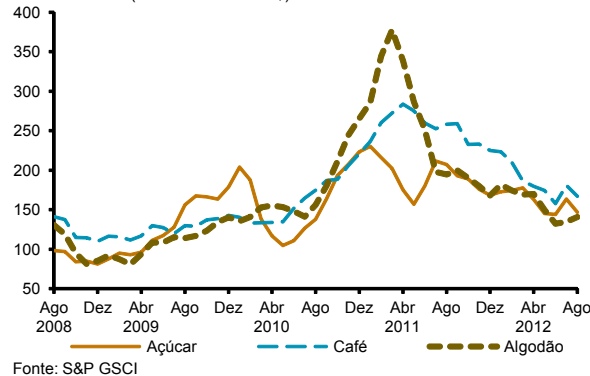
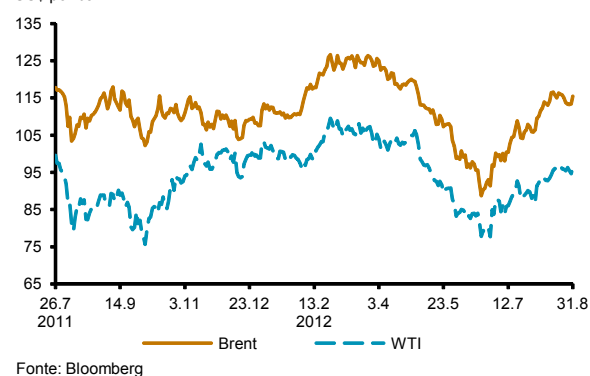


Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



A trajetória dos preços internacionais das *commodities* agropecuárias evidenciou o impacto da estiagem que atingiu regiões produtoras de grãos nos EUA sobre as perspectivas para a safra 2012/13. De acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços médios do trigo, milho e soja cresceram, na ordem, 39,5%, 34,4% e 17,3% no trimestre, contrastando com os recuos respectivos de 6,2% e 4,0% nos do algodão e café.

O recuo nas cotações das *commodities* metálicas refletiu, fundamentalmente, a deterioração das expectativas de crescimento da economia global e a moderação no ritmo de crescimento da economia chinesa. Nesse cenário, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, as cotações médias do alumínio recuaram 8,1%; do níquel, 7,4%; do zinco, 5,3%; do chumbo, 5,3%; e do cobre, 4,5%.

A cotação do minério de ferro experimentou recuo acentuado a partir de meados de julho, reflexo da ampla oferta de aço, da manutenção de elevados níveis de estoques nos portos da China e da desaceleração da demanda pelo metal nesse país. O preço médio do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês, de acordo com o *Metal Bulletin*, decresceu 18,6% no trimestre encerrado em agosto.

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, valorizações de 11,5% e 13,1% no trimestre encerrado em agosto. Após recuarem até meados de junho, em ambiente de aumento da produção nos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) e arrefecimento das tensões geopolíticas no Oriente Médio, as cotações da *commodity* passaram a refletir, a partir de julho, a reversão dessas condições, o início do embargo europeu ao petróleo iraniano e a menor oferta.

4.5 Conclusão

O PIB mundial tende a apresentar baixas taxas de crescimento. Os riscos para a atividade global seguem elevados, em ambiente de manutenção da recessão na Europa, com reflexos percebidos inclusive na Alemanha; e frágil recuperação da economia dos EUA, que registrou desaceleração do consumo privado e taxa de desemprego em patamar elevado. Na China, o menor vigor nos setores imobiliário e externo mantém-se como vetor de baixa para os preços das *commodities* metálicas, enquanto no Japão seguem deterioradas as perspectivas em relação à recuperação da atividade no curto prazo.

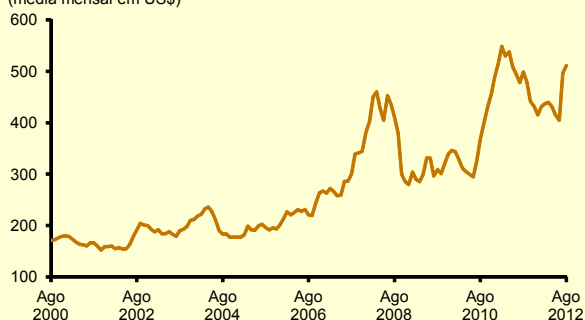
Nos mercados financeiros, embora ainda elevada, a aversão ao risco diminuiu ao longo do trimestre encerrado em agosto, em parte, reflexo do posicionamento das autoridades monetárias europeias em relação à preservação do euro. Vale ressaltar, no entanto, que os prêmios de riscos dos países em dificuldade fiscal seguem elevados em relação às respectivas médias históricas.

Nesse contexto, os bancos centrais das principais economias seguem optando pela manutenção, e mesmo intensificação, de posturas de política monetária acomodáticas.

Evolução Recente nos Preços de *Commodities* Agrícolas

O recente aumento nos preços das *commodities* agrícolas suscitou preocupações a respeito dos impactos sobre a inflação, em especial de mercados emergentes, onde os alimentos têm participação relevante na cesta de consumo. Este boxe contextualiza a recente alta nos preços de algumas *commodities* agrícolas e compara os condicionantes existentes no cenário atual e nos dois choques anteriores.

Gráfico 1 – Índice S&P e Goldman Sachs de *commodities* (agrícolas)
(média mensal em US\$)



Fonte: Bloomberg

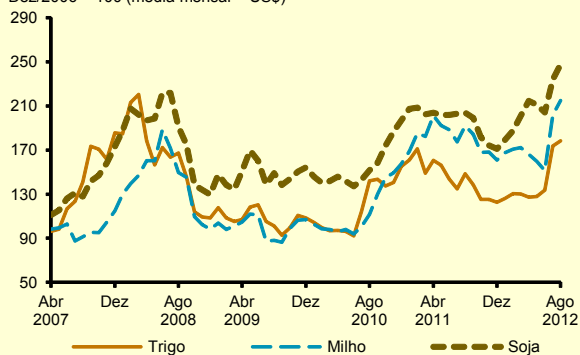
A tendência de alta nos preços internacionais das *commodities* agropecuárias iniciou-se em meados de 2001 (Gráfico 1). A evolução dos preços ao longo da década foi influenciada pela aceleração da atividade econômica em importantes economias do mundo, com ênfase no impacto do crescimento da renda nos mercados emergentes, sobretudo nos asiáticos, onde o aumento da demanda por produtos primários evidenciou modelo de crescimento intensivo em *commodities* básicas. Vale ressaltar, no entanto, que movimentos pontuais exercem impacto relevante sobre a demanda e a oferta das *commodities* básicas, condicionando a trajetória desses preços no curto prazo.

A análise neste boxe considerou a ocorrência de choque nos preços das agrícolas no período de maio de 2007 a julho de 2008, quando o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) Agropecuária, medido em dólares dos EUA, cresceu 44,5%; e o choque ocorrido de junho de 2010 a fevereiro de 2011, quando o mesmo indicador aumentou 72,4%.

Ambos os choques decorreram de problemas climáticos que ocasionaram reduções na produtividade global de grãos e oleaginosas, em ambiente de crescimento da demanda mundial por alimentos.

Gráfico 2 – Commodities: trigo, milho e soja

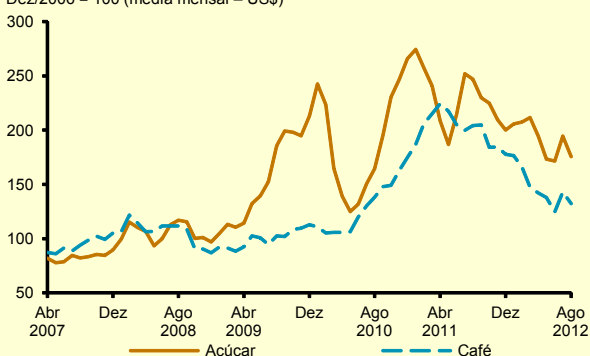
Dez/2006 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 3 – Commodities: açúcar e café

Dez/2006 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

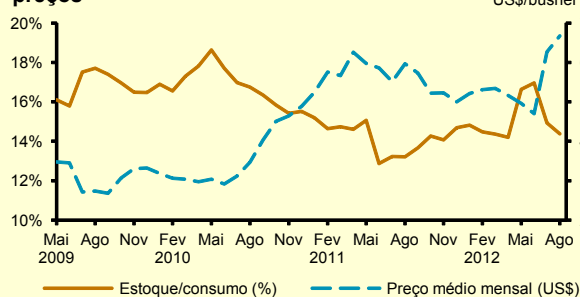
Tabela 1 – Milho: estimativa de safra 2012/2013^{1/}

	Mai	Agosto	Var. %
Mundo	945 783	849 006	-10,20
EUA	375 683	273 789	-27,12
China	193 000	200 000	3,63
EU-27	63 100	61 542	-2,47
Brasil	67 000	70 000	4,48
México	21 000	21 500	2,38
Argentina	25 000	28 000	12,00

Fonte: USDA, *World Agricultural Supply and Demand Estimates Report*

1/ Em mil toneladas métricas.

Gráfico 4 – Milho: evolução estoque/consumo e preços



Fontes: S&P GSCI, USDA

Nota: a curva estoque/consumo foi construída tomando-se por base os relatórios mensais do USDA para a última safra disponível no período de divulgação de cada relatório.

A elevação nos preços desses produtos, em ambos os casos, foi seguida por aumento nas importações por parte de grandes mercados consumidores, notadamente China, e medidas de restrição de exportações por parte de alguns grandes produtores com o objetivo de evitar desabastecimento doméstico. Adicionalmente, no segundo choque, a adoção de medidas de políticas monetárias não convencionais – a exemplo do afrouxamento quantitativo adotado por bancos centrais de economias desenvolvidas – favoreceu a liquidez dos mercados, adicionando viés de alta aos preços dos ativos financeiros.

Em relação ao movimento recente dos preços agrícolas, o IC-Br Agropecuária, medido em dólares, registrou elevação mensal de 11,4% em julho de 2012, maior variação mensal nesse tipo de comparação, e recuou 0,94% em agosto. A evolução do índice no bimestre refletiu, em especial, as elevações nos preços do trigo, 33,7%; milho, 33,2%; e soja, 19,2%, reflexo das estiagens nos EUA, considerada a mais severa dos últimos 50 anos, e em alguns países do leste europeu, sobretudo Rússia (Gráficos 2 e 3).

Em relação à cultura de milho, estimativas de safra do Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA) realizadas em agosto indicam recuos respectivos de 27,1% e 10,2% para 2012/2013 nos Estados Unidos da América (EUA) e mundial, em relação às estimativas divulgadas em maio (Tabela 1). Ressalte-se que as participações dos EUA – maior produtor e exportador do grão – no total estimado para a produção e exportação totais de trigo registraram recuos respectivos de 7,5 p.p. e 10,7 p.p., no período, atingindo, na ordem, 32,2% e 35,6%. Em oposição, o USDA estimou crescimentos de 4,5 p.p. e 3,6 p.p. nas participações relativas das exportações da Argentina e Brasil, que passariam a representar, na ordem, 19,9% e 15,1% das vendas externas da *commodity*.

A relação estimada de estoque/consumo global na safra 2012/2013 recuou de 16,6%, em maio, para 14,4%, em agosto, período em que o preço médio do grão aumentou 11,6%¹ (Gráfico 4).

A estimativa para produção global de soja decresceu 4% entre os relatórios do USDA de agosto

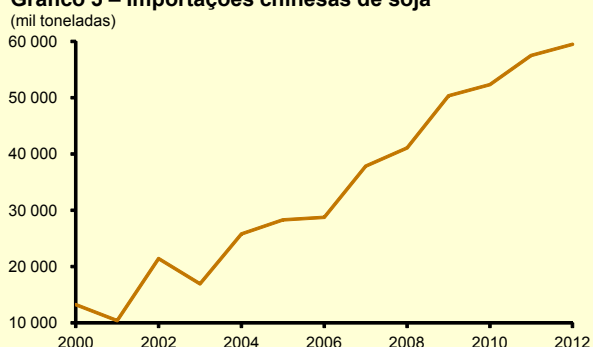
1/ De acordo com o índice *spot* mensurado pela S&P e Goldman Sachs para o milho.

Tabela 2 – Soja: estimativa de safra 2012/2013^{1/}

	Maio	Agosto	Var. %
Mundo	271 421	260 459	-4,04
EUA	87 226	73 265	-16,01
Brasil	78 000	81 000	3,85
Argentina	55 000	55 000	0,00
China	13 100	12 600	-3,82
Índia	11 000	11 000	0,00

Fonte: USDA, *World Agricultural Supply and Demand Estimates Report*

1/ Em mil toneladas métricas.

Gráfico 5 – Importações chinesas de soja

Fonte: USDA, *World Agricultural Supply and Demand Estimates Report*

Tabela 3 – Trigo: estimativa de safra 2012/2013^{1/}

	Maio	Agosto	Var. %
Mundo	677 563	662 826	-2,18
EU-27	132 000	132 897	0,68
China	120 000	118 000	-1,67
Índia	91 000	93 900	3,19
EUA	61 106	61 732	1,02
Rússia	56 000	43 000	-23,21

Fonte: USDA, *World Agricultural Supply and Demand Estimates Report*

1/ Em mil toneladas métricas.

e maio, conforme a Tabela 2, período em que o preço médio do grão aumentou 18,8%, atingindo o maior nível da série^{2/}. A redução na projeção entre os dois relatórios incorpora recuo de 16% na estimativa para a safra dos EUA e ganho de 4,3% na produtividade em relação à safra anterior, enquanto a relação estoque/consumo cresceu 0,3 p.p., para 20,8%. Ressalte-se que, de acordo com o relatório de agosto, embora a produção de soja dos EUA permaneça a mais representativa da safra mundial 2012/2013, a participação das exportações brasileiras no total do comércio externo do grão será a mais elevada, atingindo 40%, ante 32,1% no relatório de maio

Do ponto de vista de demanda, é importante ressaltar a retração, de 9,9% na safra 2011/2012 para 3,5% na safra 2012/2013, no ritmo de crescimento das importações de soja da China (Gráfico 5), que deverão, de acordo com o relatório de agosto do USDA, representar cerca de 65% das importações totais do grão relativas à safra 2012/2013.

A estimativa do USDA para a produção de trigo recuou 2,2% em agosto, em relação a maio (Tabela 3), evolução associada, em especial, à redução de 23,2% na projeção para a safra russa, sensibilizada pelas condições climáticas adversas que atingiram o leste europeu. Embora a produção física da *commodity* tenha recuado marginalmente, seu preço médio aumentou 38% no período, trajetória associada ao efeito substituição para uso deste produto na alimentação animal, em lugar de grãos que registraram aumentos acentuados no período. A relação estoque/consumo de trigo estimada para a safra 2012/2013 atingirá 25,9%, a mais confortável – embora também em trajetória declinante – entre os três produtos tratados nesse boxe.

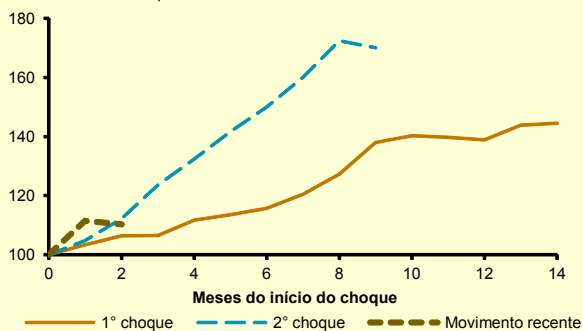
Em linhas gerais, é possível identificar três diferenças importantes entre o padrão dos dois choques de preços nas *commodities* mencionados neste boxe e o movimento de preços registrado recentemente:

- a atividade econômica global está em desaceleração, com a Área do Euro em contração;
- a discussão a respeito de medidas de restrição de exportações por parte de países produtores, vem

2/ De acordo com o índice *spot* mensurado pela S&P e Goldman Sachs para a soja.

Gráfico 6 – Evolução do IC-Br Agropecuária (em US\$) após os choques recentes

Mês anterior ao choque = 100



ocorrendo com menor intensidade do que nos choques anteriores; e,

- não ocorre movimento generalizado de alta de preços, com os recentes aumentos restringindo-se a produtos agrícolas específicos, notadamente grãos e soja, compensados por movimentos de baixa em outras *commodities* agrícolas.

Nesse cenário, é possível inferir que o movimento recente nos preços das *commodities* deve ter intensidade e persistência menores que as observadas em choques anteriores, já que fatores que amplificaram os movimentos nas cotações destes produtos anteriormente não estão presentes no momento atual (Gráfico 6).

O déficit em transações correntes recuou nos oito primeiros meses de 2012, relativamente ao observado no intervalo correspondente do ano anterior, destacando-se nos fluxos as retrações nas despesas líquidas de lucros e dividendos e no superávit comercial.

Nesse ambiente, as exportações diminuíram, reflexo do baixo crescimento da economia global e do recuo nos preços de *commodities* relevantes para a pauta, a exemplo do minério de ferro. As importações, sustentadas pelo crescimento da demanda doméstica por combustíveis, bens de capital e bens de consumo não duráveis, permaneceram em ligeira expansão, contribuindo para que o superávit da balança comercial recuasse 34,1% nos oito primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

Vale ressaltar que a persistência da distinção entre o dinamismo da demanda doméstica e o da economia global sugere manutenção da trajetória declinante do resultado da balança comercial. Em oposição, as perspectivas de recuo nas remessas líquidas de rendas, de moderação na expansão das despesas líquidas da conta de serviços, e de manutenção de superávit nos fluxos líquidos de transferências unilaterais correntes tendem a compensar, na evolução das transações correntes, o menor saldo comercial neste ano.

O déficit em transações correntes vem sendo integralmente financiado pelos fluxos de ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto (IED). Adicionalmente, fluxos líquidos de capitais estrangeiros sob a forma de ações, títulos de renda fixa, empréstimos e créditos comerciais permanecem positivos, contribuindo para o financiamento do balanço de pagamentos.

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011			2012	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago
Comercial	6,7	29,1	43,9	-0,7	19,1
Exportação	25,9	162,6	251,2	17,7	159,9
Importação	19,2	133,5	207,2	18,4	140,8
Financeiro ^{1/}	-2,5	30,7	21,3	-0,2	3,9
Compras	28,4	278,6	394,0	26,6	250,2
Vendas	30,9	247,9	372,7	26,8	246,3
Saldo	4,2	59,8	65,3	-0,9	23,0

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-ago	2012	160 598	147 425	13 172	308 023
Jan-ago	2011	166 714	146 724	19 990	313 438
Var. %		-3,7	0,5	-34,1	-1,7

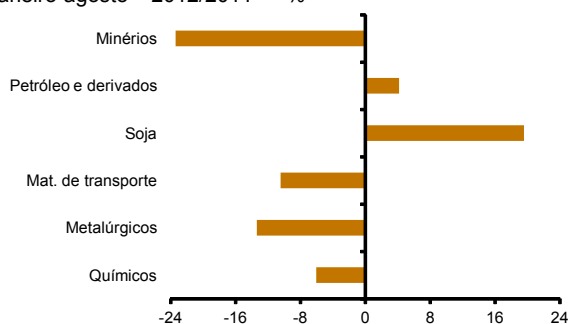
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	992,3	944,7	-4,8
Básicos	473,9	450,7	-4,9
Industrializados	497,3	472,3	-5,0
Semimanufaturados	139,5	125,2	-10,2
Manufaturados	357,9	347,1	-3,0
Operações especiais	21,1	21,6	2,8

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores
Janeiro-agosto – 2012/2011^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

O mercado de câmbio contratado apresentou superávit de US\$23 bilhões nos oito primeiros meses de 2012, ante US\$59,8 bilhões em igual período do ano anterior. A redução refletiu, em especial, a retração, de US\$30,7 bilhões para US\$3,9 bilhões, no superávit do segmento financeiro, decorrente de recuo de 10,2% nas compras de moeda estrangeira no mercado doméstico e de 0,7% nas vendas. O superávit comercial cambial atingiu US\$19,1 bilhões, ante US\$29,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2011.

De janeiro a agosto 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 à vista, ressaltando-se que a operação mais recente ocorreu em maio. 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\$1,9 bilhão, ao final de agosto deste ano.

5.2 Comércio de bens

O superávit da balança comercial somou US\$13,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, recuando 34,1% em relação a igual período de 2011. As exportações decresceram 3,7% e as importações aumentaram 0,5%, totalizando US\$160,6 bilhões e US\$147,4 bilhões, respectivamente, no período.

A média diária das exportações diminuiu 4,8% nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, resultado de recuos nas vendas de produtos semimanufaturados, 10,2%; básicos, 4,9%; e manufaturados, 3%, cujas participações no total exportado variaram -0,80 p.p., -0,05 p.p. e 0,68 p.p., respectivamente, no período.

A média diária das importações reduziu 0,7%, na mesma base de comparação, com redução de 3,1% nas compras externas de matérias-primas e crescimento de 2,3% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes (5,9% no segmento demais combustíveis e lubrificantes, exceto petróleo)^{9/}. A média diária das importações de bens de

9/ Ressalte-se que a produção doméstica de petróleo tem crescido em ritmo superior à capacidade de refino de derivados de petróleo, contribuindo para a aceleração das importações de combustíveis e lubrificantes. A conclusão de novas plantas de refino deverá favorecer a redução deste descompasso.

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	873,4	867,2	-0,7
Bens de capital	186,7	189,0	1,2
Matérias-primas	400,2	387,9	-3,1
Bens de consumo	151,6	152,4	0,6
Duráveis	90,9	87,6	-3,7
Automóveis de passageiros	43,8	38,4	-12,2
Não duráveis	60,6	64,8	6,9
Combustíveis e lubrificantes	134,9	137,9	2,3
Petróleo	55,6	54,0	-2,9
Demais	79,3	83,9	5,9

Fonte: MDIC/Secex

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



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

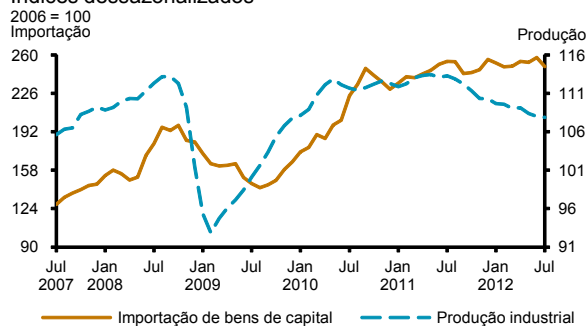
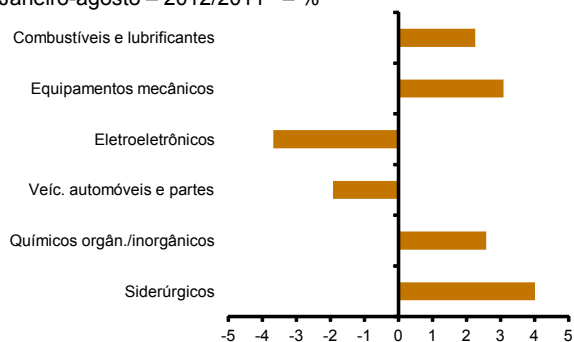


Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-agosto – 2012/2011^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

capital cresceu 1,2% no período, com destaque para as de equipamento móvel de transporte e de partes e peças para bens de capital para a indústria.

A média diária da corrente de comércio recuou 2,9% nos oito primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2011, com retrações de 5,8% nos fluxos relacionados à América Latina e Caribe (14,1% no comércio bilateral com a Argentina), de 2,9% no comércio com a Zona do Euro e de 0,1% com os países da Ásia, apesar do crescimento de 1,4% no comércio bilateral com a China.

Em oposição, registraram-se aumentos de 3,1% nas médias diárias das transações comerciais com os EUA e de 18,6% nas efetuadas com os países da África.

A Ásia foi o principal destino das exportações brasileiras no período, 30,9% do total, com 58,7% direcionadas à China. As participações dos EUA e da Argentina, tradicionais destinos das exportações brasileiras de manufaturados, experimentaram variações respectivas de 1,7 p.p. e -1,3 p.p. nos oito primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2011, enquanto a participação das exportações direcionadas à União Europeia decresceu 0,8 p.p., refletindo a estagnação da atividade econômica da região.

A China e os EUA foram os principais mercados de origem das importações brasileiras nos oito primeiros meses de 2012, com participações respectivas de 15% e 14,6% no total das compras externas do país. Destacaram-se, no período, as elevações nas aquisições originárias do Oriente Médio, 25,5%; e da União Europeia e dos países da América Latina e Caribe, 4,3% e 1,6%, respectivamente; e as retrações nas provenientes da Europa Oriental, 28,6%, e dos EUA, 2,8%.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a redução de 3,7% registrada nas exportações nos oito primeiros meses de 2012, em relação a mesmo período do ano anterior, resultou de variações negativas de 2,9% nos preços e de 0,3% no *quantum*. A evolução dos preços decorreu de recuos respectivos de 6,5% e 4% nas categorias de produtos básicos e de semimanufaturados, e de elevação de 1,8% nos preços dos bens manufaturados. A contração do volume exportado traduziu as reduções assinaladas nas vendas externas de produtos manufaturados e semimanufaturados, 3,4% e 4,9%, respectivamente, e a expansão de 3,4% nas relativas a produtos básicos.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2011	2012	Var. %	2011	2012	Var. %	2011	2012
Total	992	945	-4,8	873	867	-0,7	119	77
A.Latina e Caribe	219	197	-10,2	145	146	0,8	74	51
Mercosul	108	89	-17,2	74	70	-5,4	34	19
Argentina	87	71	-19,3	65	60	-7,3	22	10
Demais	20	19	-8,2	9	10	8,0	11	9
Demais	111	108	-3,5	71	76	7,4	40	31
EUA ^{1/}	98	110	11,7	131	126	-3,5	-32	-16
UE	210	192	-8,4	180	186	3,5	31	7
Europa Oriental	24	17	-32,5	19	13	-29,1	5	3
Oriente Médio	48	41	-13,9	23	29	24,6	25	13
Ásia	292	292	-0,1	273	273	-0,1	19	19
China	173	171	-0,8	125	130	4,6	48	41
Outros	119	120	1,0	148	142	-4,0	-29	-22
África	25	45	77,3	61	58	-5,6	-36	-13
Demais	75	51	-31,7	42	37	-13,2	33	14

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Na mesma base de comparação, o crescimento de 0,5% no valor das importações decorreu de aumento de 1,3% nos preços e retração de 0,6% no *quantum*. Ocorreram elevações nos preços em todas as categorias de uso, com ênfase nas relativas a bens de consumo duráveis, 5,8%; combustíveis e lubrificantes, 4,2%; e a bens de consumo não duráveis, 4,1%. A trajetória do *quantum* importado esteve condicionada, em grande parte, aos recuos nas quantidades importadas de bens de consumo duráveis, 7,7%; de matérias primas e produtos intermediários, 2,6%, essa evidenciando a moderação do crescimento do setor industrial; e de bens de capital, 1%. O volume importado de bens de consumo duráveis apresentou evolução positiva, 4%.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes atingiu US\$31,7 bilhões nos oito primeiros meses de 2012, ante US\$34,4 bilhões no mesmo período de 2011, totalizando US\$49,7 bilhões (2,12% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em agosto.

As despesas líquidas com serviços somaram US\$26,1 bilhões, elevando-se 4,8% no período, com expansão de 14,6%, para US\$12,2 bilhões, no item aluguel de equipamentos.

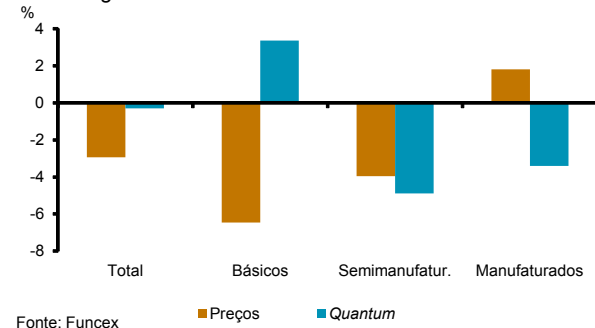
O déficit da conta viagens internacionais totalizou US\$10,1 bilhões, 0,2% maior do que o registrado nos oito primeiros meses de 2011 – e refletiu as elevações respectivas de 5,2% e 1,7% nos gastos de turistas estrangeiros no Brasil e de brasileiros no exterior. As despesas líquidas com transportes somaram US\$5,7 bilhões, elevando-se 9,1% no período.

As despesas líquidas com juros atingiram US\$6,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2012, ante US\$6,2 bilhões em igual período do ano anterior. A redução nas taxas de juros nos mercados internacionais contribuiu para que os pagamentos ao exterior decrescessem 11,5%, para US\$10,8 bilhões. As receitas de juros somaram US\$3,9 bilhões, dos quais US\$3 bilhões relativos a remuneração das reservas internacionais.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$14,2 bilhões, reduzindo-se 44,7% em relação a igual período de 2011, com ênfase no aumento, de US\$877 milhões para US\$4,2 bilhões, nas receitas de lucros

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de *quantum*

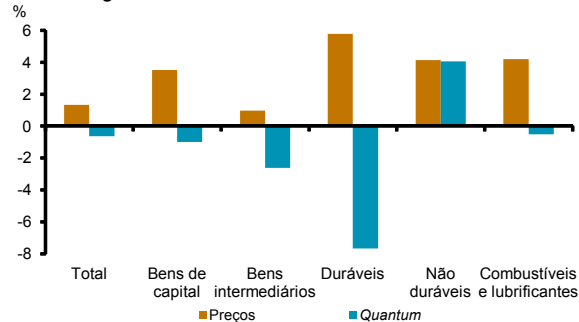
Janeiro-agosto – 2012/2011



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de *quantum*

Janeiro-agosto – 2012/2011



Fonte: MDIC e BCB

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,8	-34,4	-52,5	-2,6	-31,7	-53,0
Balança comercial	3,9	20,0	29,8	3,2	13,2	18,0
Exportações	26,2	166,7	256,0	22,4	160,6	248,0
Importações	22,3	146,7	226,2	19,2	147,4	230,0
Serviços	-3,5	-25,0	-38,0	-3,0	-26,1	-39,1
Transportes	-0,8	-5,2	-8,3	-0,8	-5,7	-8,5
Viagens internacionais	-1,3	-10,1	-14,7	-1,4	-10,1	-13,5
Computação e informática	-0,3	-2,7	-3,8	-0,4	-2,6	-3,8
Aluguel equipamentos	-1,4	-10,6	-16,7	-1,3	-12,2	-19,0
Demais	0,4	3,6	5,6	0,8	4,4	5,7
Rendas	-5,5	-31,5	-47,3	-3,1	-20,7	-34,7
Juros	-0,5	-6,2	-9,7	-0,6	-6,8	-11,3
Lucros e dividendos	-5,1	-25,7	-38,2	-2,5	-14,2	-24,0
Salários e ordenados	0,1	0,4	0,6	0,0	0,4	0,7
Transferências correntes	0,2	2,0	3,0	0,3	2,0	2,8

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Conta financeira	10,9	90,6	110,8	2,6	55,5	77,7
Investimentos diretos	5,3	46,6	67,7	3,7	45,9	59,0
Brasileiros no exterior	-0,3	2,5	1,0	-1,4	2,7	-1,0
Estrangeiros no país	5,6	44,1	66,7	5,0	43,2	60,0
Participação	4,3	34,8	54,8	3,0	34,9	50,0
Intercompanhias	1,3	9,2	11,9	2,1	8,3	10,0
Investimentos em carteira	0,4	31,2	35,3	2,1	6,1	10,6
Ativos	0,3	14,4	16,9	0,0	-5,2	-5,5
Passivos	0,1	16,9	18,5	2,1	11,3	16,1
Derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Outros investimentos	5,2	12,8	7,8	-3,2	3,4	8,0
Ativos	-0,4	-28,8	-39,0	-4,3	-12,5	-12,0
Passivos	5,6	41,6	46,8	1,1	15,9	20,1

1/ Projeção.

e dividendos. As despesas brutas de lucros e dividendos atingiram US\$18,4 bilhões, recuando 30,7% no período. As empresas dos segmentos industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 51% e de 45,7% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com ênfase para os segmentos de serviços financeiros, veículos automotores, bebidas, comércio e produtos químicos. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$26,7 bilhões em agosto, dos quais US\$18,4 bilhões referentes a IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$2 bilhões nos oito primeiros meses de 2012, recuando 2,9% em relação a igual intervalo do ano anterior. 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\$810 milhões, decrescendo 6,4% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$55,5 bilhões nos oito primeiros meses deste ano, ante US\$90,6 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$2,7 bilhões, refletindo, principalmente, amortizações líquidas de US\$7,4 bilhões de empréstimos intercompanhia no período. Em relação à participação de brasileiros em empreendimentos no exterior, os novos investimentos líquidos em participação no capital de empresas subsidiárias no exterior somaram US\$4,7 bilhões no ano, até agosto, ante US\$15,6 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$43,2 bilhões, decrescendo 2,1% no período, dos quais US\$34,9 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$8,3 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses totalizou US\$65,8 bilhões em agosto (2,80% do PIB), superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$16,1 bilhões.

Os investimentos de brasileiros em carteira, no exterior, registraram aplicações líquidas de US\$5,2 bilhões no ano, até agosto, com aplicações líquidas de US\$3,7 bilhões em títulos estrangeiros, ante retornos de US\$6,3

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	4,4	52,1	63,2	6,7	22,4	34,8
Bônus públicos	-	1,7	1,7	-	2,5	3,9
Títulos privados	1,0	21,4	25,5	5,7	7,7	10,5
Empréstimos diretos	3,4	29,0	36,1	1,0	12,2	20,4
Empréstimos de curto prazo (líq.) ^{2/}	-0,9	6,9	2,3	0,0	-0,7	1,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,0	-3,1	-6,3	-	-0,1	-0,1
Portfolio no país (líq.)	0,1	4,7	6,2	1,9	7,7	12,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	272%	532%	460%	201%	206%	139%
Títulos	799%	777%	530%	303%	206%	160%
Empréstimos diretos	229%	432%	421%	169%	205%	130%

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

bilhões em igual período de 2011. A demanda de residentes por ações de empresas estrangeiras resultou em aplicações líquidas de US\$1,5 bilhão.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$11,3 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras atingindo US\$4,1 bilhões as ações negociadas em bolsas de valores do mercado doméstico, US\$4,3 bilhões. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$3,4 bilhões, ante saídas líquidas de US\$105 milhões nos oito primeiros meses de 2011.

Os investimentos estrangeiros em títulos de curto prazo somaram amortizações líquidas de US\$125 milhões no ano, até agosto, ante US\$3,1 bilhões em igual intervalo do ano anterior. As *notes e commercial papers* acumularam ingressos líquidos de US\$4 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$7,7 bilhões e amortizações de US\$3,7 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 206%, ante 777% nos oito primeiros meses de 2011. Os bônus da República negociados no exterior apresentaram amortizações líquidas de US\$31 milhões nos oito primeiros meses de 2012, destacando-se a reabertura do *Global 21*, em janeiro, que resultou em captação de US\$825 milhões, e a emissão, em abril, do BRL 24, com captação de US\$1,7 bilhão. Dando continuidade à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, o Tesouro Nacional resgatou antecipadamente US\$1,6 bilhão de bônus no período, dos quais US\$1,3 bilhão referentes ao valor de face dos títulos e US\$313 milhões, ao ágio dessas operações. No total, as amortizações somaram US\$2,5 bilhões.

Os outros investimentos brasileiros no exterior apresentaram aplicações líquidas de US\$12,5 bilhões no ano, até agosto, ocorrendo concessão líquida de empréstimos e créditos comerciais de US\$7,5 bilhões e aumento de depósitos detidos por bancos brasileiros no exterior de US\$4,5 bilhões.

A conta de outros investimentos estrangeiros no Brasil, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos e organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registrou receitas líquidas de US\$15,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2012. Os créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram ingressos líquidos de US\$14,7 bilhões, enquanto os empréstimos de longo prazo apresentaram desembolsos líquidos de US\$4,5 bilhões,

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011		2012	
	Ano	Jan-ago	Ano	Jan-ago	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	238,5	288,6	288,6	352,0	352,0
Compras líquidas do Bacen	42,0	49,8	50,1	18,2	18,2
A termo	-	2,2	2,2	7,0	7,0
Spot	41,4	47,6	47,9	11,2	11,2
Empréstimos em moeda estr.	0,5	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-8,1	-7,1	-7,2	-4,9	-6,4
Desembolsos	1,2	-	0,5	-	-
Amortizações	-5,4	-4,1	-4,1	-2,2	-3,3
Juros	-3,9	-3,1	-3,6	-2,7	-3,2
Remuneração das reservas	4,1	4,8	6,3	3,0	4,5
Outras variações	2,8	10,2	6,5	4,0	4,0
Variações por preço	0,6	5,6	5,8	2,0	2,0
Variações por paridades	0,3	3,5	-1,0	0,5	0,5
Demais ^{2/}	1,9	1,2	1,7	1,6	1,6
Compras do Tesouro Nacional	9,3	7,1	7,7	4,9	6,4
Variação de haveres	50,1	64,8	63,4	25,2	26,7
Posição de reservas	288,6	353,4	352,0	377,2	378,7

1/ Projeção.

2/ Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), ágio/deságio, pagamento de comissões, reclassificações, alocações de DES e variação de derivativos financeiros (forwards).

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011		2012	
	Dez	Dez	Mar	Jun	Agosto ^{2/}
Exportações de bens	201,9	256,0	259,9	254,9	249,9
Exportações de bens e serviços	233,5	294,2	305,3	311,8	313,6
Serviço da dívida	46,3	52,6	49,8	47,4	45,9
Dívida externa total	256,8	298,2	301,2	302,9	305,5
Dívida externa total líquida	-50,6	-72,9	-86,2	-94,1	-94,9
Reservas internacionais	288,6	352,0	365,2	373,9	377,2
PIB	2 144	2 475	2 423	2 374	2 345
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	12,0	12,0	12,4	12,8	13,0
Dívida total líquida/PIB (%)	-2,4	-2,9	-3,6	-4,0	-4,0
Dívida total/exportações	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Dív. total líquida/exportação	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	22,9	20,5	19,2	18,6	18,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,8	17,9	16,3	15,2	14,6
Reservas/dívida externa total (%)	112,4	118,0	121,3	123,4	123,5

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

2/ Dados estimados.

destacando-se os empréstimos diretos junto a bancos, US\$6,2 bilhões, com taxa de rolagem de 205% no período; e os desembolsos líquidos de organismos internacionais, US\$1,3 bilhão. Os empréstimos junto a compradores registraram amortizações líquidas de US\$3,4 bilhões.

Os empréstimos estrangeiros de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$650 milhões, ante ingressos líquidos de US\$6,9 bilhões em igual período de 2011.

O estoque de reservas internacionais somou US\$377,2 bilhões em agosto, elevando-se US\$25,2 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, e as receitas de remuneração das reservas totalizaram US\$3 bilhões. O Tesouro Nacional liquidou compras de US\$4,9 bilhões no mercado de câmbio, para servir sua dívida externa denominada em bônus.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$378,7 bilhões ao final de 2012. Incluindo-se o ocorrido nos oito primeiros meses de 2012, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$4,5 bilhões; despesas de juros de US\$3,2 bilhões; amortizações de US\$3,3 bilhões; e liquidações de compras, já ocorridas, de US\$18,2 bilhões pelo Banco Central e de US\$6,4 bilhões pelo Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerando a posição estimada para agosto deste ano, o serviço da dívida externa acumulado em 12 meses decresceu 12,8% em relação a dezembro de 2011. As exportações de bens, no mesmo período, decresceram 2,4% e a razão entre esses indicadores recuou para 18,4%.

Ocorreram, no período, aumento de 2,4% na dívida externa total, retração de 5,3% no PIB expresso em dólares e ampliação da posição credora da dívida total líquida, resultando em elevação de 1 p.p., para 13%, na relação dívida total/PIB, e redução de 1,1 p.p., para -4%, na 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 aumentou de 118%, em dezembro de 2011, para 123,5%, em agosto de 2012.

5.6 Conclusão

O déficit em transações correntes em 2012 tende a ser financiado integralmente pelo fluxo de investimentos estrangeiros diretos. Ressalte-se que a projeção anual do déficit, embora ligeiramente superior ao resultado de 2011 em termos nominais, revela estabilidade quando expressa como proporção do PIB.

Vale enfatizar que, a despeito da volatilidade nos mercados internacionais, o Brasil segue atraindo capitais estrangeiros que asseguram o financiamento, de modo favorável, do balanço de pagamentos. Nesse sentido, ressaltem-se, além dos ingressos líquidos em IED, a manutenção das taxas de rolagem relacionadas a empréstimos de longo prazo em patamar superior a 100% e a trajetória positiva, mesmo que moderada, dos fluxos líquidos direcionados a instrumentos de carteira negociados no país, ações e títulos de renda fixa.

Exportações Brasileiras por Destinos

Tabela 1 – Taxas de crescimento do PIB

Discriminação	Var. % sobre ano anterior		
	2011	2012 ^{1/}	2013 ^{1/}
União Europeia	1,6	0,0	1,0
China	9,2	8,0	8,5
América Latina e Caribe (ex-Brasil e Argentina)	5,3	4,0	3,9
EUA	1,7	2,0	2,3
Argentina	8,9	4,2	4,0
Mundo	3,9	3,5	3,9

Fonte: FMI - World Economic Outlook

1/ Projetado.

As exportações brasileiras recuaram 4,8% nos oito primeiros meses de 2012, em relação à igual período do ano anterior, considerando as médias diárias, evolução consistente com o menor dinamismo da atividade econômica nos principais parceiros comerciais (Tabela 1). Para esse desempenho também contribuíram as repercussões negativas sobre os preços internacionais de importantes produtos da pauta de exportações brasileira. Nesse contexto, este boxe objetiva avaliar a trajetória recente das vendas externas do país por mercados de destino.

Tabela 2 – Exportação - principais mercados de destino
Janeiro-agosto

Discriminação	2011	2012	US\$ milhões	
			Variação absoluta	Var. % ^{1/}
União Europeia	35 306	32 710	-2 596	-8,4
China (inclui Hong Kong e Macau)	30 405	30 799	394	0,1
América Latina (ex-Argentina)	18 284	18 754	470	1,4
EUA (inclui Porto Rico)	16 521	18 679	2 158	11,7
Argentina	14 684	11 995	-2 689	-19,3
Demais	51 515	47 662	-3 853	-8,6
Total	166 714	160 598	-6 116	-4,8

Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação da média diária sobre igual período do ano anterior.

As exportações destinadas a Argentina e União Europeia, mercados com acentuado arrefecimento na atividade econômica, experimentaram decréscimos respectivos de 19,3% e 8,4% no período (Tabela 2), contrastando com as expansões nas vendas aos Estados Unidos da América (EUA), 11,7%, e para o restante da América Latina, 1,4%. Importa destacar a estabilidade nas exportações para a China (inclusive Hong Kong e Macau).

O recuo nas vendas brasileiras para a Argentina foi generalizado. Como os produtos manufaturados representam em torno de 90% das exportações brasileiras para a Argentina, esse foi o segmento mais intensamente atingido, em particular, os produtos das indústrias automobilística, siderúrgica e aeronáutica. Além do menor ritmo de expansão econômica daquele país – as previsões apontam alta de 4,2% para o PIB em 2012, ante 8,9% no ano anterior – também impactaram negativamente as exportações brasileiras, restrições impostas pela Argentina à importação de produtos manufaturados, que alcançaram, inclusive, produtos intermediários utilizados pela indústria daquele país.

O recuo do valor das exportações para a União Europeia refletiu, em grande parte, as reduções nas vendas para a Alemanha, 21,2%; Portugal, 30%; Espanha, 17,3%; e Itália, 9,6%. A retração se concentrou nos segmentos de minério de ferro, produtos siderúrgicos e café, e foi compensada, em parte, pelo aumento nas vendas de petróleo em bruto e derivados, aviões, soja em grão e farelo e fumo. A perda de dinamismo das exportações brasileiras para a União Europeia reflete a fragilidade da atividade no bloco, expressa na projeção de crescimento nulo do PIB.

As exportações brasileiras aos EUA seguem em expansão e registram nível recorde para o período janeiro-agosto. A evolução recente da economia americana é caracterizada por moderada recuperação – estima-se expansão de 2% no PIB em 2012, ante 1,7% em 2011. Nesse contexto, aumentaram as vendas brasileiras de petróleo em bruto, produtos siderúrgicos, aviões, fumo e produtos da indústria automobilística. Em sentido inverso, ressaltam-se os recuos nas vendas externas de café, açúcar e celulose.

Também crescem ligeiramente, em 2012, as exportações brasileiras para os demais países da América Latina, região que apresenta desempenho econômico superior à média da economia mundial, e com a qual o Brasil tem ampliado suas parcerias comerciais. Dentre os principais destinos latino americanos destacaram-se, no ano, até agosto, o crescimento das vendas externas destinadas à Venezuela 31,7%, ao Peru, 12,6%, à Colômbia, 12,3% e ao México, 5,9%, com preponderância de produtos dos setores automobilístico e aeronáutico, soja e carnes bovinas.

A China, principal país de destino das exportações brasileiras, apesar da moderação, mantém ritmo de expansão superior aos dos demais grandes blocos. Após crescimento de 9,2% da atividade econômica em 2011, as projeções apontam para taxas em torno de 8% em 2012 e 2013. Ainda assim, as vendas para a China seguem no mesmo patamar de 2011. Nos oito primeiros meses do ano, as vendas de soja aumentaram em US\$2,7 bilhões, refletindo a retração da oferta americana, em virtude de problemas climáticos. Também cresceram as vendas de aviões, açúcar em bruto, celulose e carnes.

A comparação entre os períodos de janeiro a agosto de 2012 e do ano anterior, evidencia que o ganho de receita de exportação com o embarque de soja à China foi neutralizado pela redução (US\$3,5 bilhões) nas vendas de minério de ferro e petróleo em bruto, os outros dois maiores itens da pauta bilateral. Esse recuo na reflete queda no preço do minério de ferro, de US\$180 por tonelada, em 2011, para US\$90 por tonelada, em agosto de 2012. As recentes ações de apoio à atividade econômica – tendo em vista a participação relevante da China na demanda mundial por minério de ferro – criam perspectivas mais favoráveis para preço internacional dessa *commodity*.

Em linhas gerais, a trajetória recente das exportações brasileiras por destino evidencia dois movimentos.

O primeiro e principal deles é a continuidade do aumento da participação da China no total exportado, impulsionado pelo aumento nas compras chinesas de aviões e de produtos primários, em especial soja, carnes, açúcar e celulose.

O segundo diz respeito à retração significativa das vendas a dois importantes parceiros: (1) União Europeia, onde ainda são bastante frágeis as perspectivas para a atividade econômica; e (2) Argentina, onde restrições ao comércio bilateral têm sido aplicadas.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2012

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,8	-34,4	-52,5	-2,6	-31,7	-53,0
Balança comercial	3,9	20,0	29,8	3,2	13,2	18,0
Exportações	26,2	166,7	256,0	22,4	160,6	248,0
Importações	-22,3	-146,7	-226,2	-19,2	-147,4	-230,0
Serviços e rendas	-9,0	-56,5	-85,3	-6,1	-46,8	-73,8
Viagens	-1,3	-10,1	-14,7	-1,4	-10,1	-13,5
Juros	-0,5	-6,2	-9,7	-0,6	-6,8	-11,3
Lucros e dividendos	-5,1	-25,7	-38,2	-2,5	-14,2	-24,0
Demais	-2,1	-14,5	-22,7	-1,6	-15,7	-25,0
Transferências	0,2	2,0	3,0	0,3	2,0	2,8
Conta capital e financ.	11,1	91,5	112,4	2,7	53,0	75,7
Conta capital	0,2	0,9	1,6	0,1	-2,4	-2,0
Investim. brasileiros ^{2/}	-0,4	-11,9	-21,1	-5,7	-14,9	-18,5
Investim. estrangeiros	7,9	92,0	116,9	7,0	58,4	82,0
IED	5,6	44,1	66,7	5,0	43,2	60,0
Ações totais ^{3/}	-0,1	5,5	7,2	1,2	4,1	7,0
Títulos no país	0,1	-0,1	-0,1	0,6	3,4	5,0
Emprést. e tít. LP	3,2	38,7	47,1	0,2	8,5	9,1
Títulos públicos	-0,8	-4,1	-3,6	0,0	0,0	0,3
Títulos privados	0,9	18,6	21,2	0,4	4,0	3,9
Empréstimos dir.	1,9	22,3	27,5	0,4	6,2	4,7
Demais ^{4/}	1,2	1,9	2,0	-0,6	-1,7	0,1
Emprést. e tít. CP	-0,9	3,8	-4,0	0,0	-0,8	0,9
Demais ^{5/}	3,4	10,6	15,1	1,3	12,0	14,2
Erros e omissões	-0,7	-1,3	-1,3	0,3	1,5	-
Ativos de reserva	-5,5	-55,8	-58,6	-0,5	-22,9	-22,7
Memo:						
Transações correntes/PIB (%)		-2,1	-2,1		-2,1	-2,3
IED/PIB (%)		2,7	2,7		2,9	2,6

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 a projeção atual para o balanço de pagamentos de 2012, para tanto considerando a posição de endividamento externo de junho; os resultados ocorridos nos oito primeiros meses do ano e, de modo parcial, em setembro; e a evolução recente, bem como a análise prospectiva da atividade econômica doméstica e do cenário internacional.

A principal alteração é a redução de US\$4 bilhões, em relação ao valor anteriormente considerado, na projeção para as remessas líquidas de lucros e dividendos. As estimativas para as despesas líquidas com viagens e para os pagamentos líquidos de juros foram elevadas em US\$500 milhões e US\$800 milhões, nessa ordem. Em decorrência, a projeção para o déficit em transações correntes foi reduzida em US\$3 bilhões, para US\$53 bilhões.

No âmbito da conta financeira, a projeção revisada para os investimentos brasileiros diretos implica elevação de aquisições ou aportes no capital de empresas no exterior. A projeção para os investimentos estrangeiros diretos foi elevada, em razão dos fluxos líquidos observados até meados de setembro. A taxa de rolagem para empréstimos e títulos de longo prazo foi ampliada, tendo em vista a mudança de prazo para incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), reduzida de cinco para dois anos, adotada em meados de junho e a aceleração dos fluxos líquidos de captação.

A projeção para o déficit em transações correntes foi revisada de US\$56 bilhões para US\$53 bilhões. Estimaram-se as exportações em US\$248 bilhões e as importações, em US\$230 bilhões, nos dois casos US\$10 bilhões menos do que os valores

anteriormente considerados, com o superávit projetado para a balança comercial permanecendo em US\$18 bilhões. A corrente de comércio – exportação mais importação – projetada em US\$478 bilhões para 2012 indica recuo de US\$4,2 bilhões em relação ao observado em 2011. A projeção para o déficit da conta de serviços aumentou US\$100 milhões, para US\$39,1 bilhões, com destaque para o aumento de US\$500 milhões, para US\$13,5 bilhões, nos gastos líquidos em viagens internacionais, reflexo do resultado dos oito primeiros meses do ano. Não houve alterações nas projeções de despesas líquidas com transportes e aluguel de equipamentos. O aumento da projeção de receitas líquidas para os demais serviços somou US\$100 milhões.

A nova posição de dívida externa, referente a junho, manteve inalterada a projeção de despesas brutas com juros, em US\$17,5 bilhões. A projeção de receita de juros proveniente da remuneração das reservas internacionais foi revisada de US\$5 bilhões para US\$4,5 bilhões, enquanto as receitas de juros do setor privado são estimadas em US\$1,7 bilhão, implicando despesas líquidas de US\$11,3 bilhões. A projeção para as remessas líquidas de lucros e dividendos diminuiu US\$4 bilhões em relação à estimativa anterior, para US\$24 bilhões. A alteração reflete o menor volume de remessas em moeda estrangeira, reflexo da depreciação cambial e da retração da rentabilidade das empresas e, em menor escala, o aumento nas receitas de lucros e dividendos, consistente com a magnitude do estoque do investimento brasileiro direto no exterior.

A projeção para novos investimentos em participação no capital de empresas no exterior foi elevada para US\$8 bilhões, enquanto as amortizações líquidas de empréstimos intercompanhias são previstas em US\$7 bilhões, gerando saídas líquidas de US\$1 bilhão na rubrica de investimentos brasileiros diretos no exterior. Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos foram elevados de US\$50 bilhões para US\$60 bilhões no ano, em função dos ingressos líquidos ocorridos em ritmo superior ao previsto, nos oito meses iniciais do ano.

As amortizações previstas a partir da posição de endividamento externo de junho foram reduzidas para US\$39,2 bilhões. A previsão de taxa de rolagem

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011			2012		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Transações correntes	-5,2	-39,2	-58,5	-2,9	-34,7	-57,5
Capitais (líquido)	7,1	88,4	105,5	3,4	56,3	79,7
Inv. Estrangeiro Direto	5,6	44,1	66,7	5,0	43,2	60,0
Inv. estrangeiro carteira	0,0	5,4	7,0	1,8	7,2	12,0
Empréstimos MLP	2,6	34,4	40,9	1,1	11,0	10,2
Crédito comerciais	4,4	25,2	28,9	0,7	10,3	19,1
Bancos	-0,4	10,8	7,5	-0,9	-4,0	-0,1
Demais	4,8	14,4	21,4	1,6	14,3	19,2
Inv. brasileiro no exterior	-3,4	-12,3	-24,0	-5,2	-11,5	-14,5
Demais	-2,2	-8,3	-14,0	0,0	-4,0	-7,1
Hiato financeiro	1,9	49,2	46,9	0,5	21,6	22,2
Compras líquidas BCB	-4,9	-49,8	-50,1	0,0	-18,2	-18,2
Depósitos de bancos	3,0	0,6	3,2	-0,5	-3,4	-4,0

1/ Projeção.

de empréstimos e títulos de longo prazo foi elevada de 100% para 140%, influenciada por mudança na regra de IOF sobre captações externas. Até meados de junho, havia incidência de IOF sobre empréstimos e títulos, captados no mercado externo, em prazo igual ou superior a 1.800 dias. A partir da segunda quinzena de junho, o prazo foi alterado para 720 dias, suavizando a restrição de acesso ao mercado internacional de crédito. A projeção de ingressos líquidos referentes a empréstimos e títulos de longo prazo foi revisada de US\$100 milhões para US\$9,1 bilhões.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá registrar superávit de US\$22,2 bilhões, ante de US\$18,1 bilhões na projeção anterior. Considerados os US\$18,2 bilhões adquiridos pelo Banco Central no mercado de câmbio, até agosto, os ativos externos detidos por bancos residentes no Brasil deverão sofrer incremento de US\$4 bilhões.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em junho de 2012. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o terceiro trimestre de 2014 e para o crescimento do PIB até o segundo trimestre de 2013. 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 7,50% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 28 e 29 de agosto, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,05/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 6 de setembro 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, alcançou 5,24% em agosto, 1,98 p.p. abaixo da registrada no mesmo mês de 2011. Os preços livres variaram 5,75% em doze meses até agosto (2,11 p.p. inferior à inflação de agosto de 2011) e os administrados por contrato e monitorados, 3,77% (1,94 p.p. inferior). A trajetória dos preços livres foi influenciada pela elevação de 8,86% dos preços do grupo alimentos e bebidas – em parte devida a fatores climáticos, externos e domésticos. No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 8,33%, e a dos comercializáveis, 2,96%. Por sua vez, a inflação do setor de serviços, que vem se mantendo em patamar sistematicamente superior à do total de preços livres, atingiu 7,89% em doze meses até agosto. Em síntese, a inflação de serviços ainda segue em níveis elevados e há pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas, mas no segmento de bens comercializáveis como um todo, mais exposto à competição externa, a inflação tem sido moderada.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A variação média mensal alcançou 0,43% em julho e em agosto, e, em doze meses, deslocou-se de 5,24% em julho para 5,26% em agosto. Mais especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,40% em julho para 0,50% em agosto, e o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,35% para 0,42%. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação recuou de 0,53% em julho para 0,45% em agosto. O núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, recuou de 0,46% em julho para 0,40% em agosto; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,43% em julho para 0,40% em agosto.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 65,48% em agosto, valor ligeiramente superior ao registrado em agosto de 2011 (64,58%) e acima da média histórica de 60,52% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice avançou para 62,74% entre junho e agosto, 0,82 p.p. acima da registrada no trimestre encerrado em maio e similar à média de dezembro a fevereiro (62,69%).

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza por maior volatilidade, alcançou 1,29% em agosto (8,04% em doze meses) ante 1,52% em julho (7,31% em doze meses). Contribuiu para tal o principal

componente do IGP-DI, o IPA, que variou 9,00% em doze meses até agosto, influenciado pelo segmento agropecuário (17,92% até agosto), por sua vez impactado por choques de oferta, com a variação no segmento de produtos industriais (5,83% até agosto) sendo menos intensa. A variação em doze meses do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 5,69% em agosto (1,41 p.p. abaixo da observada até agosto de 2011). Já o INCC, componente de menor peso no IGP-DI, acumulou alta de 7,41% em doze meses até agosto (ante 7,75% até agosto de 2011), resultado da variação de 10,23% no custo de mão de obra e de 4,57% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O IBC-Br constitui importante indicador coincidente de alta frequência da atividade econômica, que fornece estimativa para a produção mensal dos três setores da economia. No segundo trimestre de 2012, o índice acumulou expansão de 0,38% em relação ao trimestre anterior e de 0,68% em relação ao segundo trimestre de 2011. Assim, em doze meses, a taxa de crescimento recuou de 1,8% em março para 1,2% em junho.

O ICC, da FGV, recuou pelo quarto mês consecutivo em agosto. Diferentemente, após período em declínio, a confiança do empresário industrial continua em recuperação gradual. De fato, em agosto, o Índice de Confiança da Indústria, calculado pela FGV, atingiu o maior valor desde julho de 2011 na série dessazonalizada, em função de melhorias das percepções tanto da situação atual quanto das expectativas. Por sua vez, o ICS registrou o quinto recuo mensal consecutivo em agosto e indica moderação da atividade no setor. Em agosto, o indicador se situou em patamar 7,9% e 10,4% abaixo do registrado em agosto de 2011 e da média de 2011, respectivamente. Em suma, há evidência de recuperação gradual da confiança do empresário da indústria, ao passo que, no caso do consumidor e do empresário do setor de serviços a confiança tem recuado, apesar de ainda se encontrar em patamar elevado.

A produção industrial aumentou em junho (0,2%) e em julho (0,3%), após registrar resultados negativos de março a maio, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, no entanto, a produção recuou 2,9% em julho (0,1% na média móvel trimestral). Entre as categorias de uso, a produção de bens de capital avançou 1,0% de junho a julho, a de bens intermediários, 0,5%, e a de bens de consumo duráveis, 0,8%; mas a de não duráveis e semiduráveis recuou 0,6%, na mesma base de comparação. Em doze meses, a produção industrial acumulou perda de

2,5% em julho (1,8% em maio e 2,3% em junho). De fato, houve perdas em todos os segmentos no acumulado: bens de consumo semiduráveis e não duráveis no acumulado (-0,5%); bens duráveis (-7,9%); bens intermediários (-1,5%) e bens de capital (-6,5%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, houve crescimento real de 3,4% entre janeiro e julho deste ano em relação ao mesmo período do ano anterior, a despeito do recuo de 1,5% no número de horas trabalhadas, segundo dados da CNI.

O Nuci na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, passou de 83,7% em julho para 84,0% em agosto (0,4 p.p. acima da registrada em agosto de 2011). A utilização da capacidade se intensificou no setor de bens de consumo e atingiu 85,7%, e no de bens de capital, 82,4%. No setor de bens intermediários e no de materiais de construção, o Nuci se posicionou em 85,2% e 86,9%, respectivamente, na série dessazonalizada. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci avançou de 80,6% em junho para 81,5% em julho. Em relação a estoques, de acordo com o indicador da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, a proporção de empresas que reportaram níveis normais tem aumentado.

A FGV, em parceria com o Banco Central, divulga o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), indicador que retrata, de forma tempestiva, a visão do empresário do comércio sobre o estado atual e a evolução esperada da atividade comercial. Após recuos nos dois meses anteriores, em agosto, a média móvel do ICOM mostrou ligeiro aumento, reflexo do indicador de expectativas, que aponta 61,3% dos respondentes esperando melhora na tendência de negócios, e apenas 4,1%, piora.

O comércio varejista continua apresentando dinâmica mais favorável do que a indústria. De fato, o volume de vendas no comércio ampliado no segundo trimestre de 2012 cresceu 3,0% em relação ao trimestre anterior, após expansão de 2,9% no primeiro trimestre. Assim, a taxa acumulada em doze meses atingiu 5,6% em junho, 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 as vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (14,9%) e de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (20,9%).

A economia brasileira cresceu 0,4% no segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior, quando havia

crescido 0,1%, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre de 2011, o crescimento no segundo trimestre alcançou 0,5% ante 0,8% no primeiro. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres se deslocou de 1,9% para 1,2%, do primeiro para o segundo trimestre. Cabe notar que o setor de serviços, cujas taxas de crescimento tendem a ser menos voláteis do que as dos demais setores, expandiu 0,7% no segundo trimestre em relação ao anterior. Na mesma base de comparação, a produção agropecuária aumentou 4,9%, e a industrial recuou 2,5%.

Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – continua robusto e, na margem, avançou 0,6% no segundo trimestre e 2,4% em relação ao mesmo trimestre de 2011 – trigésima quinta expansão consecutiva nessa base de comparação. O consumo do governo aumentou 3,1% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (1,1% na margem). Por sua vez, a FBCF contraiu 3,7% em relação ao segundo trimestre de 2011 (-0,7% na margem). No que se refere ao comércio exterior, houve retração de 2,5% nas exportações, em relação ao segundo trimestre de 2011 (de -3,9% na margem), e expansão de 1,6% das importações (e 1,9% na margem). Em particular, foram negativamente impactadas as vendas externas para a Argentina e para a União Europeia.

O IBGE divulgou as taxas de desemprego, relativas a julho, para quatro das seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. Na comparação mensal, as taxas se mantiveram estáveis em Belo Horizonte, Porto Alegre e Recife, em 4,4%, 3,8% e 6,5%, respectivamente, e recuaram em São Paulo (de 6,5% em junho para 5,7% em julho). Em doze meses até julho, a taxa de desocupação recuou em três das quatro regiões metropolitanas reportadas pelo IBGE. 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. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real em julho recuou em Belo Horizonte, Recife e São Paulo, e se manteve estável em Porto Alegre. Por sua vez, o emprego formal celetista permanece em expansão, ainda que mais moderada. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 1,16 milhão de postos entre agosto de 2011 e julho de 2012 ante 1,89 milhão em doze meses até julho de 2011.

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 – constitui 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 de empréstimos. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 14,0% em julho de 2012, em relação ao mesmo mês do ano anterior, alcançando R\$692,2 bilhões. No mesmo período, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 39,6%. Os indicadores de inadimplência têm mostrado certa estabilidade, na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo, com tendência de redução haja vista a recuperação gradual da atividade econômica doméstica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.161,3 bilhões em julho de 2012, volume 16,7% maior do que o observado no mesmo período de 2011. Houve expansão tanto nos empréstimos e financiamentos com recursos direcionados – cujo montante somou R\$458,7 bilhões – quanto nas operações com recursos livres – que totalizaram R\$702,6 bilhões. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$5,5 bilhões nos doze meses até julho de 2012. Vale notar, ainda, que nesse período houve emissões primárias no mercado acionário apenas em outubro de 2011, abril e junho de 2012. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$34 bilhões em doze meses até julho, destacando-se a emissão de R\$20 bilhões por parte de uma empresa de arrendamento mercantil, em janeiro de 2012.

No que se refere à balança comercial, o saldo acumulado em doze meses alcançou US\$23,0 bilhões em agosto (US\$28,5 bilhões em agosto de 2011). Esse resultado adveio de US\$249,9 bilhões em exportações e de US\$226,9 bilhões em importações, que representam variações de 3,0% e de 6,0%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em agosto de 2011. O *quantum* exportado registrou alta de 1,7% e o preço médio das exportações, de 5,6%. Já o *quantum* importado aumentou 3,1% no período e o preço médio, 6,9%.

O déficit acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$52,0 bilhões em julho, equivalente a 2,2% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$29,3 bilhões. Note-se que os investimentos estrangeiros

diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$66,3 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 2,8% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco diminuíram desde a divulgação do último Relatório, em parte influenciadas pelas perspectivas de intervenção do BCE no mercado primário de dívida soberana europeia. A despeito disso, persistem elevados os riscos para a estabilidade financeira global, entre outros aspectos, devido a incertezas políticas e à exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Note-se, ainda, que as vultosas operações de refinanciamento junto ao BCE evidenciam dificuldades de as instituições financeiras captarem recursos nos mercados privados. Apoiam essa avaliação as diferenças entre os preços de títulos soberanos de países da Zona do Euro, bem como as taxas de *swaps de default* de créditos de bancos da região, em contexto de deslocamentos persistentes de liquidez privada em direção a países e instituições consideradas menos arriscadas.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* aumentou desde o último Relatório, para patamares em torno de US\$115. Em relação às demais *commodities*, de forma geral, houve movimentos similares, refletindo, em parte, no caso de preços internacionais das *commodities* agrícolas, choques de oferta. De fato, considerando o trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre anterior, o índice *Commodity Research Bureau (CRB)* para *commodities* agrícolas, em reais, avançou 12,1%, enquanto o índice IC-BR de *commodities* agropecuárias em reais, 7,6%, na mesma base de comparação. Na data de corte de 6 de setembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo CRB, acumulava recuo de 15,2% desde o pico do ano anterior (em 8 de abril de 2011), e aumento de 3,7% desde 8 de junho. Prospectivamente, é plausível afirmar que a redução nas metas de crescimento da China, aliada à fragilidade da economia mundial, tende a gerar pressões baixistas sobre os preços de *commodities* no médio prazo.

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, de 2,53% em 8 de junho para 1,62% em 6 de setembro. Para 2013, a taxa de crescimento projetada recuou de 4,30% para 4,00%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação deslocou-se de 5,03% para 5,24%, para 2012; e de 5,60% para 5,54%, para 2013. Já a inflação projetada para os próximos doze meses subiu de 5,49% para 5,66%, como ilustra o Gráfico

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

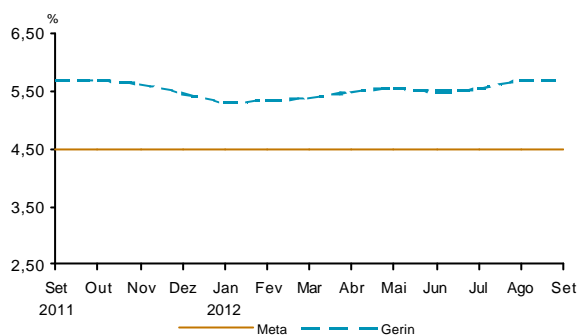


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2012

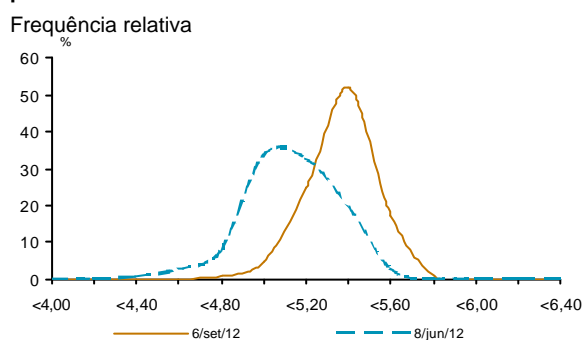


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012

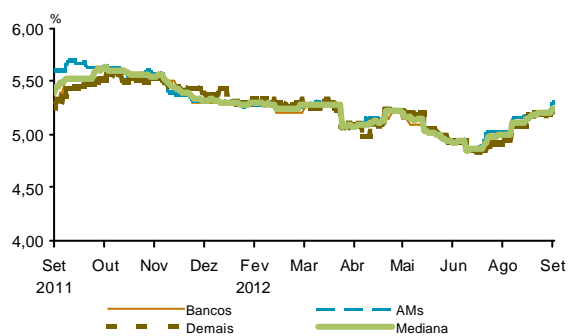
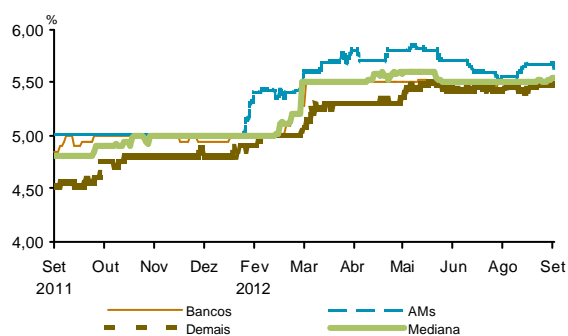


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013



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, em virtude de mais dados realizados, como ilustra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,20% para 0,16%.

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 6 de setembro, em 5,23%, 5,30% e 5,23%, respectivamente, ante 5,01%, 5,02% e 5,05% no último Relatório. Para 2013, conforme o Gráfico 6.4, ficaram em 5,50%, 5,63% e 5,48%, segundo a mesma ordem, ante 5,52%, 5,80% e 5,47% no Relatório de junho 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 central com base no qual o Comitê toma decisões.

Do lado externo, em linhas gerais, o cenário prospectivo contempla baixo crescimento global, por período prolongado, ou seja, desde o último Relatório mantiveram-se inalteradas as perspectivas para a atividade global. De fato, as evidências acumuladas desde então apontam baixas taxas de crescimento em economias maduras – abaixo do crescimento potencial – bem como moderação no ritmo de atividade em importantes economias emergentes. Nesse contexto, apesar de pressões localizadas de preços nos mercados internacionais, decorrentes de choques negativos de oferta no segmento de *commodities* agrícolas – cujos impactos podem ser potencializados por recentes ações não convencionais de política monetária –, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo. Do lado interno, o cenário prospectivo contempla ritmo de atividade mais intenso neste semestre e no próximo ano, decorrente, em parte, dos efeitos das ações de política monetária implementadas desde agosto do ano passado, que são defasados e cumulativos. A moderação do mercado de crédito e a materialização das trajetórias para as variáveis fiscais também se apresentam como aspectos importantes do

contexto doméstico. Os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos neutro.

No âmbito internacional, 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 e do fluxo de investimentos, bem como condições de crédito mais restritivas. Também constitui canal de transmissão de grande importância a repercussão sobre a confiança de empresários, que se manifesta, em particular, nas decisões sobre investimento.

Prevalecem perspectivas de baixo crescimento das economias maduras por período prolongado de tempo, especialmente no setor manufatureiro. Nos Estados Unidos, a despeito de o mercado imobiliário ter apresentado sinais de melhora em meses recentes, o ritmo de atividade segue influenciado pelo cenário de contenção fiscal e de fragilidade do mercado de trabalho, bem como pelos riscos associados à crise europeia. Na Zona do Euro, embora iniciativas recentes tenham contribuído para reduzir a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, prossegue elevado o ceticismo sobre a solidez do sistema bancário em alguns países da região, bem como as incertezas políticas, o que reforça as perspectivas desfavoráveis para a atividade. Nesse contexto, o Copom atribui elevada probabilidade a que as restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem no tempo. Nessas economias, restrições no espaço de utilização de políticas contracíclicas, mercado de trabalho debilitado, destruição de riqueza e mercado de crédito restritivo contribuem para a manutenção das perspectivas de baixo crescimento.

As expectativas de crescimento de economias emergentes continuam apontando ritmo de atividade moderado em países da América Latina e da Ásia, em parte, reflexo do baixo crescimento das economias maduras. Em casos específicos, observam-se mudanças no padrão de crescimento – com menor ênfase em exportações – que tendem a ser permanentes. Note-se ainda que, desde o último Relatório, os dados publicados sobre a economia chinesa – bem como sobre a indiana – apontam um cenário mais desafiador do que se antecipava. 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 a relevância da

transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários; e consumo, no caso das famílias. Nesse contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes, o ritmo da atividade tem moderado.

O Copom considera que os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos e da exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. 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. Cabe notar, ainda, as evidências de deslocamento de liquidez privada entre países da Zona do Euro, bem como os elevados preços de ativos nas economias dessa região que apresentam sólidos fundamentos. Em que pese a complexidade que cerca o ambiente externo – com a presença de elevadas volatilidade e aversão ao risco e com indícios de fragmentação do mercado interbancário europeu – o Comitê avalia que, desde o último Relatório, diminuiu a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

O cenário prospectivo para a inflação, no horizonte de curto prazo, tem sido negativamente impactado por choques de oferta, decorrentes de eventos climáticos externos, cujos efeitos podem ser potencializados por recentes ações não convencionais de política monetária. Desde o último Relatório, o IC-Br aumentou – tanto em moeda nacional quanto em dólares –, reflexo da evolução dos preços das *commodities* agrícolas e, em menor escala, das energéticas. Importa destacar, ainda, que o recente choque de *commodities* agrícolas tende a ser menos intenso e menos duradouro do que o ocorrido em 2010/2011. Considerando a fragilidade esperada para a atividade nos principais blocos econômicos, bem como a reversão, ainda que parcial, desses choques de oferta, o cenário central contempla contribuição desinflacionária do setor externo em prazos mais longos. Nesse contexto, o cenário central contempla dinâmica relativamente benigna para os preços dos alimentos no médio prazo, mas a instabilidade dos preços de produtos *in natura* e de grãos constitui fator de risco.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve, desde o último Relatório, a volatilidade característica. A complexidade geopolítica que envolve o setor petrolífero é fonte permanente 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. Cabe ressaltar 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 externos tendem a contribuir para o arrefecimento das pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque esses produtos competem com os produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo lugar, porque as importações de bens 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, o Copom avalia que, apesar de manifestar viés inflacionário no curto prazo, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo.

No âmbito doméstico, 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 se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear.

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 deste 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. Entretanto, diante da redução da inflação acumulada em doze meses nos dois últimos semestres, o Comitê nota certo arrefecimento nos riscos decorrentes de mecanismos formais e informais de indexação salarial. Essa avaliação encontra suporte nas perspectivas de que o aumento do salário mínimo nos próximos anos seja menor do que o concedido em 2012, bem como na iniciativa do Governo Federal de conduzir negociações salariais com servidores públicos para os próximos três anos, considerando nesse processo perspectivas de ganhos reais de salários compatíveis com ganhos esperados de produtividade.

Sobre o fator capital, os investimentos mantiveram desempenho insatisfatório desde o último Relatório. O segundo trimestre de 2012 registrou o quarto recuo consecutivo na FBCF, na comparação com o trimestre anterior. Por sua vez, a taxa de investimento da economia, medida pela proporção da FBCF em relação ao PIB – 18,8% no primeiro trimestre de 2012, considerando o acumulado de quatro trimestres – foi a menor desde o primeiro trimestre de 2010. Esse recuo é compatível com a recente fase de moderação do ciclo econômico. Entretanto, o cenário se apresenta favorável para o investimento em geral, em particular, em setores como o de infraestrutura. Para o Comitê, efeitos das ações de política recentemente implementadas, os programas de concessão de serviços públicos e a gradual recuperação da confiança criam perspectivas favoráveis para o investimento neste e nos próximos semestres.

O Copom pondera que, no curto prazo, a recuperação da FBCF, caso não acompanhada por contenção em outros componentes da demanda agregada, tende a pressionar os preços. Por outro lado, no médio e longo prazo, contribui para expandir a oferta e, portanto, para conter pressões de preços. O Comitê destaca que esses efeitos benignos são particularmente importantes no que se refere a investimentos em infraestrutura, que tendem a reduzir custos de produção, bem como a aumentar a eficiência e a competitividade, em todos os setores da economia.

No curto prazo, sob a perspectiva do hiato do produto, a dinâmica conjunta dos mercados de fatores se apresenta desinflacionária. O Copom nota, ainda, que essa avaliação também encontra suporte em outros indicadores do nível de ociosidade da economia.

O Copom pondera que, embora a expansão da demanda doméstica 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; bem como no fato de a confiança de consumidores se posicionar em patamar elevado; e a de empresários, em recuperação. 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.

Também continuará a contribuir para fortalecer a demanda doméstica – em especial o consumo das famílias e os investimentos – o processo de afrouxamento das condições financeiras. 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 evidências de deslocamento, para baixo, 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 domésticos ou internacionais. O Comitê avalia, adicionalmente, que, na

grande maioria dos casos, também apontam nessa direção variáveis mencionadas pela literatura como determinantes de declínio na taxa neutra¹⁰.

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 considera que um risco para o cenário prospectivo reside nos recentes aumentos verificados nos índices gerais de preços, que, em boa medida, decorrem da depreciação cambial observada no primeiro semestre e de choques associados a eventos climáticos, domésticos e externos. Por outro lado, o Comitê destaca que, em parte, essas pressões de preços no atacado já se transmitiram para os preços ao consumidor.

No que se refere à política fiscal, o Copom pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para ligeiramente expansionista. O Comitê 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 estimulará o investimento privado no médio e longo prazo. 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 para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação.

Para o Comitê, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a

10/A esse respeito, vide box “Evolução da Taxa de Juros Real de Equilíbrio no Brasil” à página 89.

demanda agregada quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. O Copom 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, o Copom avalia que, em conjunto, os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de riscos neutro.

Em resumo, o Copom avalia que o cenário prospectivo para a inflação, embora para o curto prazo tenha sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, mantém sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressalta que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear.

Diante disso, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic, por unanimidade, de 8,50% para 8,00% e 7,50% a.a., sem viés, nas reuniões de julho e agosto, respectivamente.

Votaram pela redução da taxa Selic para 8,00%, em julho, e para 7,50%, em agosto, 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, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

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. Apoiava 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 superávit 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 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.

Considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima 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 6 de setembro de 2012 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,05/US\$, e a meta para a taxa Selic em 7,50% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de agosto – ante R\$2,00/US\$ e 8,50% a.a. considerados no Relatório de Inflação de junho 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 junho de 2012. Para o último trimestre de 2012, a taxa média passou de R\$1,92/US\$ para R\$2,01/US\$ e, para o último trimestre de 2013, de R\$1,88/US\$ para R\$2,00/US\$. Para o terceiro trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,00/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 8,00% a.a. para 7,28% a.a. e, para o último trimestre de 2013, de 8,92% a.a. para 8,07% a.a. Para o terceiro trimestre de 2014, a expectativa para a taxa Selic

média é de 8,78% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -47 p.b. e de 76 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (7,50% 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 se baseia, para o acumulado de 2012, nas hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina e do gás de bujão; reajuste de 1,4% 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 se baseiam 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 2,4% para 2013 e de 4,5% para 2014 ante 4,5% considerados em ambos os períodos no último Relatório. Cabe destacar que, em grande parte, o recuo na projeção para 2013 se deve à redução estimada nas tarifas de energia elétrica.

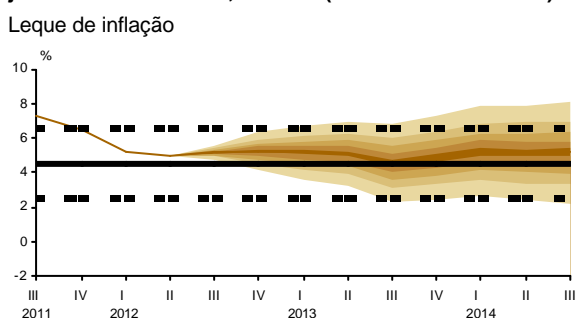
Em relação à política fiscal, a projeção considera a geração de superavit primário em torno de 3,1% do PIB, sem ajustes, em 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário de cerca de 3,10% do PIB, sem ajustes, em 2013, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, 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 identificada nos últimos anos.

O cenário central não contempla a ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, mas considera as estimativas dos impactos causados por mudanças no cenário externo sobre a economia brasileira. Em particular, incorpora o efeito estimado do recente choque de oferta no segmento de *commodities* agrícolas.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponível até a data de corte (6 de setembro de 2012), foram construídas as projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres,

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 7,50% a.a. (cenário de referência)



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

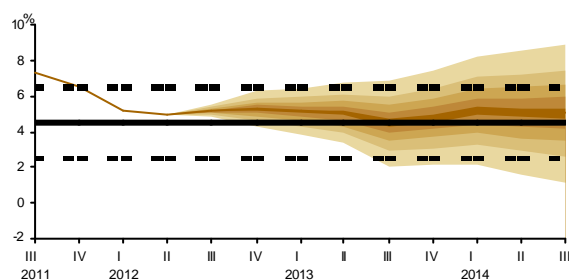
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 7,50% a.a.

(Cenário de referência)

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

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

^{1/} De acordo com o Gerin.

compatíveis com as trajetórias de juros, de câmbio e de expectativas que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,2% em 2012, 0,5 p.p. maior do que a projetada no Relatório de junho de 2012. Conforme Gráfico 6.5, segundo esse cenário, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), no terceiro e quarto trimestres deste ano. De fato, de acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses situa-se em 5,2% até o quarto trimestre de 2012. No cenário de referência, a projeção para o primeiro trimestre de 2013 se encontra em 5,2% e se desloca para 5,1%, 4,6% e 4,9% no segundo, terceiro e quarto trimestres, respectivamente. Para 2014, a projeção se situa em 5,2% no primeiro trimestre, e em 5,1% no segundo e terceiro.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2012 se situa em 3% e, em 2013, em torno de 13%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2012 se encontra em 5,2%, mesmo valor projetado no cenário de referência e 0,5 p.p. maior do que o valor do último Relatório. Conforme o Gráfico 6.6 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central da meta neste semestre. De fato, nesse cenário, a projeção se situa em 5,2% no terceiro trimestre de 2012 e encerra o ano no mesmo patamar. Para 2013, a projeção alcança 5,1% no primeiro trimestre e recua para 5,0% e 4,5%, respectivamente, no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,8%. Em 2014, a projeção se posiciona em 5,1% no primeiro e no segundo trimestres, e recua para 5,0% no terceiro.

Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2012 situa-se em 2%, e em 2013, em torno de 14%.

As trajetórias das projeções de inflação para 2012, no cenário de referência e no de mercado, são semelhantes, em parte porque, apesar de nesses cenários serem consideradas diferentes trajetórias para a taxa Selic, o efeito de mudanças na taxa de juros sobre a inflação se manifesta

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2012 II	5,0	5,0
2012 III	4,6	4,6
2012 IV	4,7	4,7
2013 I	5,2	5,1
2013 II	5,0	4,9
2013 III	5,1	5,0
2013 IV	5,0	4,9
2014 I	5,1	5,1
2014 II	5,1	5,1

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

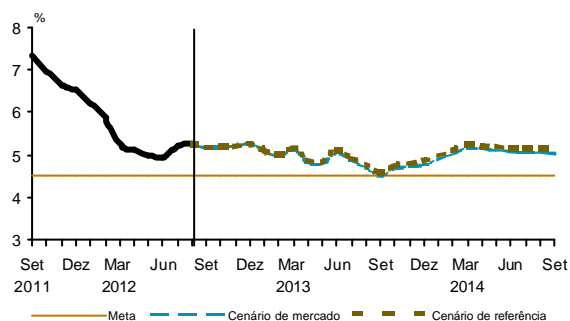
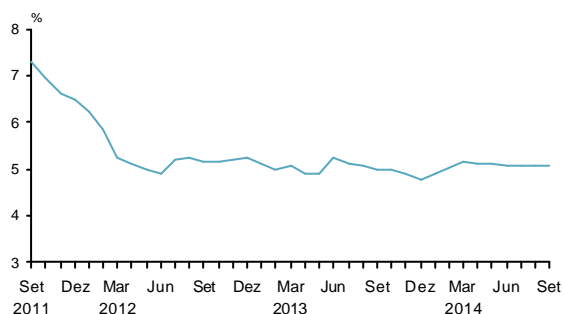
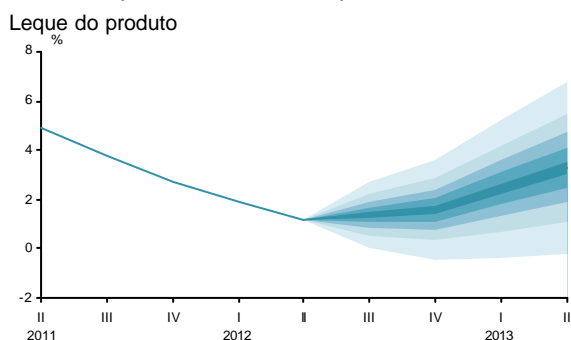


Gráfico 6.8 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 7,50% a.a. (cenário de referência)



com defasagens. De fato, as trajetórias das projeções tendem a se afastar a partir do primeiro trimestre de 2013, mas esse movimento é amortecido pela apreciação cambial esperada para o início do horizonte de projeção, no cenário de mercado. Assim, as duas trajetórias se mantêm próximas por todo o horizonte de projeção.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação na projeção de inflação para 2012, refletindo taxas de inflação em meses recentes maiores do que as contempladas nas projeções constantes no último Relatório. Ainda no cenário de referência, a projeção de inflação para 2013 diminuiu, o que se explica pela menor projeção para a variação dos preços administrados. Nos dois primeiros trimestres de 2014, a projeção de inflação permaneceu praticamente estável. No cenário de mercado verificam-se alterações similares que, essencialmente, justificam-se pelas mesmas razões.

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 terceiro trimestre de 2014, e a trajetória de metas. Até agosto 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 acima do valor central da meta ao longo do segundo semestre de 2012. As projeções observam ligeira tendência declinante a partir do primeiro trimestre de 2013, posicionam-se ao redor da meta no terceiro, passam então a aumentar e se situam ao redor de 5% no final do horizonte de projeção.

A média das estimativas geradas pelos modelos de VAR, para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.8. Até agosto de 2012, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a previsão de inflação se posiciona em torno de 5% ao longo do horizonte de projeção.

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 exercício de projeção 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 projetado do

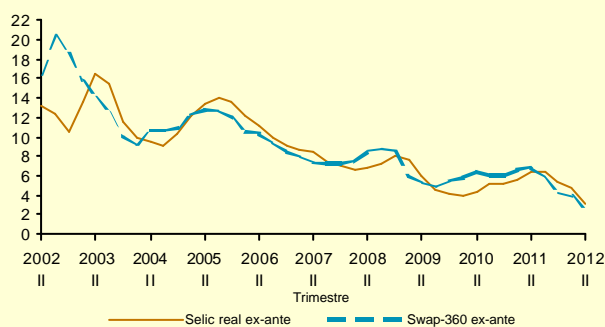
PIB acumulado em quatro trimestres é de 1,6% para 2012 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 3,3% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2013.

Evolução da Taxa de Juros Real de Equilíbrio no Brasil

A taxa de juros de equilíbrio pode ser definida como aquela consistente, no médio prazo, com inflação estável e com crescimento do produto igual ao crescimento potencial (Blinder, 1998). Nesse sentido, quando a taxa de juros real efetiva está acima do nível de equilíbrio, a política monetária é contracionista, reduz a demanda agregada e a inflação; e vice-versa¹. Portanto, a taxa de juros de equilíbrio é um dos conceitos mais relevantes para o processo de formulação e de implementação da política monetária.

Haja vista a importância do tema para a condução da política monetária, o objetivo deste box é revisar a análise sobre a taxa de juros real de equilíbrio apresentada no box “Taxa de Juros Real de Equilíbrio”, do Relatório de Inflação de setembro de 2010. O box anterior apresentou breve discussão sobre o assunto, bem como estimativas de taxas de equilíbrio para algumas economias maduras e emergentes. Por sua vez, este box foca no caso brasileiro e, nesse sentido, apresenta evidências sobre mudanças da taxa neutra no passado recente e, em adição, discute mudanças estruturais que contribuíram para esse processo.

Gráfico 1 – Taxas de juros reais (% a.a.)



A evidência sugere que as taxas de juros reais no Brasil têm convergindo para patamares mais próximos aos observados em economias com nível similar de desenvolvimento – Gráfico 1. As taxas reais efetivas flutuam em torno da tendência, reflexo tanto de fatores estruturais quanto de conjunturais. É plausível supor que as taxas reais efetivas fltuem mais rapidamente com as condições de mercado do que a taxa real neutra.

1/ Apesar da sutil distinção teórica, neste box os termos “taxa de equilíbrio”, “taxa natural” e “taxa neutra” são utilizados indistintamente.

No que se refere à taxa neutra, as evidências também apontam redução significativa nos últimos anos. As estimações apresentadas no boxe de setembro de 2010 já sugeriam que esse processo estava em curso. Por ser variável não observável cuja estimação está sujeita a incertezas, a literatura recorre a vários métodos para estimar a taxa de equilíbrio². À vista disso, consideraram-se os seguintes métodos: (i) estimação por filtro de Kalman de uma função de reação à *la Taylor*, na qual o comportamento do Banco Central é *forward-looking*; (ii) estimação recursiva via modelo estrutural de pequeno porte; e (iii) estimação por filtro de Kalman ao estilo de Laubach e William (2003), incorporando mais estrutura econômica ao modelo.

Importante destacar que, no caso dos métodos (ii) e (iii), a taxa de equilíbrio resulta das próprias condições de equilíbrio do sistema. Os métodos (i) e (ii) foram apresentados no boxe do Relatório de setembro de 2010, de modo que apenas o último será descrito neste boxe, conforme abaixo.

O modelo estrutural em que a taxa de juros de equilíbrio é especificada como um componente não observado, variando no tempo, é composto pelas equações:

$$\mathbf{p}_t^L = \mathbf{j}_1 + \mathbf{a}_1 \mathbf{p}_{t-1} + \mathbf{a}_2 E_t \mathbf{p}_{t+1} + (1 - \mathbf{a}_1 - \mathbf{a}_2) \mathbf{p}_t^f + \mathbf{a}_3 h_{t-k} + \mathbf{B}' \mathbf{X}_{t-j} + \sum_{i=2}^4 \mathbf{j}_i d_{t,i} + u_{1,t}, \quad (1)$$

$$h_t = \mathbf{g}_1 h_{t-1} + \mathbf{g}_2 (r_{t-1}^* - r_{t-1}^*) + \Theta' \mathbf{Z}_{t-l} + u_{2,t}, \quad (2)$$

$$r_t^n - i_t = \mathbf{t}_0 + \mathbf{t}_1 (r_{t-1}^n - i_{t-1}) + \mathbf{t}_3' \Psi_{t-m} + u_{3,t}, \quad (3)$$

$$h_t = \tilde{h}_t + \mathbf{k}, \quad (4)$$

$$r_t^* = \mathbf{m}_0 + \mathbf{m}_1 r_{t-1}^* + u_{4,t}. \quad (5)$$

2/ Uma discussão sobre os diversos métodos de estimação foi apresentada no boxe de setembro de 2010, já citado.

A primeira equação descreve uma curva de *Phillips*, na qual p_t^L é a inflação de preços livres do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), p_t é a inflação plena do IPCA, p_t^f é a inflação externa (medida pela variação do *Producer Price Index* (PPI) americano) em moeda local, h_t é o hiato do produto, X_t são outras variáveis mensurando choques de oferta, e os parâmetros j_i medem os componentes sazonais da inflação. A segunda equação representa uma curva IS, em que r_t é a taxa de juros real de longo prazo (medida pelo *Swap* real pré-DI de 360 dias), r_t^* é a taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo e Z_t são outras variáveis que afetam a demanda agregada, com variação nula no longo prazo. A terceira é uma equação que modela a inclinação da curva de juros em relação ao vértice da taxa de juros longa usada na curva IS. Nessa equação, r_t^n é a taxa de juros nominal de 360 dias (*Swap* pré-DI de 360 dias), i_t é a taxa Selic nominal e Ψ_t é um vetor com controles macroeconômicos, também com média nula no longo prazo. A equação (4) especifica que pode haver erro de medida no hiato do produto (cujo erro é dado pela constante k). A equação (5) descreve a dinâmica da taxa de juros neutra de longo prazo da economia, que é não observada e evolui de acordo com um processo autorregressivo. Os índices $j, k, l, m \geq 0$ indicam defasagens nas variáveis.

Esse modelo pode ser escrito de maneira conveniente para estimação como abaixo:

$$p_t^L = a_1 p_{t-1} + a_2 E_t p_{t+1} + (1 - a_1 - a_2) p_t^f + a_3 \tilde{h}_{t-k} + B' X_{t-j} + \sum_{i=1}^4 f_i d_{t,i} + u_{1,t}, \quad (6)$$

$$\tilde{h}_t = r_{t-1} + g_1 \tilde{h}_{t-1} + g_2 r_{t-1} + \Theta' Z_{t-1} + u_{2,t}, \quad (7)$$

$$r_t^n - i_t = t_0 + t_1 (r_{t-1}^n - i_{t-1}) + t_3 \Psi_{t-m} + u_{3,t}, \quad (8)$$

$$r_t = l_0 + l_1 r_{t-1} + e_t, \quad (9)$$

em que o termo aditivo de erro no hiato do produto foi incorporado à média dos componentes sazonais. É importante mencionar que o termo de intercepto da curva IS, que varia no tempo, possui informação sobre a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo.

As condições de equilíbrio do sistema implicam que, em termos anuais, a Selic real de equilíbrio, que varia no tempo, é dada por:

$$r_t^* = -4 \left[\frac{r_{t-1} + \left(1/4 \sum_{i=1}^4 f_i \right) (1 - g_1) / a_3}{g_2} \right] - \frac{t_0}{1 - t_1}. \quad (10)$$

O modelo é estimado por máxima verossimilhança usando filtro de Kalman³.

Nos três métodos são utilizados dados trimestrais de 1999:2 a 2012:2 e, em todos, os resultados sugerem recuo da taxa de juros de equilíbrio no Brasil ao longo dos últimos dez anos.

Importa destacar que a trajetória declinante para a taxa neutra apontada pelos modelos estruturais acima estão em linha com a tendência de declínio das demais estimativas e *surveys*, como a seguir: (i) o método de extração de tendência por meio do filtro estatístico Hodrick-Prescott (HP) sugere uma redução de 350 pontos base (p.b.), entre o primeiro semestre de 2008 e o primeiro semestre de 2012; (ii) a redução obtida a partir das taxas reais implícitas nos preços dos títulos públicos indexados ao IPCA (Nota do Tesouro Nacional – Série B) com vencimento em cinco anos alcança 330 p.b., na mesma base de comparação; (iii) o retorno dos títulos soberanos com prazo de dez anos, negociados nos mercados internacionais, passou de patamares ao redor de 5% a 6% a.a. antes da crise de 2008/2009 para cerca de metade desse valor atualmente; e (iv) a percepção de analistas do setor privado foi evidenciada em consulta recente conduzida pelo Banco Central.

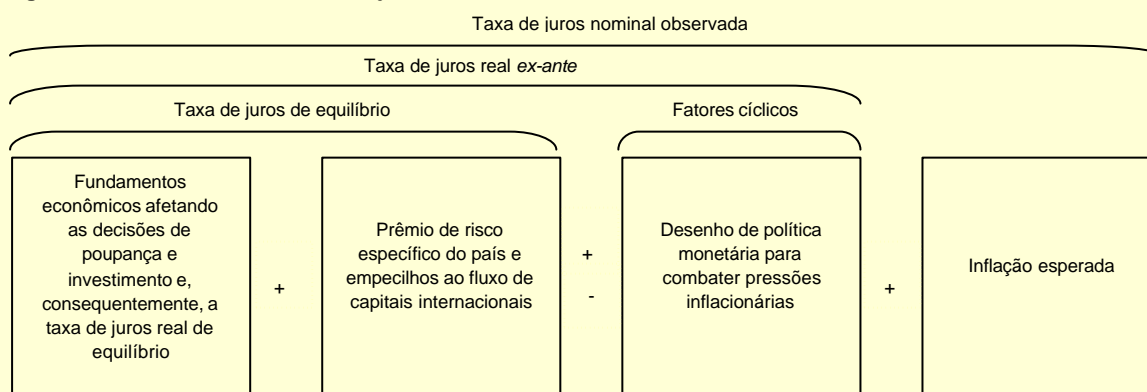
Do ponto de vista teórico, a taxa de juros de equilíbrio é determinada pelos fundamentos da economia. Por exemplo, no modelo de Ramsey, a taxa de equilíbrio depende da taxa de desconto intertemporal dos indivíduos e do crescimento da produtividade. Nos modelos novo-keynesianos, a taxa neutra depende essencialmente da taxa de

3/ Como a taxa de juros de equilíbrio é obtida como uma combinação não linear dos parâmetros, os quais, dadas as hipóteses assumidas, possuem distribuição normal, usa-se o método delta para se estimar a variância e construir intervalos de confiança.

desconto intertemporal (que afeta as condições de poupança), do crescimento da produtividade e, entre outros, da flexibilidade no mercado de trabalho (ver Galí, 2003; Bernhardsen e Gerdrup, 2007 e Woodford, 2003). A propósito, Archibald e Hunter (1999) resumem de maneira esquemática os fatores que determinam a taxa de juros observada da seguinte forma (Figura 1):

- i) Taxa de juros de equilíbrio, que é determinada por fundamentos que afetam as decisões de poupança e de investimento dos agentes econômicos; pelo prêmio de risco do país e pela existência de entraves aos fluxos de capitais internacionais;
- ii) Fatores cíclicos, relacionados à postura da política monetária; e
- iii) Inflação esperada.

Figura 1 – Determinantes da taxa de juros



Alguns fatores de natureza estrutural ajudam a explicar o processo de redução nas taxas de juros (de equilíbrio e efetivas) no Brasil nos últimos anos. Nesse sentido, ao longo dos últimos anos houve avanços importantes em várias dimensões, que, segundo a literatura, levariam a mudanças na taxa de juros de equilíbrio. A lista a seguir, não exaustiva, apresenta algumas dessas mudanças estruturais:

1) *Prêmios de risco* – incertezas relacionadas à inflação e à credibilidade da moeda, que se refletem nos prêmios de risco, que, por sua vez, são um componente das taxas de juros, podem elevar o custo dos empréstimos. A manutenção da estabilidade macroeconômica de modo geral, e da estabilidade de preços, em particular, portanto, é condição necessária para que os mercados financeiros aloquem recursos de forma eficiente ao longo do tempo,

aumentando assim o potencial de crescimento da economia, com impactos sobre a taxa de juros de equilíbrio. Dessa forma, é plausível afirmar que a estabilização da economia brasileira e a consolidação do regime de metas para a inflação – com cumprimento das metas estabelecidas por oito anos consecutivos – levaram a redução significativa das incertezas macroeconômicas e, por conseguinte, do prêmio de risco. Nesse sentido, note-se que importantes agências de classificação de risco concederam ao Brasil grau de investimento em anos recentes. A propósito, a literatura sugere que a obtenção do grau de investimento reduz o custo de captação de recursos, nos mercados internacionais, além do que seria implicado pelos fundamentos macroeconômicos do país (ver Jaramillo e Tejada, 2011). Note-se, ainda, que o índice *Embi+* Brasil, que em 2002 atingiu patamar acima dos 2000 p.b., encontra-se atualmente por volta dos 200 p.b.;

2) *Fluxo de capitais* – a consolidação da estabilidade macroeconômica e a redução dos prêmios de risco renderam ao Brasil acesso aos mercados de capitais internacionais a custos menores. Mais recentemente, esse processo foi intensificado, mesmo controlando pelo aumento da liquidez internacional. Por exemplo, em 2011 o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos no Brasil atingiu o valor recorde de US\$66,7 bilhões;

3) *Mudanças fiscais* – a dívida pública pode ter impacto significativo sobre a taxa de juros de equilíbrio. No Brasil, nessa área destaca-se a consolidação do regime fiscal, com adoção de metas para superavit primário e a Lei de Responsabilidade Fiscal, sancionada em maio de 2000. Essas mudanças foram determinantes para a redução da dívida pública em proporção do Produto Interno Bruto (PIB). A dívida líquida do setor público consolidado, que em 2002 ultrapassou o patamar de 60% do PIB, foi reduzida recentemente para níveis próximos a 35% do PIB. Ao mesmo tempo, houve mudança substancial no perfil da dívida pública, no sentido de reduzir os riscos para o Tesouro Nacional;

4) *Poupança* – a taxa de poupança bruta doméstica como proporção do PIB tem se mantido razoavelmente constante ao longo do período

recente, tendo alcançado 17,2% em 2011, segundo dados das Contas Nacionais Trimestrais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Todavia, a trajetória decrescente da dívida pública, potencializada pela redução dos custos de financiamento, gera condições para que recursos adicionais sejam direcionados para investimento;

5) *Estrutura dos mercados financeiros* – melhorias na estrutura dos mercados financeiros e de crédito podem aumentar a eficiência na alocação de recursos disponíveis na economia, diminuindo a taxa de juros de equilíbrio. Transformações importantes ocorreram na estrutura dos mercados financeiros em geral no Brasil nos últimos anos. Destaca-se, em particular, o aumento da participação do crédito no PIB, que passou de aproximadamente 25% no início de 2001, para cerca de 50% em junho de 2012. Destaca-se, ainda, o processo de redução dos *spreads* bancários em andamento e a aprovação de Lei que cria o cadastro positivo de crédito de clientes (Lei nº 12.414, de 9 de junho de 2011);

6) *Mudanças institucionais* – Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) argumentam em favor de um conjunto de fatores, definido, de forma geral, como “incerteza jurisdicional”, para explicar os níveis de taxa de juros no Brasil. Como exemplo de mudanças nesse campo, destaca-se a aprovação da “nova Lei de falências” (Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005) e a introdução da Alienação Fiduciária de Imóveis no Novo Código Civil. Não menos importante é o amadurecimento das instituições e a consolidação da democracia, que contribuíram para reduzir de forma significativa o risco político *à la* Gersovitz; e

7) *Cenário externo* – mudanças mais duradouras nas condições de demanda também afetam a taxa de equilíbrio. Em particular, em uma economia aberta, a taxa de juros de equilíbrio é afetada pela expectativa de crescimento da economia mundial⁴. Estimativas dos modelos estruturais aqui apresentados indicam que a queda na atividade econômica mundial, a partir da crise de 2008/2009, também contribuiu para reduzir a taxa de juros neutra doméstica.

4/ O modelo de Galí e Monacelli (2005), obtido a partir de micro-fundamentos, formaliza o impacto de fatores globais na taxa de juros de equilíbrio.

Em suma, estimativas da taxa de juros de equilíbrio são fundamentais para a formulação e para a operacionalização da política monetária. Como se trata de variável não observável e com elevado grau de incerteza na sua estimação, é de se esperar a obtenção de diferentes estimativas pontuais, em função do modelo empregado, da técnica de estimação adotada e da amostra utilizada. Entretanto, apesar da incerteza na estimação, as evidências apresentadas neste boxe suportam a visão de que tem havido redução relevante na taxa de juros de equilíbrio no Brasil em anos recentes.

Referências

Archibald, J. e L. Hunter (2001), “What Is the Neutral Real Interest Rate and How Can We Use it?”, Reserve Bank of New Zealand, *Bulletin* 64(3), 15-28.

Arida, P., E. Bacha e A. Lara-Resende (2005), “Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”, in *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, editado por Giavazzi, F., I. Goldfajn e S. Herrera, MIT Press.

Bernhardsen, T e K. Gerdrup (2007), “The Neutral Real Interest Rate”, *Economic Bulletin*, Norges Bank, vol. 78: 52-64.

Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: The MIT Press.

Gali, J. (2003), “New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle”, in *Advances in Economic Theory*, edited by M. Dewatripont, L. Hansen, and S. Turnovsky, vol. III, 151-197, Cambridge University Press.

Gali, J. e T. Monacelli (2005), “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, *The Review of Economic Studies* 72(3), 707-734.

Jaramillo, L. e Tejada, C. (2011), “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?”, IMF Working Paper no. 11/44.

Laubach, T. e J. Williams (2003), “Measuring the Natural Rate of Interest”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85(4), 1063-1070.

Woodford, M. (2003), *Interest & Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press..

Projeção de Inflação Utilizando Modelo Semiestrutural Desagregado: Bens Comercializáveis e Não Comercializáveis

O Banco Central utiliza diversas ferramentas para projetar variáveis macroeconômicas – entre elas taxa de inflação –, e para construir cenários prospectivos para a economia. As projeções e os cenários auxiliam no processo de formulação e de implementação de política monetária. Além dos modelos semiestruturais de pequeno porte agregados¹, o Banco Central utiliza duas classes “desagregadas”: o modelo com preços desagregados por setores (de serviços; de alimentos e bebidas no domicílio; e de produtos industriais) – e o modelo desagregado por bens comercializáveis e por não comercializáveis (“modelo CNC”). Visando manter elevado nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, este boxe objetiva apresentar a metodologia de estimação e simulações referentes ao modelo CNC.

Como no caso dos modelos agregados de pequeno porte e do modelo de preços desagregados por setores, o modelo CNC procura replicar o comportamento da demanda e da oferta agregadas. A estrutura básica é constituída por duas curvas de *Phillips* setoriais – uma para o setor de bens comercializáveis e outra para o de bens não comercializáveis – e uma agregada para os preços livres, as quais representam 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 estrutura a termo da taxa de juros, relacionando a taxa de curto prazo

1/ O Banco Central tem publicado regularmente informações sobre a estrutura de seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores, tais como Lima *et al.* (2011). Além disso, há diversos boxes sobre o assunto, como por exemplo: “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central” (Relatório de Inflação de junho de 2001); “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” (Relatório de Inflação de junho de 2011) e “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012). Este último boxe também relata a última revisão do modelo com preços desagregados por setores, inicialmente descrito no boxe “Previsão de Inflação com Curvas de *Phillips* com Preços Desagregados” (Relatório de Inflação de março de 2010).

(Selic) à taxa de juros de prazo mais longo (*swap* pré-DI de 360 dias). As cinco equações são estimadas conjuntamente, utilizando-se dados trimestrais, com amostra de 1999:2 a 2011:4. Dada a sua estrutura, o modelo CNC procura capturar as particularidades da dinâmica inflacionária de curto prazo dos dois setores analisados.

Nas estimações mais recentes do modelo CNC, assim como ocorreu com os modelos agregados, foram consideradas as mesmas quatro alterações relevantes² mencionadas no boxe “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012”, publicado no Relatório de Inflação de junho de 2012. O modelo CNC é composto pelas seguintes equações:

$$\mathbf{p}_t^{NC} = \sum_{i=1}^4 \mathbf{a}_i^{NC} D_i + \mathbf{b}_1^{NC} \frac{\sum_{i=1}^6 \mathbf{p}_{t-i}^{NC}}{6} + (1 - \mathbf{b}_1^{NC}) E_t \mathbf{p}_{t+1} + \mathbf{g}^{NC} h_{t-1} + \mathbf{d}^{NC} \Delta SM_{t-1} + \mathbf{e}_t^{NC}, \quad (1)$$

$$\mathbf{p}_t^C = \sum_{i=1}^4 \mathbf{a}_i^C D_i + \mathbf{b}_1^C \mathbf{p}_{t-1} + \mathbf{b}_2^C E_t \mathbf{p}_{t+1} + (1 - \mathbf{b}_1^C - \mathbf{b}_2^C) \frac{\sum_{i=0}^1 \mathbf{p}_{t-i}^*}{2} + \mathbf{g}^C h_{t-2} + \mathbf{e}_t^C, \quad (2)$$

$$\mathbf{p}_t^L = \mathbf{w}^{NC} \mathbf{p}_t^{NC} + (1 - \mathbf{w}^{NC}) \mathbf{p}_t^C, \quad (3)$$

$$h_t = \mathbf{a} + \mathbf{q} h_{t-1} + \mathbf{j}_1 \frac{\sum_{i=1}^3 r_{t-i}}{3} + \mathbf{j}_2 \frac{\sum_{i=2}^3 \Delta \text{sup}_{t-i}}{2} + \mathbf{j}_3 \Delta \bar{y}_{t-1}^* + \mathbf{j}_4 \Delta h_{t-1}^* + \mathbf{m}_t, \quad (4)$$

$$Swp_t - S_t = \mathbf{g}_0 + \mathbf{g}_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \mathbf{g}_2 \Delta E_t \mathbf{p}_{t+3}^4 + \mathbf{g}_3 \Delta h_{t-1} + v_t, \quad (5)$$

tais que: $\mathbf{g}^C = \mathbf{g}^{NC} \frac{\sum_{i=1}^4 \mathbf{a}_i^C}{\sum_{i=1}^4 \mathbf{a}_i^{NC}}$.

Nas equações acima, \mathbf{p}_t^L é a inflação de preços livres do IPCA; $E_t \mathbf{p}_{t+i}$ é a expectativa corrente de inflação i trimestres à frente, coletada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin); \mathbf{p}_t é a inflação plena medida pela variação do IPCA; \mathbf{p}_t^{NC} é a inflação de bens não comercializáveis; \mathbf{p}_t^C é a inflação de bens comercializáveis; \mathbf{p}_t^* é a inflação

2/ (1) Incorporação da nova estrutura de padrão de consumo, conforme a Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); (2) Reclassificação de itens do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) implementada pelo Banco Central em janeiro de 2012; (3) Incorporação das variáveis de atividade econômica mundial e fiscal diretamente à estrutura básica do modelo; e (4) Inflação externa medida pelo índice *Commodity Research Bureau* (CRB), em substituição ao Índice de Preços ao Produtor dos Estados Unidos (PPI *all commodities*). Assim como nos demais modelos pequenos, as equações do modelo CNC também incluem variáveis de controle com média nula.

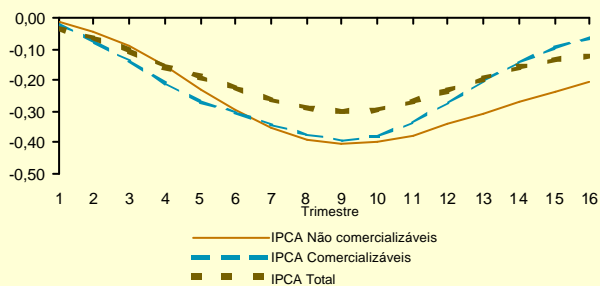
externa, medida pela variação do índice CRB (em moeda nacional); D_i é a *dummy* sazonal do trimestre i ; ΔSM é a variação do salário mínimo; h_t é uma medida do hiato do produto; r_t é a taxa de juros real, medida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias, deflacionada pela inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*; Δsup_t é variação do superávit primário consolidado do setor público como proporção do Produto Interno Bruto (PIB); $\Delta \bar{y}_t^*$ é a taxa de crescimento do produto potencial mundial; Δh_t^* é a variação do hiato do produto mundial; Swp_t é a taxa *swap* nominal pré-DI de 360 dias; S_t é a taxa Selic; $E_t p_{t+3}^4$ é a expectativa de inflação em t para o período do contrato de *swap* considerado, coletada pela pesquisa do Gerin com participantes de mercado; w^{NC} é o peso da inflação de bens não comercializáveis na inflação de livres; e e_t^{NC} , e_t^C , m_t e n_t são os termos de erros das equações.

A estimação conjunta das equações (1) a (5) aponta algumas especificidades: (1) a inflação de bens não comercializáveis possui inércia elevada e é afetada por variações do salário mínimo, mas não é impactada significativamente pela inflação externa; e (2) a inflação de bens comercializáveis apresenta baixa inércia, e é muito influenciada pelas expectativas de inflação e pela inflação externa. Além disso, as inflações de ambos os setores são significativamente afetadas pelo hiato do produto (canal da demanda).

A seguir, são avaliados alguns mecanismos de transmissão do modelo CNC. Para tanto, considera-se a resposta da inflação doméstica a diferentes choques: política monetária, câmbio, hiato do produto mundial e fiscal. O Gráfico 1 mostra a resposta da inflação doméstica a um aumento, durante os trimestres 1 a 4, de 1 ponto percentual (p.p.) na taxa Selic, movimento que a partir do quinto trimestre passa a ser revertido, seguindo uma regra de Taylor estimada pelo modelo Samba, com a taxa Selic convergindo para o valor original³. Conforme

Gráfico 1 – Resposta da inflação à política monetária^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



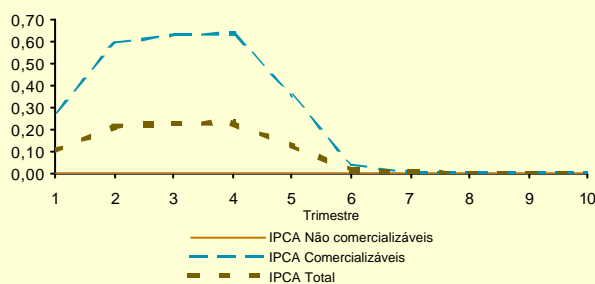
1/ Aumento de 1 p.p. na taxa Selic durante quatro trimestres

3/ A trajetória do choque utilizada é igual à descrita no boxe “Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central” (Relatório de Inflação de março de 2012).

esperado, um aumento da taxa Selic tem efeito contracionista sobre a demanda agregada e, conseqüentemente, tende a reduzir a inflação. Note-se que ambos os setores são afetados e que o efeito máximo sobre a inflação se manifesta cerca de dois anos após a elevação da taxa de juros. A dinâmica da resposta da inflação doméstica é semelhante à dos modelos agregados de pequeno porte do Banco Central, embora o efeito máximo estimado se apresente um pouco menor. Em relação ao modelo com preços desagregados por setores, o setor de bens não comercializáveis apresenta resposta com dinâmica semelhante à do setor de serviços. Por sua vez, a resposta do setor de bens comercializáveis indica magnitude máxima inferior à do setor de alimentos e bebidas no domicílio e pouco superior à do setor de produtos industriais.

Gráfico 2 – Resposta da inflação ao câmbio^{1/}

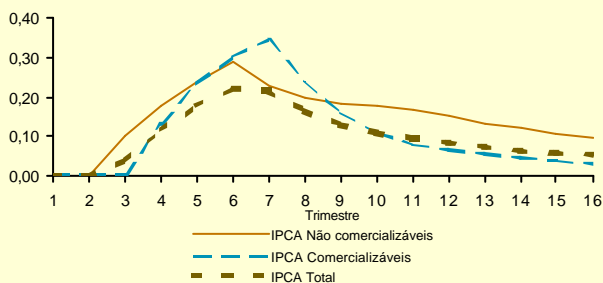
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Desvalorização de 10% na taxa de câmbio

Gráfico 3 – Resposta da inflação ao hiato do produto mundial^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



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

O Gráfico 2 mostra a resposta da inflação a um aumento permanente (no trimestre 1) de 10% no nível da taxa de câmbio. Os impactos setoriais, nesse caso, são bastante diferenciados: o choque afeta a inflação de comercializáveis, mas não provoca qualquer efeito relevante sobre a inflação de não comercializáveis. O efeito máximo sobre a inflação doméstica e sobre a de comercializáveis ocorre cerca de dois a três trimestres após elevação da taxa de câmbio. Comparando com o modelo de preços desagregados por setores e com os modelos agregados de pequeno porte, o efeito da desvalorização sobre a inflação plena no modelo CNC se inicia antes, e o efeito máximo é inferior⁴.

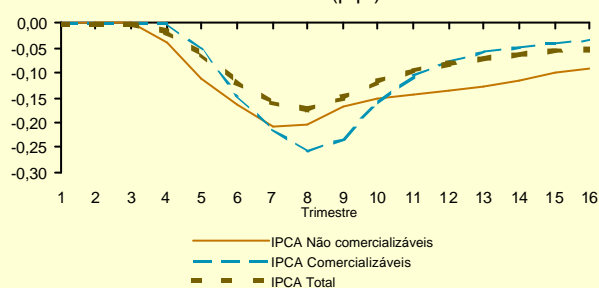
O Gráfico 3 apresenta a resposta da inflação doméstica a um aumento permanente (no trimestre 1) de 1 p.p. no hiato do produto mundial. A inflação, em ambos os setores, é afetada via canal da demanda. A de não comercializáveis aumenta a partir do segundo trimestre e atinge o pico no sexto, enquanto a de comercializáveis sobe a partir do terceiro trimestre e atinge o pico no sétimo. O efeito

4/ No modelo de preços desagregados, o efeito sobre a inflação se inicia apenas no segundo trimestre. Para comparar esta e as respostas que se seguem ver “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte - 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012).

máximo sobre a inflação plena ocorre por volta de um ano e meio após o choque. A resposta da inflação plena no modelo CNC é semelhante à dos modelos agregados de pequeno porte e à do modelo de preços desagregados, tanto em termos de dinâmica quanto de efeito máximo. A resposta do setor de bens não comercializáveis apresenta efeito máximo um pouco superior à do setor de serviços. Por sua vez, a resposta do setor de bens comercializáveis apresenta efeito máximo inferior à do setor de alimentos e bebidas no domicílio e superior à do setor de produtos industriais.

Gráfico 4 – Resposta da inflação à política fiscal^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



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

Por fim, o Gráfico 4 mostra a resposta da inflação a um aumento permanente (no trimestre 1) de 1 p.p. na razão superavit primário do setor público/PIB. O efeito desinflacionário de uma contenção fiscal se apresenta relevante a partir do início do segundo ano e atinge o pico no sétimo e oitavo trimestres, respectivamente, para bens não comercializáveis e comercializáveis. Tanto o efeito máximo quanto a dinâmica da resposta são semelhantes ao que ocorre nos modelos agregados. Em comparação com o modelo de preços desagregados, a magnitude máxima da resposta é maior. Além disso, a resposta do setor de bens não comercializáveis apresenta magnitude máxima superior à do setor de serviços. De maneira similar, a magnitude máxima da resposta do setor de bens comercializáveis é superior tanto na comparação com o setor de alimentos e bebidas no domicílio como na comparação com o setor de produtos industriais.

Em suma, este box apresenta informações sobre a modelagem semiestrutural dos setores de bens comercializáveis e não comercializáveis. Tendo em vista a importância de projeções e de cenários na condução da política monetária, as metodologias para sua obtenção devem ser diversas. Nesse sentido, e ao gerar insumos relevantes para o processo decisório do Copom, o modelo de bens comercializáveis e não comercializáveis é uma ferramenta complementar aos modelos agregados de pequeno porte e aos desagregados por setores, permitindo outra análise dos efeitos setoriais de choques econômicos.

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.

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>.

Revisão dos Modelos de Vetores Autorregressivos com Fundamentação Econômica – 2012

No amplo conjunto de modelos utilizados pelo Banco Central para projetar a inflação, encontram-se, entre outros, os modelos de Vetores Autorregressivos (“modelos VAR”). Os modelos VAR são sistemas de equações simultâneas que capturam a existência de relações de interdependência entre variáveis, impondo como restrições estruturais apenas a escolha do conjunto relevante de variáveis e do número máximo de defasagens envolvidas nas relações entre as variáveis. A diversidade de modelos e de métodos de estimação utilizados pelo Banco Central permite a avaliação de um amplo espectro de mecanismos de transmissão e a incorporação de diferentes choques econômicos às previsões.

Os modelos VAR são conhecidos por seu funcionamento simples e por gerar previsões avaliadas como acuradas no curto e no médio prazo. Entretanto, são modelos com elevado número de parâmetros, o que produz efeitos sobre o tamanho de amostra requerido para que se obtenha uma estimação confiável. Os modelos Bayesianos (BVAR) surgiram como uma tentativa de amenizar o problema da sobreparametrização dos modelos VAR tradicionais, incluindo informação *a priori* sobre os coeficientes. Desse modo, os coeficientes do VAR são tratados como variáveis aleatórias em torno de médias dadas, com a variância da distribuição em torno das médias determinada por um conjunto de hiperparâmetros. Por meio da calibração desse conjunto de hiperparâmetros, definem-se, por exemplo, o grau de interdependência entre as variáveis do sistema – que pode ser ou não simétrico – e a velocidade com que os coeficientes de defasagens cada vez maiores se aproximam de zero.

As informações proporcionadas pelos modelos VAR, juntamente com as geradas por outras

ferramentas econométricas, constituem insumos importantes para o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom). Dessa forma, e considerando que o sistema econômico é dinâmico, os modelos utilizados para projetar inflação estão constantemente sujeitos a aprimoramentos. O objetivo deste boxe é revisar um dos grupos de modelos VAR atualmente estimados pelo BCB – os modelos VAR com alguma fundamentação econômica (“modelos VAR econômicos”)¹. Esse grupo inclui dois subgrupos: modelos VAR tradicionais e modelos BVAR. Esses modelos geram previsões para a inflação de preços livres que, combinadas às projeções da inflação de preços administrados – obtidas de forma independente por modelos auxiliares² – compõem previsões da inflação plena mensurada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Tabela 1 – Modelos VAR econômicos antigos

Modelos mensais			
Modelo	Variáveis endógenas	Ajuste sazonal	Defasagens
VAR I	Preços livres, administrados, câmbio, juros reais	sim	2
VAR II	Preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, prod. industrial, moeda	sim	6
VAR III	Preços livres, juros nominais, câmbio, prod. industrial	não	1
BVAR I	Preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, prod. industrial, moeda	não	6
BVAR II	Preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, prod. industrial, moeda	sim	6
BVAR III	Preços livres, administrados, câmbio, juros reais	sim	2
VECM	Preços livres, juros nominais, câmbio, prod. industrial, correção de erros	não	1

Modelos trimestrais			
Modelo	Variáveis endógenas	Ajuste sazonal	Defasagens
VAR I	Preços livres, administrados, câmbio, juros reais	sim	2
VAR II	Preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, prod. industrial, moeda	sim	1
VAR III	Preços livres, administrados, juros reais, prod. industrial, prêmio de risco	sim	1
BVAR I	Preços livres, administrados, juros reais, câmbio	sim	1
BVAR II	Preços livres, administrados, câmbio, juros nominais, prod. industrial, moeda	sim	2
BVAR III	Preços livres, administrados, câmbio, juros reais	sim	1
VECM	Preços livres, juros nominais, câmbio, prod. industrial, correção de erros	não	2

1/ Os modelos VAR estimados pelo BCB foram abordados anteriormente nos boxes “Vetores Auto-Regressivos” (Relatório de Inflação de junho de 2004), “Modelos de Vetores Auto-Regressivos” (Relatório de Inflação de março de 2008) e “Modelos de Vetores Autorregressivos” (Relatório de Inflação de junho de 2010). Esse último boxe fornece detalhes sobre os dois grandes grupos de modelos VAR utilizados pelo BCB: “modelos VAR econômicos” e “modelos VAR estatísticos”. Esse segundo grupo refere-se somente aos modelos VAR tradicionais, puramente estatísticos, sem qualquer fundamentação econômica. A revisão desse segundo grupo, que atualmente inclui um grande número de modelos também divididos em duas classes, está em andamento.

2/ Ver o boxe “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” (Relatório de Inflação de junho de 2012).

Os modelos VAR econômicos estimados anteriormente totalizavam quatorze especificações – sete mensais e sete trimestrais – com até seis variáveis, conforme a Tabela 1³.

A revisão dos dois grupos de modelos VAR econômicos envolveu os seguintes aspectos: (i) avaliação da inclusão, exclusão e substituição de variáveis endógenas e exógenas; (ii) necessidade de ajuste sazonal; (iii) número de defasagens das variáveis; e (iv) número final de modelos a serem estimados e o modo de agregação das previsões. A revisão foi feita com o intuito de obter um número parcimonioso de modelos heterogêneos e, portanto, que capturam grande número de mecanismos de transmissão.

No conjunto de possíveis variáveis endógenas foram considerados indicadores de preços, juros, crédito, atividade econômica, setor externo, incerteza, monetárias e fiscais, na frequência mensal e trimestral. Em parte dos modelos avaliados, as expectativas dos agentes quanto à inflação futura foram consideradas pela taxa de juros real *ex-ante* – que leva em conta as expectativas de inflação três meses à frente, coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin).

A partir de conjuntos diversificados de modelos com até quatro variáveis, a escolha do número de defasagens foi feita utilizando-se o critério de Hannan-Quinn (HQ) e o teste de autocorrelação dos resíduos (teste LM). Seguindo a recomendação para a modelagem dos BVAR, ao invés de se truncar as estimações em um pequeno número de defasagens – como em um VAR tradicional – optou-se por manter um alto número de defasagens (treze meses nos modelos mensais, e cinco trimestres, nos trimestrais), e ajustar *a priori* dos coeficientes de modo que as defasagens mais longas tenham pesos gradativamente menores em relação às defasagens mais curtas.

O grau de acuidade das previsões geradas pelos modelos foi aferido de acordo com o desempenho fora da amostra – pelo cálculo dos erros

3/ Ver também o box de 2010 referenciado na nota de rodapé 1.

quadráticos médios e dos erros médios para horizontes de previsão de até um ano e meio – em exercícios *pseudo-out-of-sample*, para amostras terminadas a partir de janeiro de 2009 (modelos mensais) e a partir do primeiro trimestre de 2006 (modelos trimestrais). Dentre todos os modelos estimados, foram excluídos os que apresentavam erros quadráticos e erros médios muito altos e aqueles com correlação muito alta entre erros de previsão – mantendo-se apenas os modelos mais simples. Adicionalmente, dentre modelos com as mesmas variáveis e métodos de estimação diferentes (Bayesiano *versus* tradicional, por exemplo), foram eliminados os que apresentavam pior desempenho fora da amostra.

A Tabela 2 mostra as especificações selecionadas. O conjunto final de modelos inclui quatro modelos VAR tradicionais com frequência mensal (VAR I a VAR IV), um modelo BVAR mensal e um modelo BVAR trimestral.

Tabela 2 – Modelos VAR econômicos novos

Modelo	Variáveis endógenas	Ajuste sazonal	Defasagens	Juros (deflator)	Variáveis exógenas
VAR I	Preços livres, preços administrados, câmbio, juros reais	não	2	<i>ex-post</i> (IGP-M)	-
VAR II	Preços livres, M4/B ^{1/} , câmbio, juros reais	sim	1	<i>ex-post</i> (IPCA)	-
VAR III	Preços livres, prod. industrial, juros reais	sim	3	<i>ex-post</i> (IGP-M)	-
VAR IV	Preços livres, M1, juros reais	não	1	<i>ex-post</i> (IGP-M)	-
BVAR II	Preços livres, câmbio, juros reais	sim	13	<i>ex-post</i> (IGP-M)	-
BVAR II (T) ^{2/}	Preços livres, PIB, juros nominais	sim	5	<i>ex-ante</i> (IGP-M)	<i>Dummy</i> 1

1/ M4/B é a razão entre o agregado monetário M4 e a base monetária B.

2/ (T) indica trimestral.

3/ *Dummy* 1 é uma variável *dummy* que captura mudança de tendência.

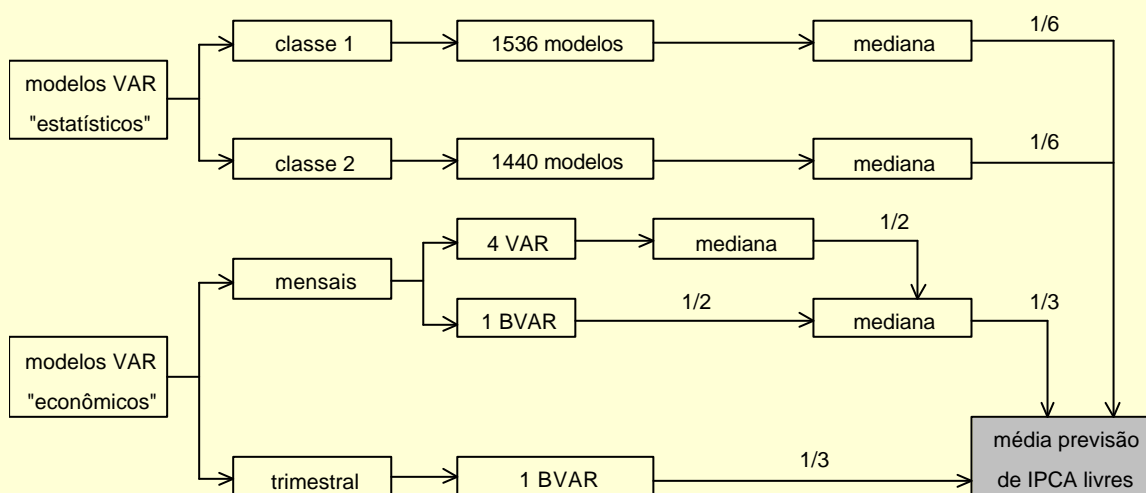
O conjunto de modelos escolhidos é diversificado, à medida que inclui medidas de preços administrados, câmbio², atividade econômica (produção industrial mensal e Produto Interno Bruto (PIB) trimestral), crédito (aproximado pela razão M4/B) e moeda (M1). Além disso, são consideradas diferentes formas de inclusão da taxa de juros, tanto nominal quanto real *ex-post* (Selic nominal deflacionada pelo IPCA ou pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M)) e *ex-ante* (Selic nominal deflacionada pela média das expectativas três meses à frente do IGP-M, coletadas pelo Gerin). Dessa forma, diferente do conjunto apresentado na

Tabela 1, os novos modelos incorporam as expectativas dos agentes econômicos. A escolha de dois modelos Bayesianos ilustra a diversidade também de métodos de estimação. Além disso, a participação de um modelo trimestral na carteira de previsões é apropriada, haja vista que a literatura (Bell e Hillmer, 1989) sugere que a utilização de modelos com dados de menor frequência apresenta menores erros de amostragem.

Uma vez escolhidos os modelos, diversas formas de agregação das previsões foram consideradas. Aquela que produziu os menores erros quadráticos médios em horizontes de até um ano e meio foi a média dos seguintes subgrupos: previsões do modelo BVAR mensal, previsões do modelo BVAR trimestral e a mediana das previsões dos modelos VAR tradicionais (VAR I a VAR IV). De acordo com o teste Diebold-Mariano (Diebold e Mariano, 1995) as projeções geradas dessa forma são estatisticamente mais acuradas que as anteriormente estimadas pelo BCB, em especial nos horizontes de 1, 7, 8, 17 e 18 meses.

A Figura 1 ilustra o processo de agregação geral com os respectivos pesos.

Figura 1 – Modelos de vetores autorregressivos



Em suma, o novo conjunto de modelos VAR econômicos utilizado pelo Banco Central para a previsão da inflação de preços livres é composto por seis modelos de até quatro variáveis, *versus* quatorze modelos de até seis variáveis utilizados

anteriormente. Apesar do menor número de modelos, o novo conjunto amplia o conjunto de informação e inclui variáveis como o PIB e expectativas de inflação dos agentes econômicos. Desse modo, houve aumento de eficiência e diversidade de modelos, com incorporação de canais de transmissão não considerados anteriormente.

Referências

BELL, W. e HILLMER, S. (1989). *Modeling Time Series Subjected to Sampling Error*, Bureau of the Census, Statistical Research Division Report Series, RR 89/01.

DIEBOLD, F.X. e MARIANO, R. (1995). *Comparing Predictive Accuracy*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 13, 253-265.

Notas da 168ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 10 e 11/7/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (10/7) e do 20º andar (11/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (10/7) e 16h51 (11/7)

Horário de término: 19h13 (10/7) e 20h28 (11/7)

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

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes no dia 10)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

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

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 11)

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 10)

Ângelo José Mont’Alverne Duarte – Chefe de Gabinete da Presidência

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

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

Evolução recente da economia

1. A inflação, medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), recuou para 0,08% em junho (0,36% em maio), determinando o nono recuo consecutivo da inflação acumulada em doze meses, que se deslocou para 4,92% em junho (6,71% em junho de 2011). Os preços livres variaram 5,34% em doze meses até junho (7,14% em junho de 2011), e os preços administrados, 3,77% (5,70% em junho de 2011). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 2,97% em doze meses até junho (6,26% em junho de 2011), e os dos não comercializáveis, 7,52% (7,89% em junho de 2011). Os preços dos serviços aumentaram 0,52% em junho (0,21% em maio), resultando em inflação de serviços acumulada em doze meses de 7,50% (8,75% em junho de 2011). Em síntese, apesar de a inflação de serviços ainda seguir em níveis elevados, o conjunto de informações disponível 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 0,34% em maio para 0,14% em junho. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 5,52% em maio para 5,16% em junho. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,45% em maio para 0,39% em junho, e o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,31% para 0,30% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação recuou de 0,34% em maio para 0,07% em junho. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, recuou de 0,36% em maio para 0,05% em junho; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,26% em maio para -0,09% em junho.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou de 0,91% em maio para 0,69% em junho, resultando em inflação acumulada em doze meses de 5,66% (8,63% em junho de 2011). O principal componente desse indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 5,54% em doze meses até junho, refletindo aumento de 4,72% no segmento industrial e de 7,86% no agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 5,41% nos preços de matérias-primas brutas, de 6,29% nos de bens intermediários e de 4,79% nos de bens finais. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,37% em doze meses até junho (6,40% em junho de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,04%, 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 1,65% em maio (1,46% em abril), atingindo inflação acumulada de 4,73% em doze meses. 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 IBGE divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2012. A expansão da atividade foi de 0,8% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, e de 0,2% ante o último trimestre de 2011, segundo dados dessazonalizados. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou para 1,9%, ratificando a visão de que a economia tem crescido abaixo do seu potencial. Do ponto de vista da oferta agregada, o setor de serviços e a indústria cresceram 1,6% e 0,1%, respectivamente, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. A produção agropecuária apresentou recuo de 8,5% nessa base, em grande parte, reflexo de condições climáticas adversas. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão de 2,5% no consumo das famílias e de 3,4% no consumo do governo, e contração de 2,1% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), em relação ao primeiro trimestre de 2011. Por sua vez, a contribuição do setor externo foi nula, após nove trimestres consecutivos de contribuições negativas, com expansão de 6,6% das exportações e de 6,3% das importações. Em suma, a demanda doméstica, impulsionada pela expansão moderada do crédito, bem como pelo crescimento do emprego e da renda, tem sido o principal fator de sustentação da atividade.

5. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br avançou 0,2% em abril, após recuar 0,6% em março. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,2% entre fevereiro e abril, em relação ao trimestre imediatamente anterior, e alta de 0,6% em relação ao mesmo período do ano anterior. A taxa de crescimento acumulada em doze meses atingiu 1,7% em abril. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou pelo segundo mês consecutivo em junho, após ter alcançado o maior nível da série histórica iniciada em setembro de 2005 no mês de abril. Já o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apresentou o terceiro recuo consecutivo em junho e aponta moderação da atividade no setor.

6. A atividade fabril recuou 0,9% em maio, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após recuar 0,4% em abril. Houve queda da produção em quatorze dos 27 ramos de atividade em maio. Sob o critério da média móvel trimestral, houve recuo de 0,7% na produção industrial de março a maio. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 4,3% em maio e 1,8% no acumulado em doze meses. No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, segundo dados dessazonalizados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), houve crescimento real de 5,9% em maio em relação ao mesmo mês do ano anterior e o número de horas trabalhadas diminuiu 1,5%.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve queda de 1,8% na produção de bens de capital em maio e de 2,2% na produção de bens de consumo duráveis. A produção de bens intermediários cresceu 0,2%, e a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis se retraiu em 2,1%. No acumulado em doze meses até maio, a produção de bens de capital variou -3,8%; a de bens de consumo duráveis, -7,1%; a de bens intermediários, -1,1%; e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,3%.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, deslocou-se para 5,8% em maio (6,0% em abril), 0,6 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada em maio de 2011. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação passou de 5,6% em abril para 5,4% em maio, menor valor da série iniciada em março de 2002. Em relação a maio de 2011, houve expansão de 2,5% da população ocupada e de 1,9% da População Economicamente Ativa (PEA). Na população ocupada, a proporção de empregados do setor privado com carteira de trabalho assinada alcançou 48,9% em maio. Nesse sentido, em maio, houve criação de 139,7 mil postos de trabalho formais (252,1 mil em maio de 2011). O crescimento mais lento da PEA no período recente, em relação ao da população ocupada, tem contribuído para 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 4,9% em maio comparado a igual mês do ano anterior. Como consequência, a massa salarial real, considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 7,5% em relação a maio 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 4,2% em maio, em relação a maio de 2011. Na comparação mês a mês com base na série com ajuste sazonal, houve retração de 0,7% em maio, após avanço de 0,5% em abril. A taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 5,3% em maio, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (26,4%) e móveis e eletrodomésticos (14,9%). Segundo dados divulgados pela Federação Nacional de Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), o número de emplacamentos de automóveis e comerciais leves mostrou forte expansão em junho, em parte reflexo de estímulos fiscais concedidos a esse setor. 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 junho, o índice evoluiu negativamente, após apresentar melhoras consecutivas nos meses de março, abril e maio. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pelo elevado 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, mostrou estabilidade em junho (83,6%), ficando 0,5 p.p. abaixo do observado em junho de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 83,8% em junho, também 0,5 p.p. abaixo do registrado em junho de 2011. A utilização da capacidade apresenta-

se mais intensa no setor de materiais de construção (85,7%), mas com tendência de recuo desde dezembro de 2011. Já nos setores de bens intermediários, bens de capital e bens de consumo, os níveis ficaram em 85,5%, 83,4% e 83,2%, respectivamente. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci ficou em 80,7% em maio, 1,8 p.p. abaixo do registrado em maio de 2011. Ainda de acordo com a FGV, a diferença entre a proporção de empresas que reportavam excesso de estoques e aquelas que reportavam estoques insuficientes retomou a trajetória de queda em junho na série dessazonalizada.

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses se deslocou de US\$27,5 bilhões em maio para US\$23,9 bilhões em junho. Esse resultado adveio de exportações de US\$255,0 bilhões e de importações de US\$231,0 bilhões, associadas a variações de 10,4% e de 12,3%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$51,6 bilhões em abril para US\$50,9 bilhões em maio, equivalente a 2,11% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$63,0 bilhões em doze meses até maio, equivalente a 2,61% do PIB.

12. A economia mundial enfrenta período de incerteza acima da usual, com elevada aversão ao risco e perspectivas de baixo crescimento, as quais se intensificaram desde a última reunião do Copom. Nesse sentido, os dados sugerem certo arrefecimento da atividade nos Estados Unidos (EUA), em ambiente de riscos associados ao quadro fiscal e ao recrudescimento da crise europeia. Persistem riscos elevados para a estabilidade financeira global, devido ao nível ainda elevado de incerteza política e às dificuldades de implementação de medidas recentemente anunciadas. 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, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras. O indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a

junho, aponta atividade abaixo da tendência na Zona do Euro e nas principais economias emergentes, além de moderação na atividade no Japão e Estados Unidos. No mesmo sentido, os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a junho sugerem moderação na atividade global, principalmente na atividade manufatureira. Em relação à política monetária, as economias avançadas persistem com posturas fortemente acomodatórias, sendo que o Banco Central Europeu (BCE) reduziu a taxa básica de juros ao menor nível histórico, e o Banco da Inglaterra retomou medidas de estímulo quantitativo. Os núcleos de inflação continuaram em níveis moderados nos EUA, na Zona do Euro e no Japão. 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. Em particular, a China promoveu, em junho e julho, dois cortes consecutivos nas taxas de juros de referência para depósitos e empréstimos.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* tem oscilado em torno de US\$100 desde a última reunião. 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* metálicas recuaram 6,9%, e os das agrícolas avançaram 7,9%. Assim, em relação aos valores máximos observados em abril de 2011, as variações alcançam -28,5% e -12,3%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), acumula recuo de 15,4% até junho, 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, tende a gerar pressões baixistas sobre os 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 maio;

b) a projeção de reajuste das tarifas de telefonia fixa, para o acumulado em 2012, reduziu-se para -1,0%, ante 1,5% considerados na reunião do Copom de maio, e a de eletricidade elevou-se para 1,4%, ante 1,3% considerados na reunião de maio;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, reduziu-se para 3,6%, ante 4,0% considerados na reunião do Copom de maio;

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 maio. Essa projeção baseia-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); e

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 33 pontos base (p.b.) e 24 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e 2013, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se geração de superavit primário em torno de 3,1% do PIB, sem ajustes, em 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.

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

17. O cenário central não contempla a ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, e considera as estimativas dos impactos causados por mudanças no cenário externo sobre a economia brasileira.

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 5,17% para 4,85%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação também se reduziu de 5,60% 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 5,09%, 5,17% e 5,20% para 4,87%, 4,85% e 4,85%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,50%, 5,80% e 5,44% para 5,50%, 5,70% e 5,46%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,00/US\$ e da taxa Selic em 8,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de maio 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 se manteve estável em torno do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação reduziu-se em ambos os cenários, mas ainda se posiciona, nos dois casos, 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 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.

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, consolidou-se perspectiva de atividade global mais moderada do que se antecipava, e 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. Em casos específicos, mudanças no padrão de crescimento tendem a ser permanentes. 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. 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.

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, 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.

25. 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.

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

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 significativo 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 recuperação da atividade econômica doméstica tem se materializado de forma bastante gradual, por outro lado, destaca que o cenário central contempla ritmo de atividade mais intenso neste semestre. O Comitê identifica recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, mas, ao mesmo tempo, pondera que desenvolvimentos 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 8,00% 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, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

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. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam cenário de neutralidade do balanço do setor público. O Comitê nota que se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada o ainda frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal são partes importantes 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 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 28 de agosto de 2012, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 21.213, de 29 de junho de 2011.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

37. O IPCA variou 0,08% em junho, ante 0,36% em maio, acumulando alta de 2,32% no ano e de 4,92% em doze meses, ante 4,99% em maio, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado de junho refletiu desaceleração dos preços livres e monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,06% em junho ante 0,37% em maio, o movimento decorreu exclusivamente do comportamento dos preços de bens comercializáveis, de 0,49% para -0,31%, e os preços de produtos não comercializáveis aceleraram de 0,27% para 0,39%, fortemente influenciados pela elevação dos preços dos serviços, com variação de 0,52% ante 0,21% em maio. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,15% em junho ante 0,32% em maio. O grupo Transportes foi o principal responsável pela desaceleração do índice em junho, com contribuição de -0,24 p.p., ante -0,12 p.p. em maio. O índice de difusão situou-se em 61,64% em junho, ante 64,93% em maio.

38. Considerados períodos de doze meses até junho, os preços livres apresentaram desaceleração em relação a maio, de 5,55% para 5,34%, e os preços monitorados aceleraram no mesmo período, de 3,49% para 3,77%. A evolução dos preços livres refletiu o maior efeito da desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 3,49% para 2,97%, e os preços dos produtos não comercializáveis registraram ligeira aceleração, de 7,45% para 7,52%. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,50% no acumulado de doze meses até junho, ante 7,59% e 8,00%, em períodos correspondentes até maio e abril.

39. O IGP-DI variou 0,69% em junho, após alta de 0,91% em maio, de acordo com a FGV, com

desaceleração em todos os seus componentes. O indicador acumula elevação de 3,59% no ano e de 5,66% em doze meses.

40. O IPA-DI variou 0,89% no mês, ante 0,91% em maio, acumulando alta de 3,62% no ano e de 5,54% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários variaram 0,99% em junho, após elevação de 0,67% no mês anterior, acumulando aumento de 5,10% no ano e de 7,86% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,86% no mês, ante 0,99% em maio, acumulando 3,10% no ano e 4,72% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários repercutiu, principalmente, a variação do preço da soja, de 6,39%, com contribuição de 0,35 p.p. para o IPA-DI. Entre os preços dos produtos industriais, a principal influência foi exercida por óleos e gorduras vegetais, e minerais metálicos, com altas respectivas de 4,59% e 2,62% e contribuições individuais para o índice mensal de 0,14 p.p.

41. O IPC-DI registrou elevação de 0,11% em junho, ante 0,52% em maio, acumulando aumento de 2,83% no ano e de 5,37% em doze meses. A variação do IPC-DI em junho foi influenciada, em especial, pela alta de 0,74% no grupo alimentação, com contribuição de 0,17 p.p. para o índice mensal, e pelo recuo registrado no grupo transportes, com variação e contribuição para o índice de -0,73% e -0,13 p.p., respectivamente. O INCC-DI variou 0,73% no mês, ante 1,88% no mês anterior, resultado da desaceleração dos custos de mão de obra, de 3,38% para 1,03%, e da aceleração dos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,35% para 0,41%. O INCC-DI acumulou alta de 5,16% no ano e de 7,04% em doze meses.

42. O IPP/IT variou 1,65% em maio após alta de 1,46% em abril. O IPP/IT acumulou elevação de 3,32% no ano, ante 1,22% no mesmo período do ano passado, e expansão de 4,73% em doze meses encerrados em maio ante 2,55% no mês anterior. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pelas altas nos preços dos segmentos referentes à fabricação de produtos alimentícios, de outros produtos químicos, de metalurgia e de coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis, com contribuições para o índice de 0,59 p.p., 0,34

p.p., 0,14 p.p., e 0,13 p.p., respectivamente. A variação do índice no período de doze meses encerrado em maio refletiu, sobretudo, elevações associadas às contribuições das indústrias de produtos alimentícios, 2,33 p.p., e de outros produtos químicos, 0,57 p.p., contrabalançadas pelas contribuições das divisões de metalurgia, -0,23 p.p., e de fabricação de produtos têxteis, -0,17 p.p.

43. O Índice Commodities – Brasil (IC-Br) recuou 1,40% em junho, refletindo desvalorização de 0,20%, 2,00% e 6,83% dos subíndices agropecuária, metal e energia, respectivamente. No ano, o índice acumula valorização de 0,83%, com avanços de 0,50% no subíndice formado por produtos agrícolas e de 7,14% no de *commodities* metálicas, enquanto o de energia recuou 4,91% no período. Em doze meses, o índice acumula valorização de 2,59%, com avanços de 3,43% e 0,26% nos subíndices agropecuária e energéticas, enquanto o de metálicas recuou 0,13%.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou alta de 0,22% em abril ante março, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em abril, o índice apresentou elevação de 0,15% em relação ao terminado em janeiro, quando havia crescido 0,89% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou estabilidade no mês em relação a abril de 2011 ante alta de 0,91% registrada em março na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevação de 0,78% no ano e de 1,65% nos últimos doze meses finalizados em abril.

45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram em maio em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após variações de 0,5% em abril e de 0,6% em março. Com o resultado, o trimestre finalizado em maio apresentou crescimento de 0,7% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro. Por segmento, observou-se elevação mensal nas vendas de seis dos dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 3,5%; e veículos, motocicletas, partes e peças, 1,5%. Em oposição, as maiores

retrações foram registradas nas vendas de material de construção, 11,3%, e móveis e eletrodomésticos, 3,1%. No ano, o comércio ampliado cresceu 5,8%. As vendas do comércio varejista recuaram 0,8% em maio comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após altas de 0,7% e 0,2% em abril e março, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 1,3% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 9% no ano e de 7,3% no acumulado de doze meses.

46. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 4,2% em maio, com expansão em oito segmentos, com ênfase em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 17,3%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10,9%; móveis e eletrodomésticos, 9,3%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 9,0%. No período de doze meses encerrado em maio, o comércio ampliado registrou crescimento de 5,3%, com destaque para o aumento das vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 26,4%; móveis e eletrodomésticos, 14,9%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,9%; e material de construção, 8,7%.

47. As vendas de automóveis pelas concessionárias, incluindo-se automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram elevação mensal de 35,8% em junho, após alta de 2,8% em maio e redução de 3,6% em abril, de acordo com dados da Fenabreve, dessazonalizados pelo Banco Central. O resultado, o melhor para o mês de junho e o terceiro melhor da série histórica, repercutiu a desoneração tributária implementada pelo governo federal no final de maio. No segundo trimestre, o crescimento atingiu 4,5% ante a queda de 1% no trimestre anterior. No acumulado do ano, as vendas de automóveis declinaram 1,1%, resultado de queda nas vendas de caminhões, 16%; ônibus, 10,2%; e comerciais leves, 1,7%; e as de automóveis aumentaram 0,1%.

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 elevação mensal de 3,2% em junho. A análise dos dados observados indicou retração de 5% em relação a junho do ano anterior e elevação de 3,7% no acumulado do ano e de 3,3% em doze meses.

49. A produção de bens de capital decresceu 1,8% em maio, acumulando retração de 0,7% no trimestre, relativamente ao finalizado em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Contribuíram para o desempenho da categoria no mês o recuo da produção de bens de capital para fins industriais seriados, 4,5%, e de equipamentos para o setor de energia elétrica, 3,3%, em oposição à elevação de 8,6% na produção de equipamentos agrícolas.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou elevação mensal de 2,3% em maio, acumulando aumento de 1% no trimestre, em relação ao finalizado em fevereiro, considerados dados dessazonalizados. Em relação a iguais períodos de 2011, a produção do segmento registrou alta de 3,4% no mês e no acumulado do ano e de 4% em doze meses.

51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$139,4 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em abril, 16,3% inferior ao resultado de igual período de 2011, repercutindo a retração de 48,2% nos recursos destinados à indústria de transformação. No período, o setor de infraestrutura absorveu 40% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 31%; comércio e serviços, 22%; e agropecuária, 7%.

52. A produção física da indústria geral apresentou variação mensal de -0,9% em maio, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após retração de 0,4% (revisada) em abril, refletindo recuo de 1,1% na indústria de transformação e crescimento de 1,5% na indústria extrativa. Por categorias de uso, registrou-se queda na produção de bens de consumo duráveis, 2,2%; de bens de consumo semi e não duráveis, 2,1%; e de bens de capital, 1,8%; e a de bens intermediários cresceu 0,2%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, quatorze apresentaram

queda no mês, com destaque para os segmentos de material eletrônico e equipamento de comunicação, 10,9%; calçados e couro, 5,3%; e veículos automotores, 4,5%. Em oposição, o setor de produtos de metal apresentou a maior expansão mensal, de 13,2%. A produção da indústria recuou 1,2% no trimestre encerrado em maio em relação ao terminado em fevereiro, quando havia decrescido 0,6%, repercutindo retração de 1,5% na indústria de transformação, e a indústria extrativa cresceu 1,8%. A evolução trimestral foi influenciada pela retração das indústrias de fumo, 11,5%; equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 10,8%; e material eletrônico e equipamentos de comunicação, 8,9%. Considerados dados observados, a produção física da indústria recuou 4,3% no mês ante igual período do ano anterior, 3,4% no acumulado do ano, e 1,8% em doze meses, refletindo desempenho desfavorável, sobretudo, das indústrias de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,8% em junho, com queda de 0,2 p.p. em relação a maio, segundo dados dessazonalizados da FGV. A retração mensal decorreu de queda de 0,3 p.p. em bens de consumo duráveis, de 0,2 p.p. em material de construção e em bens de capital e de 0,1 p.p. em bens intermediários, e bens de consumo não duráveis registrou expansão de 0,6 p.p. Considerada a série observada, o Nuci apresentou queda de 0,5 p.p. em relação a junho de 2011, resultado de decréscimo nos indicadores das indústrias de bens de capital, 1,8 p.p.; material de construção, 1,5 p.p.; bens intermediários, de 0,8 p.p.; e bens de consumo, 0,1 p.p.

54. A produção de autoveículos atingiu 273,6 mil unidades em junho, representando aumento de 1,3% em relação a maio e de 0,8% no trimestre encerrado em junho, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou retração de 7,6% em relação a junho de 2011, de 9,2% no acumulado do ano e de 5,8% em doze meses.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais cresceu 36,9% em relação a maio e 5,1% no trimestre, de acordo com dados

dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, ocorreram variações de 19,9% em relação a junho de 2011, -1,8% no acumulado do ano e -5,3% em doze meses. As exportações de autoveículos montados alcançaram 36 mil unidades em junho, representando variações de -3,3% em relação a igual mês do ano anterior, -11% no acumulado do ano, e 0,8% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações cresceram 53% no mês e recuaram 13,9% no trimestre.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a junho, a safra de grãos do país deverá totalizar 160,7 milhões de toneladas em 2012, representando elevação de 0,4% em relação à de 2011 e de 0,3% em relação à estimativa de maio. O novo levantamento apresentou perspectiva mais favorável para as safras de milho e trigo, com acréscimo de 0,8% e 3,2%, respectivamente, em comparação à estimativa do mês anterior, contrastando com as previsões para os cultivos do feijão e arroz, que projetam retrações respectivas de 8,2% e 1,5%, em igual base de comparação. Em relação à safra de 2011, o novo levantamento estima expansão de 22,7% para o milho, repercutindo exclusivamente expectativa de aumento de 59,6% para a 2ª safra, em oposição aos decréscimos respectivos de 17,6%, 14,8%, 12,3% e 8% nas colheitas de feijão, arroz, soja e trigo. Projeta-se, adicionalmente, queda de 7,4% na safra de cana de açúcar em relação ao ano anterior, resultado 11,2% menor do que o projetado na estimativa anterior.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, registrou retração de 2,8% em junho, em relação a maio, alcançando 123,5 pontos, refletindo redução de 4,4% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,8% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a junho de 2011, o ICC registrou alta de 4,6%, resultado de elevação de 0,7% no ISA e de 7,3% no IE.

58. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços da FGV, recuou 1,8% em junho relativamente a maio,

ao passar de 125,4 para 123,1 pontos, dados com ajuste sazonal. O resultado decorreu de retrações de 2,7% no Índice de Situação Atual (ISA-S) e de 1,1% no Índice de Expectativas (IE-S).

59. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 126,2 pontos em junho, representando queda de 4,1% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de retrações de 7,4% no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 1,9% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em junho, o ICOM registrou contração de 3,7% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelas retrações de 2,7% no ISA-COM e de 4,3% no IE-COM.

60. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou queda de 0,2% em junho em relação a maio, situando-se em 103,2 pontos, resultado do aumento de 0,9% no ISA e da redução de 1,4% no IE. Em relação a junho de 2011, o ICI recuou 3,5%, resultado de retração de 3,4% no ISA e de 3,8% no IE.

61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 124,1 pontos em junho, 9,4% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retrações de 10,5% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 8,4% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No segundo trimestre do ano, o ICST registrou contração de 9,5%, comparativamente a igual período de 2011, repercutindo recuo de 10,5% no ISA-ICST e de 8,6% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 139,7 mil empregos formais em maio, resultado da criação de 46,3 mil postos de trabalho formal no setor agropecuário; 44,6 mil no setor de serviços; 20,3 mil na indústria de transformação; 14,9 mil na construção civil; e 9,7 mil no comércio. No acumulado do ano, foram geradas 737,9 mil vagas e, em doze meses, 1,3 milhão, ante 1,0 milhão e 1,9 milhão, na ordem, em iguais períodos de 2011. Em

relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a abril, dados dessazonalizados pelo Banco Central.

63. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,8% em maio, representando retração de 0,2 p.p. em relação a abril e de 0,6 p.p. comparativamente a maio de 2011. O resultado mensal decorreu de elevação de 1,2% na ocupação e de 0,9% na PEA. Considerando dados dessazonalizados, o desemprego atingiu 5,4% em maio, ante 5,6% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou redução de 0,1% em relação ao mês anterior e elevação de 4,9% na comparação com maio de 2011 e de 4,8% no acumulado do ano. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, apresentou aumento de 1,1%, 7,5%, e 6,8%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

64. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.136 bilhões em maio, com expansão de 1,7% no mês, 5,2% no ano e 18,3% em doze meses, correspondendo a 50,1% do PIB. A carteira de operações realizadas com recursos livres, que respondeu por 64,1% do total do sistema financeiro, cresceu 1,6% no mês, 5,0% no ano e 16,1% em doze meses, decorrentes de acréscimos de 1,2%, 4,8% e 15,0%, respectivamente, no saldo das operações com pessoas físicas e de variações de 1,9%, de 5,1% e de 17,2%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram elevações respectivas de 1,8%, de 5,7% e de 22,4% nas mesmas bases comparativas, com destaque para o aumento de 2,8%, de 13,8% e de 39,8%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais.

65. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 32,9% em maio, com redução de 2,2 p.p. no mês e de 7,1 p.p. em doze meses. As taxas relativas aos segmentos

de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 38,8% e 25,0%, assinalando retrações respectivas de 3,0 p.p. e 1,3 p.p. em relação a abril, e de 8,0 p.p. e 6,1 p.p., na comparação com maio de 2011.

66. Os prazos das operações de crédito referencial relativos aos segmentos de pessoas físicas e jurídicas, em maio, aumentaram um dia, atingindo 607 e 402 dias, respectivamente. O prazo médio dessas operações alcançou 500 dias.

67. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, alcançou 6,0% em maio, ao elevar-se 0,1 p.p. no mês e 0,9 p.p. em relação a maio do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 8,0% no mês, com aumento de 0,2 p.p. em relação a abril e de 1,6 p.p. em doze meses, e o relativo a pessoas jurídicas permaneceu estável em 4,1%, pelo quarto mês consecutivo na comparação mensal, com expansão de 0,3 p.p. ante maio de 2011.

Ambiente externo

68. Desde a última reunião do Copom, as perspectivas para a economia mundial se deterioraram, haja vista a continuidade da crise europeia, a desaceleração na China e a incerteza sobre a sustentabilidade do crescimento nos EUA. Nesse contexto, a avaliação dos gerentes de compra, expressa pelo PMI global, recuou pelo quarto mês consecutivo, atingindo 50,3 pontos em junho, o menor patamar dos últimos três anos. Nos EUA, a última revisão do PIB do primeiro trimestre apontou crescimento anualizado de 1,9%, após alta de 3,0% no trimestre anterior. Dentre os riscos de baixa, destacam-se a recuperação do mercado de trabalho local em ritmo abaixo do esperado, com a criação líquida de 80 mil postos em junho, e os recuos da produção industrial e das vendas no varejo em maio, 0,1% m/m e 0,2% m/m, respectivamente. Na Área do Euro, os riscos de recessão se acentuaram, conforme indica o recuo mensal da produção industrial de abril, 0,8% m/m, e a continuidade da contração da atividade, com o PMI composto do bloco tendo registrado 46,4 pontos em junho, nona contração nos últimos dez meses, a taxa de desemprego atingiu 11,1% em maio, o maior

percentual desde a instituição da união monetária. No Japão, após crescimento de 4,7% do PIB anualizado no primeiro trimestre, prevê-se desaceleração do ritmo da atividade, sinalizado pelo PMI composto, que recuou a 49,1 pontos em junho e marcou a primeira contração no ano. Na China, prossegue a tendência de desaceleração, o PMI composto de junho apresentou nova diminuição, influenciado, principalmente, pelo desempenho do setor manufatureiro.

69. Nos mercados financeiros, em que pese o ambiente de elevada incerteza, observou-se redução da aversão ao risco no período. O fim do processo eleitoral na Grécia e as medidas anunciadas pela Cúpula da União Europeia ao final de junho – flexibilização de regras permitindo o uso do *European Financial Stability Facility* (EFSF) e, posteriormente, do *European Stability Mechanism* (ESM), para capitalização direta de bancos e compra de títulos soberanos no mercado secundário – mais do que compensaram os sinais de fragilidade do sistema bancário na Espanha. O alívio nos mercados favoreceu a valorização do euro e das moedas de países emergentes ante o dólar, ao mesmo tempo em que os rendimentos anuais dos papéis de 10 anos dos EUA e Alemanha aumentaram em relação aos mínimos históricos de maio.

70. Os preços internacionais das *commodities* mostraram alguma recuperação nas duas semanas que precederam a reunião do Copom, refletindo, em especial, problemas climáticos que atingem regiões produtoras de grãos nos Estados Unidos. Adicionalmente, o preço do barril de petróleo tipo Brent, após recuar a US\$89,61 em 21 de junho, menor valor desde dezembro de 2010, passou, desde então, a mostrar recuperação sob influência das restrições à oferta na Noruega e das incertezas quanto às consequências do embargo europeu ao petróleo iraniano, sanção que vigora desde 1º de julho.

71. Desde a última reunião do Copom, constatou-se continuidade do processo de desinflação global, em especial nas economias avançadas, em que, sob o impacto do recuo dos preços da energia, os índices anuais de preços ao consumidor (IPCs) declinaram, pela ordem, para 1,7%, 2,4%, 2,8% e 0,2%, em maio, nos Estados Unidos, Área do Euro, Reino Unido e

Japão. Em razão do quadro de deterioração do cenário macroeconômico global, os bancos centrais das principais economias optaram pela adoção de novas medidas de afrouxamento monetário. Em 20 de junho, o *Federal Reserve* dos EUA prorrogou por seis meses a Operação *Twist*, o que significou a compra adicional de cerca de US\$267 bilhões de *Treasuries* até o final do ano. Em 5 de julho, o BCE reduziu as taxas de juros das principais operações de refinanciamento em 25 p.b., para 0,75%, com vigência a partir de 11 de julho. Anteriormente, em 22 de junho, o BCE havia relaxado as condições para elegibilidade de colaterais, a fim de ampliar o acesso do sistema bancário às operações do Eurosystem. Ainda em 5 de julho, o Banco da Inglaterra (BoE) ampliou o programa de compra de ativos com emissão de reservas em £50 bilhões, para £375 bilhões, e na China, o Banco do Povo da China (BPC) reduziu as taxas de depósito e de empréstimo de um ano em 25 p.b. e 31 p.b., respectivamente, para 3% e 6%.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$806 milhões em junho, resultado de exportações de US\$19,4 bilhões e importações de US\$18,5 bilhões. O saldo acumulado no ano totalizou US\$7,1 bilhões ante US\$13 bilhões em igual período de 2011, refletindo queda de 0,9% nas exportações e elevação de 4,6% nas importações. A corrente de comércio cresceu 1,7% no ano, somando US\$227,4 bilhões, ante US\$223,6 bilhões em igual período de 2011.

73. As reservas internacionais atingiram US\$373,9 bilhões em junho, aumento de US\$1,5 bilhão em relação a maio e de US\$21,9 bilhões comparativamente a dezembro de 2011. No mês, não houve atuação do Banco Central no mercado doméstico de câmbio a vista.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de maio, a curva de juros doméstica apresentou declínio em toda a sua extensão. A queda das taxas nesse período foi influenciada, no âmbito interno, pela perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário,

pela divulgação de dados mais fracos de atividade econômica, pela trajetória favorável dos índices de preços e pela queda das expectativas de inflação e do PIB na pesquisa Focus. No cenário externo, a piora de indicadores econômicos na Europa, nos Estados Unidos e na China e as incertezas em torno da evolução da crise de dívidas que atinge países da Área do Euro também contribuíram para o recuo das taxas. Entre 28 de maio e 6 de julho, as taxas de juros de um, três e seis meses recuaram 0,45 p.p., 0,48 p.p. e 0,55 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos cederam 0,67 p.p., 0,56 p.p. e 0,46 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 2,50% em 28 de maio para 1,85% em 6 de julho, devido, principalmente, à redução das taxas nominais.

75. Entre 29 de maio e 9 de julho, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial tradicional de vencimento em 2 de julho, 1º de agosto, 3 de setembro e 1º de outubro de 2012. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$11,4 bilhões.

76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 29 de maio e 9 de julho, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$45,6 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou de R\$128,7 bilhões, entre 17 de abril e 28 de maio, para R\$127,8 bilhões, entre 29 de maio e 9 de julho. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazo entre 18 e 29 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$298,6 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, em 24 oportunidades como tomador de recursos e em quatro oportunidades como doador de recursos e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$41,9 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$468,8 bilhões, entre 17 de abril e 28 de maio, para R\$468,3 bilhões,

entre 29 de maio e 9 de julho. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$445,2 bilhões em 28 de maio para R\$578,6 bilhões em 9 de julho. O principal fator que contribuiu para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

77. Entre 29 de maio e 9 de julho, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$30,9 bilhões. A venda de títulos

com remuneração prefixada alcançou R\$27,5 bilhões, sendo R\$24,3 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2013, 2014 e 2016, e R\$3,2 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\$0,5 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\$2,9 bilhões.

Notas da 169ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 28 e 29/8/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/8) e do 20º andar (29/8) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (28/8) e 16h56 (29/8)

Horário de término: 18h47 (28/8) e 20h00 (29/8)

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

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes no dia 28)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 29)

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 28)

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) avançou para 0,43% em julho (de 0,08% em junho). Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses alcançou 5,20% ante 6,87% em julho de 2011. Os preços livres variaram 5,77% em doze meses até julho (7,38% em julho de 2011), e os preços administrados, 3,67% (5,67% em julho de 2011). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 3,08% em doze meses até julho (6,44% em julho de 2011), e os dos bens não comercializáveis, 8,24% (8,18% em julho de 2011). O grupo de alimentos e bebidas, sensibilizado por fatores climáticos, externos e domésticos, registrou alta de 0,91% nos preços em julho (-0,34% em julho

de 2011) e atingiu variação de 8,68% em doze meses. Os preços dos serviços aumentaram 0,79% em julho (0,52% em junho) e 7,90% em doze meses (8,82% em julho de 2011). Em síntese, a inflação de serviços ainda segue em níveis elevados e há pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas.

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 0,14% em junho para 0,43% em julho. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 5,16% em junho para 5,24% em julho. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,39% em junho para 0,40% em julho, e o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,30% para 0,35% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,07% em junho para 0,53% em julho. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, avançou de 0,05% em junho para 0,46% em julho; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de -0,09% em junho para 0,43% em julho.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 1,52% em julho, depois de registrar alta de 0,69% em junho, resultando em inflação acumulada em doze meses de 7,31% (8,34% em julho de 2011). O principal componente desse indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 7,93% em doze meses até julho, influenciado pelo segmento agropecuário (13,93%), impactado por choques de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 10,63% nos preços de matérias-primas brutas, de 7,99% nos de bens intermediários e de 5,52% nos de bens finais. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,65% em doze meses até julho (6,58% em julho de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,27%, 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 1,13% em junho (1,69% em maio) e 6,66% no acumulado em doze meses. 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 avançou 0,7% em junho, após registrar estabilidade em maio. Dessa forma, o indicador registrou crescimento de 0,4% no segundo trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior, e alta de 0,7% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 1,2% em junho. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou pelo quarto mês consecutivo em agosto, após ter alcançado o maior nível da série histórica iniciada em setembro de 2005 no mês de abril. Já o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apresentou o quinto recuo consecutivo em julho e indica moderação da atividade no setor.

5. A atividade fabril registrou variação positiva em junho, após três meses de recuos, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Assim, a produção industrial aumentou 0,2% em junho, após recuar 1,0% em maio. Houve crescimento da produção em doze dos 27 ramos de atividade. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 5,5% em junho e 2,3% no acumulado em doze meses. Dessa forma, a produção durante o primeiro semestre ficou 3,8% aquém da produção no primeiro semestre de 2011. No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, houve crescimento real de 3,1% no primeiro semestre, na mesma base de comparação, a despeito de recuo de 1,4% no número de horas trabalhadas, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI).

6. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve crescimento de 4,8% na produção de bens de consumo duráveis em junho, maior nível em seis meses. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis registrou expansão de 1,8% em junho, a de bens de capital, crescimento de 1,4%, e a de bens intermediários, recuo de 0,9%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até junho, a produção de bens de consumo duráveis variou -7,6%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,3%; a de bens de capital, -5,5%; e a de bens intermediários, -1,5%.

7. O IBGE divulgou a taxa de desemprego de julho para quatro das seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME). Na comparação mensal, a pesquisa apontou certa estabilidade nas taxas de desocupação em Belo Horizonte, Porto Alegre e Recife, que registraram 4,4%, 3,8% e 6,5%, respectivamente, e forte queda na região metropolitana de São Paulo, onde a taxa de desocupação passou de 6,5% em junho para 5,7% em julho. Em relação a julho de 2011, a taxa de desocupação mostrou retração de 0,3 pontos percentuais (p.p.) em Belo Horizonte, de 0,9 p.p. em Porto Alegre e de 0,8 p.p. em São Paulo, e em Recife houve avanço de 0,2 p.p. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, em julho, houve criação de 142,5 mil postos de trabalho formais (140,6 mil em julho de 2011). Os setores que mais contribuíram para esse aumento no número de empregos formais no mês, em termos absolutos, foram o setor de serviços e o da construção civil. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real em julho recuou de forma significativa em Belo Horizonte, Recife e São Paulo, e se manteve estável em Porto Alegre. 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 12,3% em junho, em relação a junho de 2011, amparada, em parte, por estímulos fiscais. Na comparação mês a mês, com base na série com ajuste sazonal, houve expansão de 6,1% em junho, após estabilidade em maio. A taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em

5,6% em junho, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (20,9%) e móveis e eletrodomésticos (14,9%). 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 julho, o índice recuou, após ter permanecido estável em junho. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pela redução nos custos de empréstimos 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, mostrou elevação em agosto (84,4%), ficando 0,4 p.p. acima do observado em agosto de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,0%, 0,4 p.p. acima do registrado em agosto de 2011 e 2,7 p.p. abaixo do máximo da série histórica registrado em junho de 2008. A utilização da capacidade se intensificou no setor de bens de consumo, que atingiu 86,1%, e também mostrou recuperação no setor de bens de capital, que registrou 82,6%. No setor de bens intermediários e de materiais de construção, os níveis ficaram em 85,5% e em 87,0%, respectivamente. Ainda de acordo com a FGV, o Índice de Confiança da Indústria continuou em trajetória de recuperação gradual, atingindo o maior valor desde julho de 2011 na série dessazonalizada, em razão de melhoras nas percepções tanto da situação atual quanto das expectativas. A proporção de empresas que reportaram estoques em níveis normais aumentou desde a última reunião do Copom.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses continuou em trajetória de queda, recuando para US\$23,6 bilhões em julho. Esse resultado adveio de exportações de US\$253,7 bilhões e de importações de US\$230,1 bilhões, associadas a variações de 7,7% e de 10,3%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Dessa forma, o déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$51,8 bilhões em junho para

US\$52,0 bilhões em julho, equivalente a 2,17% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$66,3 bilhões em doze meses até julho, equivalentes a 2,77% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

11. A economia global enfrenta período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado. Nesse sentido, prevalece ritmo moderado de atividade nos Estados Unidos (EUA), em ambiente de riscos decorrentes do quadro de contenção fiscal e da crise europeia. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas de ordem política, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras. O indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a junho, aponta crescimento moderado ou forte desaceleração nas principais economias. No mesmo sentido, os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a julho sugerem atividade global moderada, com desaceleração na atividade manufatureira. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodatórias, que, eventualmente, ainda podem ser aprofundadas. Os núcleos de inflação continuam em níveis moderados nos EUA, na Zona do Euro e no Japão. 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* subiu desde a última reunião e ultrapassou US\$110. Cabe ressaltar que a ainda maior 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* metálicas e agrícolas avançaram 7,8% e 1,0%,

respectivamente. Assim, em relação aos valores máximos observados em abril de 2011, as variações alcançam -23,4% e -10,0%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), acumula recuo de 10,5% até julho, 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, tende a gerar pressões baixistas sobre os preços de *commodities* no médio prazo.

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 julho;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2012, mantiveram-se em -1,0% e 1,4%, valores considerados na reunião de julho;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, manteve-se em 3,6%, considerada na reunião do Copom de julho; e

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 julho. Essa projeção baseia-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).

14. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -24 pontos base (p.b.) e 23 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e 2013, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se geração de superavit primário em torno de 3,1% do PIB, sem ajustes, em 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário de cerca de 3,10% do PIB, sem ajustes, em 2013, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit 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. O cenário central não contempla a ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, mas considera as estimativas dos impactos causados por mudanças no cenário externo sobre a economia brasileira. Em particular, incorpora o efeito estimado do recente choque de oferta no segmento de *commodities* agrícolas.

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 elevou-se de 4,85% para 5,19%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação manteve-se em 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 4,87%, 4,85% e 4,85% para 5,20%, 5,19% e 5,19%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,50%, 5,70% e 5,46% para 5,50%, 5,67% e 5,46%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,00/US\$ e da taxa Selic em 8,00% ao ano (a.a.)

em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho e se encontra acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2012 aumentou e se posiciona acima do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação se manteve estável em ambos os cenários, nos dois casos, acima do valor central da meta. Para o primeiro semestre de 2014, a projeção encontra-se acima do valor central da meta em ambos os cenários.

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 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.

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. O Comitê entende que, de modo geral, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada, e 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 permaneceu moderado. Por outro lado, desde a última reunião, surgiram evidências de pressões localizadas de preços, decorrentes de um choque desfavorável de oferta no segmento de *commodities* agrícolas. Para o Comitê, esse choque tende a ser menos intenso e menos duradouro do que o ocorrido em 2010/2011, bem como tende a se reverter no médio prazo. Dessa forma, apesar de manifestar viés inflacionário no curto prazo, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo.

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. Também constitui canal de transmissão de grande importância a repercussão sobre a confiança de empresários.

24. O Copom pondera que, embora a expansão da demanda doméstica 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.

25. 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 se deslocar na direção da trajetória de metas, de forma não linear. 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 semestres.

26. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto e a percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.

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 significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Por outro lado, observa que o nível de utilização da capacidade instalada tem se estabilizado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, ou seja, está contribuindo para a abertura do hiato do produto e para conter pressões de preços. O Comitê destaca, ainda, riscos decorrentes da instabilidade dos preços de produtos *in natura* e de grãos, que se manifesta, por exemplo, na dinâmica dos preços no atacado.

29. O Copom avalia que a recuperação da atividade econômica doméstica tem se materializado de forma gradual, por outro lado, destaca que o cenário central contempla ritmo de atividade mais intenso neste semestre e no próximo ano. O Comitê identifica recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, mas, ao mesmo tempo, pondera que o ambiente externo permanece complexo, dada a ausência de solução definitiva para a crise financeira europeia e os riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – ora em curso nos principais blocos econômicos. O cenário prospectivo para a inflação, desde a última reunião do Comitê, embora para o curto prazo tenha sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, manteve sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressalta que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés.

31. 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, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

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. Para o Comitê, esses efeitos, os programas de concessão de serviços públicos e a gradual recuperação da confiança criam boas perspectivas para o investimento neste e nos próximos semestres. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam cenário de neutralidade do balanço do setor público. O Comitê nota, ainda, que se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal são partes importantes 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 elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira hoje apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

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

35. Diante do exposto, considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 9 de outubro de 2012, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 21.213, de 29 de junho de 2011.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

37. O IPCA-15 variou 0,39% em agosto ante 0,33% em julho, acumulando altas de 3,32% no ano e de 5,37% em doze meses ante 5,24% em julho, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado de agosto refletiu aceleração dos preços livres e monitorados. Relativamente aos preços livres, que variaram 0,45% em agosto ante 0,41% em julho, o movimento foi influenciado pelo comportamento dos preços de bens comercializáveis, que passaram de -0,02% para 0,22%, enquanto os preços de não comercializáveis desaceleraram de 0,79% para 0,66%, favorecidos pela menor pressão dos preços dos serviços, com variação de 0,61% em agosto ante 0,76% em julho. Os preços monitorados apresentaram

alta de 0,19% em agosto ante 0,09% em julho. O grupo transportes, que havia apresentado variação negativa de 0,59% em julho, foi o principal responsável pela aceleração do índice em agosto, ao registrar estabilidade de preços no mês. O índice de difusão situou-se em 65,75% em agosto, ante 61,64% em julho.

38. Considerados períodos de doze meses até agosto, os preços livres e os monitorados apresentaram aceleração em relação a julho, de 5,72% para 5,84%, e de 3,98% para 4,08%, respectivamente. A evolução dos preços livres refletiu o efeito da aceleração nos preços dos produtos não comercializáveis, de 7,73% para 8,05%, enquanto os preços dos produtos comercializáveis recuaram de 3,50% para 3,40% no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,62% no acumulado de doze meses até agosto ante 7,46% e 7,19%, em períodos correspondentes até julho e junho.

39. O IGP-10 variou 1,59% em agosto, após alta de 0,96% em julho, de acordo com a FGV, com aceleração no IPA e no IPC, enquanto o INCC apresentou desaceleração no mês. O indicador acumula elevação de 5,49% no ano e de 7,50% em doze meses.

40. O IPA-10 variou 2,21% no mês ante 1,24% em julho, acumulando alta de 6,05% no ano e de 8,18% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários variaram 6,23% em agosto, após elevação de 1,94% no mês anterior, acumulando aumento de 12,42% no ano e de 15,02% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,72% no mês ante 0,99% em julho, acumulando 3,77% no ano e 5,74% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários repercutiu, em especial, a variação registrada no preço da soja, 15,62%; no do milho, 22,17%; café, 9,25%; e no do tomate, 51,09%; com contribuições para o IPA-10 de 0,87 p.p., 0,50 p.p., 0,13 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente. Entre os preços dos produtos industriais, as principais influências foram exercidas por óleos e gorduras vegetais e derivados do petróleo e álcool, com altas de 11,72% e 2,38%, respectivamente, e contribuições individuais para o índice mensal de 0,35 p.p. e 0,18 p.p., respectivamente.

41. O IPC-10 registrou elevação de 0,29% em agosto, ante 0,19% em julho, acumulando aumento de 3,64% no ano e de 5,64% em doze meses. A variação do IPC-10 em agosto foi influenciada, em especial, pela alta de 1,11% no grupo alimentação, com contribuição de 0,26 p.p. para o índice mensal, e pelo recuo registrado no grupo transportes, com variação de -0,44%, e contribuição para o índice de -0,08 p.p. O INCC-10 variou 0,49% no mês ante 0,84% no mês anterior, resultado de desacelerações dos custos de mão de obra, de 1,17% para 0,52%, e dos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,50% para 0,47%. O INCC-10 acumulou alta de 6,00% no ano e de 7,25% em doze meses.

42. O IPP/IT variou 1,13% em junho, após alta de 1,69% em maio. O IPP/IT acumulou elevação de 4,53% no ano ante 0,56% no mesmo período do ano anterior, e expansão de 6,66% em doze meses encerrados em junho ante 4,78% em maio. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pelas altas nos preços dos segmentos referentes à fabricação de produtos alimentícios e de outros produtos químicos, com contribuições para o índice de 0,45 p.p. e 0,17 p.p., respectivamente. A variação do índice no período de doze meses encerrado em junho refletiu, em especial, elevações associadas às contribuições das indústrias de produtos alimentícios, 3,12 p.p., e de outros produtos químicos, 0,62 p.p., contrabalançadas pelas contribuições das divisões de produtos têxteis, -0,09 p.p., e de metalurgia, -0,03 p.p.

43. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 7,81% em julho, refletindo a variação de 10,37%, 6,06% e -1,76% dos subíndices agropecuária, energia e metal, respectivamente. No ano, o índice acumula valorização de 8,71%, com avanços de 10,92%, 0,86% e 5,26%, na mesma sequência. Em doze meses, o IC-Br registra alta de 12,27%, com os subíndices agropecuária e energia crescendo 17,16% e 6,75%, na ordem, enquanto o subíndice metal registra recuo de 3,89%.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou alta de 0,75% em junho ante maio, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em junho, o índice apresentou

elevação de 0,38% em relação ao terminado em março, quando havia crescido 0,62% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 0,99% em relação a junho de 2011 ante a alta de 1,09% registrada em maio, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevação de 0,87% no ano e de 1,20% nos últimos doze meses finalizados em junho.

45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceram 6,1% em junho em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após estabilidade em maio e alta de 0,8% em abril. Com esse resultado, o trimestre finalizado em junho apresentou expansão de 3% em relação ao trimestre encerrado em março. Por segmento, observou-se elevação mensal nas vendas de nove dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos, motocicletas, partes e peças, 16,4%, em oposição à queda de 8,9% em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação. No ano, o comércio ampliado cresceu 7%. As vendas do comércio varejista aumentaram 1,5% em junho, comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após queda de 0,8% em maio e elevação de 0,7% em abril, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 0,8% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 9,1% 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 12,3% em junho, com expansão em nove segmentos, destacando-se as elevações de veículos, motocicletas, partes e peças, 19,8%; e de móveis e eletrodomésticos, 15,8%; em contraste com a queda de 14,6% em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação. No período de doze meses encerrado em junho, o comércio ampliado registrou crescimento de 5,6%, com ênfase para o aumento das vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 20,9%; móveis e eletrodomésticos, 14,9%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,9%.

47. As vendas de automóveis pelas concessionárias, incluindo-se automóveis, comerciais leves,

caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 5,3% em julho, após elevações de 35% em junho e de 2,4% em maio, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), dessazonalizados pelo Banco Central. Foram vendidas 364,2 mil unidades, o melhor resultado para meses de julho e o segundo melhor da série histórica, refletindo a desoneração tributária implementada pelo governo federal no final de maio. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos cresceram 1,9%, resultado da expansão de 4% nas vendas de automóveis; enquanto as de caminhões e de ônibus decresceram 18,4% e 12,2%, respectivamente. As vendas de comerciais leves mantiveram-se estáveis nessa base de comparação.

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 retração mensal de 8,7% em julho. A análise dos dados observados indicou variações de -2,1% em relação a julho do ano anterior, de 2,8% no acumulado do ano e de 3,1% em doze meses.

49. A produção de bens de capital cresceu 1,4% em junho, acumulando elevação de 3,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em março, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Contribuíram para o desempenho da categoria no mês, o aumento da produção de equipamentos para o setor de energia elétrica, 6,3%; e o de bens de capital agrícolas, 5,9%; em oposição à redução na produção de peças agrícolas, 14,6%; de equipamentos para fins industriais não seriados, 4,1%; e de equipamentos de uso misto, 3,6%.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou queda mensal de 3,2% em junho, acumulando aumento de 0,1% no trimestre em relação ao finalizado em março, considerados dados dessazonalizados. Em relação a iguais períodos de 2011, a produção do segmento registrou variação de -2,7% no mês, de 2,4% no acumulado do ano e de 3,3% em doze meses.

51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$139,3 bilhões no acumulado em doze

meses encerrados em maio, 15,9% inferior ao resultado de igual período de 2011, repercutindo a retração de 50% nos recursos destinados à indústria de transformação. No período, o setor de infraestrutura absorveu 40% do total dos recursos liberados, seguido por indústria, 30%; comércio e serviços, 23%; e agropecuária, 7%.

52. A produção física da indústria geral apresentou expansão mensal de 0,2% em junho, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após retração de 1% (revisada) em maio, refletindo crescimento de 0,4% na indústria de transformação e recuo de 2,2% na indústria extrativa. Por categorias de uso, registrou-se aumento na produção de bens de consumo duráveis, 4,8%; de bens de consumo semi e não duráveis, 1,8%; e de bens de capital, 1,4%; enquanto a de bens intermediários decresceu 0,9%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, doze apresentaram elevação no mês, com destaque para os segmentos de outros equipamentos de transporte, 12,5%; farmacêutico, 8,6%; e de material eletrônico e equipamento de comunicação, 8%. Em oposição, os setores de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e de borracha e plástico apresentaram as maiores retrações mensais, 10,9% e 5,7%, respectivamente. A produção da indústria recuou 1,1% no trimestre encerrado em junho em relação ao terminado em março, que já havia registrado queda nesse nível na mesma base de comparação, repercutindo decréscimo de 1,4% na indústria de transformação, enquanto a indústria extrativa cresceu 2%. A evolução trimestral foi influenciada pela retração das indústrias de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 14,6%; material eletrônico e equipamentos de comunicação, 7,1%; alimentos, 6,1%; e farmacêutica, 5,4%; efeito atenuado pela expansão de 8,7% da indústria de veículos automotores no período analisado. Considerados dados observados, a produção física da indústria recuou 5,5% no mês ante igual período do ano anterior, 3,8% no acumulado do ano e 2,3% em doze meses, refletindo desempenho desfavorável, principalmente, das indústrias de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84% em agosto, com aumento de 0,3 p.p. em relação

a julho, segundo dados dessazonalizados da FGV. O crescimento mensal decorreu de expansões de 4,3 p.p. em bens de consumo duráveis, 1,6 p.p. em bens de capital e 0,2 p.p. em bens intermediários, enquanto bens de consumo não duráveis e material de construção apresentaram retração de 0,4 p.p. Considerada a série observada, o Nuci apresentou expansão de 0,4 p.p. em relação a agosto de 2011, resultado de elevações de 3,6 p.p. em bens de consumo não duráveis e de 2 p.p. em bens de consumo duráveis, em oposição ao decréscimo nos indicadores das indústrias de material de construção, 1,6 p.p.; de bens de capital, 1,2 p.p.; e de bens intermediários, 0,3 p.p.

54. A produção de autoveículos atingiu 297,8 mil unidades em julho, representando aumento de 2,8% em relação a junho e de 0,3% no trimestre encerrado em julho, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou retração de 3,6% em relação a julho de 2011, de 8,3% no acumulado do ano e de 6,5% em doze meses.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais recuou 4,6% em relação a junho e cresceu 20,1% no trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados os dados observados, ocorreu variação de 23,1% em relação a julho de 2011, de 2% no acumulado do ano e de -3,1% em doze meses. As exportações de autoveículos montados alcançaram 29,7 mil unidades em julho, representando retração de 36,1% em relação a igual mês do ano anterior, de 14,9% no acumulado do ano e de 3,9% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações decresceram 10,6% no mês e 28,6% no trimestre.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a julho, a safra de grãos do país deverá totalizar 163,3 milhões de toneladas em 2012, o que representa elevação de 2% em relação à de 2011 e de 1,6% em relação à estimativa de junho. O novo levantamento apresentou perspectiva mais favorável para a safra de milho, com acréscimo de 3,5% em comparação à

estimativa do mês anterior, contrastando com as previsões para os cultivos de feijão e arroz, que projetam retração de 0,7% e de 0,1%, respectivamente, em iguais bases de comparação. Em relação à safra de 2011, o novo levantamento estima expansão de 27% para o milho, repercutindo expectativa de aumento de 71,8% para a 2ª safra em oposição ao decréscimo de 18,1%, 14,9%, 12,2% e 7,9% nas colheitas de feijão, arroz, soja e trigo, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, queda de 7,6% na safra de cana de açúcar em relação ao ano anterior, resultado 0,2% menor que o projetado na estimativa anterior.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, registrou recuo de 1% em agosto em relação a julho, alcançando 120,4 pontos, o que reflete retração de 1,4% no Índice da Situação Atual (ISA), enquanto o Índice de Expectativas (IE) apresentou expansão de 0,3%. Em relação a agosto de 2011, o ICC registrou alta de 1,4%, dados observados, resultado de elevação de 5,3% no IE em oposição a recuo de 3,9% no ISA.

58. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços da FGV, recuou 2,6% em agosto relativamente a julho, ao passar de 120,6 para 117,5, dados com ajuste sazonal. O resultado decorreu de retrações de 2,2% no ISA-S e de 2,9% no IE-S.

59. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 124 pontos em julho, representando queda de 4,3% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de retrações de 0,6% no ISA-COM e de 6,4% no IE-COM. No trimestre finalizado em julho, o ICOM registrou contração de 3,4% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelas retrações de 2,3% no ISA-COM e de 4,2% no IE-COM.

60. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, avançou 1,4% em agosto em relação a julho, situando-se em 104,1 pontos, resultado dos aumentos

de 2,4% no ISA e de 0,3% no IE. Em relação a agosto de 2011, o ICI também se elevou 1,4%, resultado de aumentos de 1,3% no ISA e de 1,4% no IE.

61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 121,4 pontos em julho, 10,5% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de retrações de 11,4% no ISA-ICST e de 9,7% no IE-ICST. No trimestre encerrado em julho, o ICST registrou contração de 9,9% comparativamente a igual período de 2011, repercutindo recuos de 10,6% no ISA-ICST e de 9,2% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 142,5 mil empregos formais em julho, destacando-se a abertura de 39,1 mil vagas no setor de serviços; 25,4 mil na construção civil; 24,7 mil na indústria de transformação; 24 mil na agropecuária; e 22,8 mil no comércio. No acumulado do ano, foi gerado 1 milhão de vagas e, em doze meses, 1,2 milhão, ante 1,4 milhão e 1,9 milhão, na ordem, em iguais períodos de 2011. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,3% em relação a junho, dados dessazonalizados pelo Banco Central.

63. Em julho não houve divulgação de indicadores da PME para as regiões metropolitanas de Rio de Janeiro e Salvador e, conseqüentemente, para o total das áreas cobertas pela pesquisa. A taxa de desemprego diminuiu, em julho, em três das quatro regiões metropolitanas com dados divulgados, com destaque para a de São Paulo, que atingiu 5,7%, com recuo de 0,8 p.p. em relação a junho e igual variação relativamente a julho do ano anterior. O resultado mensal refletiu redução de 0,7% na População Economicamente Ativa (PEA) enquanto a População Ocupada (PO) aumentou 0,1%. Na região metropolitana de Belo Horizonte, a taxa de desemprego alcançou 4,4% em julho, declínio de 0,1 p.p. em relação a junho e de 0,3 p.p. comparativamente a julho de 2011. Essa variação mensal decorreu de ligeira redução da PEA e estabilidade da PO. A taxa de desemprego na região metropolitana de Porto Alegre registrou recuo de 0,2

p.p. em julho, em relação a junho, atingindo 3,8%, influenciada por queda de 3% na PEA, maior que o recuo observado na PO, 2,8%. Em relação a julho de 2011, a taxa recuou 0,9 p.p. Das quatro regiões metropolitanas em que houve divulgação dos dados mensais pelo IBGE, a taxa de desemprego aumentou apenas na região metropolitana de Recife, 6,5% ante 6,3% em junho, decorrente de diminuição de 1,3% na PO enquanto a PEA registrou queda de 1,2%. Comparativamente a julho de 2011 a taxa também registrou aumento de 0,2 p.p. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido na região metropolitana de Porto Alegre apresentou crescimento de 0,2% em julho ante junho, e de 0,7% na comparação com mesmo mês do ano anterior. Recife, Belo Horizonte e São Paulo registraram retrações na comparação mensal, 3,5%, 1,8% e 1,1%, respectivamente. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento nas regiões metropolitanas de Belo Horizonte, 5,2%; Recife, 5,1%; e São Paulo, 1,8%. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, declinou na comparação mensal nas quatro regiões com dados divulgados, quais sejam, Porto Alegre, 0,5%; Belo Horizonte, 0,4%; São Paulo, 0,3%; e Recife, 0,3%. Em relação a julho de 2011, houve expansões de 0,1%, 7,1%, 4,1% e 15,5%, na ordem.

Crédito e inadimplência

64. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.167 bilhões em junho, após expansão de 1,5% no mês, 6,8% no ano e 17,9% em doze meses, correspondendo a 50,6% do PIB. As operações com recursos livres corresponderam a 64,1% do estoque total de crédito do sistema financeiro, ao crescerem 1,4% no mês, 6,4% no ano e 15,7% em doze meses. Nas mesmas bases de comparação, o crédito a pessoas físicas registrou acréscimos de 0,9%, 5,7% e 14,4%, enquanto, para pessoas jurídicas, houve incrementos de 1,8%, 7,2% e 17,1%. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram elevações respectivas de 1,7%, 7,4% e 21,8% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os avanços de 2,8%, 17% e 39%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais.

65. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 31,1% a.a. em junho, com reduções de 1,8 p.p. no mês e de 8,4 p.p. em doze meses. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas situaram-se, respectivamente, em 36,5% a.a. e 23,8% a.a., assinalando retrações respectivas de 2,3 p.p. e 1,2 p.p. em relação a maio e de 9,6 p.p. e 7 p.p., comparativamente a junho de 2011.

66. O prazo médio das operações no âmbito do crédito referencial aumentou três dias em junho, atingindo 503 dias. Os prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e jurídicas aumentaram três e cinco dias, alcançando 610 e 406 dias, respectivamente.

67. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, alcançou 5,8% em junho, apresentando recuo de 0,1 p.p. no mês e elevação de 0,7 p.p. em relação a junho do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 7,8% no mês, com retração de 0,1 p.p. em relação a maio e aumento de 1,4 p.p. em doze meses. O indicador relativo a pessoas jurídicas alcançou 4%, com retração de 0,1 p.p. e aumento de 0,2 p.p., nas mesmas bases de comparação.

Ambiente externo

68. A divulgação das estatísticas do PIB do segundo trimestre nas principais economias confirmou as perspectivas de desaceleração econômica. Nos EUA, a variação trimestral do PIB desacelerou para 1,5%, anualizado, de 2% no primeiro trimestre, refletindo, principalmente, desacelerações nas despesas pessoais de consumo e na formação bruta de capital fixo, bem como crescimento mais acelerado das importações de bens e serviços em comparação às exportações. Na Área do Euro, a atividade econômica contraiu 0,7%, em termos anualizados, após expansão de 0,1% no trimestre anterior, com o crescimento da Alemanha desacelerando para 1,1%, de 2% no trimestre anterior. O Reino Unido registrou o terceiro trimestre consecutivo de contração, 1,8% ante -1,3% no primeiro trimestre. No Japão, o PIB cresceu à taxa anualizada de 1,4% ante 5,5% no primeiro trimestre. A China, contrariamente, registrou expansão na taxa de crescimento trimestral,

7,4% ante 6,6%, nas mesmas bases de comparação, sempre consideradas taxas anualizadas.

69. Nos EUA, os indicadores de julho de produção industrial, vendas no varejo, confiança do consumidor (*Conference Board*) e criação de postos de trabalho superaram as respectivas médias no trimestre encerrado em junho. As condições do mercado imobiliário sugerem alguma melhoria nos meses recentes, embora a atividade nesse setor permaneça em nível baixo. Na Área do Euro, a taxa de desemprego de junho, 11,2%, atingiu o maior nível da série, implicando piora dos índices de sentimento econômico e de confiança do consumidor. O primeiro registrou, em julho, o menor valor desde outubro de 2009, enquanto o segundo alcançou, em agosto, o pior resultado desde julho de 2009. O indicador avançado do PMI composto da região, divulgado pela *Markit Economics*, alcançou 46,6 em agosto, indicando contração pelo sétimo mês consecutivo. Na China, a produção industrial de julho avançou em relação à média do segundo trimestre, enquanto as vendas no varejo mantiveram-se estáveis e os investimentos em ativos fixos reduziram-se nas mesmas bases de comparação.

70. Nos mercados financeiros, diversos indicadores reportaram redução na percepção de risco, a despeito de permanecerem incertezas associadas à evolução da crise em algumas economias europeias e à recuperação da atividade econômica nas maiores economias globais. O índice CBOE VIX reduziu-se para nível anterior ao da falência do *Lehman Brothers*, as principais bolsas de valores valorizaram-se, o dólar recuou ante as principais moedas, o *Embi+* composto declinou, e as taxas de juros de dez anos dos títulos soberanos dos EUA e da Alemanha elevaram-se.

71. Dentre os preços internacionais das *commodities*, destaquem-se as altas de milho, soja, trigo e petróleo, os três primeiros refletindo fortes secas em regiões produtoras nos EUA e na Rússia, enquanto que os preços do petróleo sofrem o impacto, entre outros, do embargo econômico ao Irã, da manutenção de plataformas no Mar do Norte e da redução nos estoques estadunidenses. Em sentido inverso, os preços de açúcar, café e minério de ferro registraram baixas expressivas desde a última reunião do Copom.

72. Desde a última reunião do Copom, constatou-se continuidade do processo de desinflação global, com a variação anual dos índices de preço ao consumidor (IPC) nas economias avançadas mantendo-se com tendência declinante, contribuindo para essa trajetória a redução, em doze meses, nos preços da energia. A variação anual do IPC atingiu 1,4%, 2,4% e 2,6%, nos Estados Unidos, Área do Euro e Reino Unido, respectivamente, em julho, e -0,1% no Japão, em junho. Nas economias em desenvolvimento, destaque-se o recuo da inflação anual ao consumidor na China para 1,8% em julho. Nesse cenário, as taxas de juros de política monetária nas economias desenvolvidas foram mantidas desde a última reunião do Copom. Nas demais economias, as taxas também se mantiveram nos níveis vigentes, à exceção de Coreia do Sul, Filipinas, Colômbia, África do Sul e Hungria, cujos bancos centrais optaram por reduções nas respectivas taxas básicas de juros.

Comércio exterior e reservas internacionais

73. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2,9 bilhões em julho, resultado de exportações de US\$21 bilhões e de importações de US\$18,1 bilhões. O saldo acumulado do ano totalizou US\$9,9 bilhões ante US\$16,1 bilhões em igual período de 2011, refletindo declínio de 3% nas exportações e elevação de 1,7% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio recuou 0,8% no ano, pela média diária, somando US\$266,5 bilhões no ano.

74. As reservas internacionais atingiram US\$376,2 bilhões em julho, representando aumento de US\$2,2 bilhões em relação a junho e de US\$24,1 bilhões comparativamente a dezembro de 2011. No mês, não houve atuação do Banco Central no mercado doméstico de câmbio a vista.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

75. No período posterior à reunião do Copom de julho, a curva de juros doméstica aumentou sua inclinação, com recuo das taxas de curto prazo e elevação das taxas de prazos superiores a um ano. O movimento da parte curta refletiu, principalmente, a perspectiva de continuidade da trajetória de queda

da taxa Selic e as incertezas relacionadas ao ritmo de recuperação da atividade econômica doméstica. No trecho longo, a elevação das taxas foi influenciada, no âmbito interno, pela divulgação de diversos índices de inflação corrente acima do esperado e pela elevação das expectativas de inflação. No cenário externo, o aumento dos preços das *commodities* agrícolas e a expectativa de anúncio de novas medidas de estímulo monetário pelo Fed também contribuíram para a elevação das taxas de longo prazo. Entre 6 de julho e 27 de agosto, as taxas de juros de um, três e seis meses recuaram 0,50 p.p., 0,42 p.p. e 0,27 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos elevaram-se 0,06 p.p., 0,23 p.p. e 0,07 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, apresentou ligeiro recuo, de 1,85% em 6 de julho para 1,78% em 27 de agosto, devido, principalmente, à elevação da estimativa para o IPCA.

76. Em 21 de agosto, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso de vencimento em 3 de setembro, em montante equivalente a US\$350 milhões. O saldo líquido das operações de *swap* do Banco Central é de US\$5,9 bilhões, passivo em variação cambial.

77. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 10 de julho a 27 de agosto, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$52,0 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$127,8 bilhões, entre 29 de maio e 9 de julho, para R\$131,8 bilhões, entre 10 de julho e 27 de agosto. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazo entre 13 e 35 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$353,5 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo em 36 oportunidades como tomador de recursos e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um e dois dias úteis. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$82,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco

Central aumentou de R\$468,3 bilhões, entre 29 de maio e 9 de julho, para R\$567,5 bilhões, entre 10 de julho e 27 de agosto. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra recuou de R\$578,6 bilhões em 9 de julho para R\$567,4 bilhões em 27 de agosto. O principal fator que contribuiu para a retração da liquidez no período foi a receita líquida da União.

78. Entre 10 de julho e 27 de agosto, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do

Tesouro Nacional somaram R\$42,0 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$33,0 bilhões, sendo R\$29,9 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2013, 2014 e 2016, e R\$3,1 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2018 e 2023. 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\$9,0 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>
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
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>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPC	Despesas Pessoais de Consumo
DPGE	Depósitos a Prazo com Garantia Especial
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
ESFS	<i>European Financial Stability Facility</i>
ESM	<i>European Stability Mechanism</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fecomércio-RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRI	Funções de Resposta ao Impulso

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
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 Commodities – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
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
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
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
IR	Imposto de Renda
ISA	Índice da Situação Atual
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
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Programas de Ajuste Fiscal dos Estados
PEA	População Economicamente Ativa
PED	Pesquisa de Emprego e Desemprego
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras

RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Seade	Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>