

Relatório de Inflação

Dezembro 2012
Volume 14 | Número 4



Relatório de Inflação

Dezembro 2012

Volume 14 | Número 4



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 14	nº 4	dez.	2012	p. 1-137
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 4.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Comun/Cogiv
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565
Fax: (61) 3414-1898
E-mail: editor@bcb.gov.br

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Secre/Comun/Diate
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
DDG: 0800 9792345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <http://www.bcb.gov.br>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	15
Índice de atividade do Banco Central	15
1.3 Mercado de trabalho	16
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	17
1.6 Conclusão	18
Preços	25
2.1 Índices gerais	25
2.2 Índices de preços ao consumidor	26
2.3 Preços monitorados	27
2.4 Núcleos	27
2.5 Expectativas de mercado	28
2.6 Conclusão	29
Políticas creditícia, monetária e fiscal	31
3.1 Crédito	31
Operações de crédito com recursos direcionados	32
Operações de crédito com recursos livres	33
Taxas de juros e inadimplência	33
3.2 Agregados monetários	34
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	34
Mercado de capitais	35
3.3 Política fiscal	35
Necessidades de financiamento do setor público	36
Operações do Banco Central no mercado aberto	38

Dívida mobiliária federal	39
Dívida líquida do setor público	40
3.4 Conclusão	40

Economia internacional **43**

4.1 Atividade econômica	43
4.2 Política monetária e inflação	45
4.3 Mercados financeiros internacionais	47
4.4 <i>Commodities</i>	49
4.5 Conclusão	50

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 **67**

6.1 Determinantes da Inflação	68
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	74
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	81

Boxes

Projeção para o PIB dos Próximos Quatro Trimestres e Revisão de 2012	19
Indicadores Conjunturais do Mercado de Trabalho	22
O Comércio Internacional desde a Crise de 2007/2008	51
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2012 e 2013	63
Uma Avaliação dos Recolhimentos Compulsórios	86
A Evolução Recente do Custo Unitário do Trabalho no Brasil	92
Atuações no Mercado e Efeito do Fluxo Cambial sobre a Taxa de Câmbio	96

Anexo **101**

Apêndice **131**

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

Desde o último Relatório, 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 a dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Apesar da complexidade que cerca o ambiente externo, o Copom avalia que a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais tem recuado.

Ainda no âmbito externo, prevalecem perspectivas de baixo crescimento das economias maduras por período prolongado de tempo, principalmente na Zona do Euro, na qual incertezas políticas se somam ao ambiente recessivo e ao ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região. As evidências apontam taxas de crescimento baixas e abaixo do crescimento potencial em diversas economias maduras; bem como recuperação do ritmo de atividade em importantes economias emergentes. O Comitê de Política Monetária (Copom) avalia que, apesar de sinais recentes indicarem certa estabilização, o ainda frágil cenário internacional se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o cenário central contempla dinâmica relativamente benigna para os preços das *commodities* nos mercados internacionais.

No âmbito interno, o ritmo de atividade neste segundo semestre tem se mostrado menos intenso do que se antecipava. Conforme dados das Contas Nacionais divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), relativos ao terceiro trimestre, indústria e agropecuária, em certa medida, mostraram reação aos estímulos introduzidos na economia, e a estabilidade do setor de serviços refletiu eventos que tendem a não se repetir. A demanda doméstica continuou sendo o principal suporte da economia, com o consumo das famílias sendo estimulado pela expansão moderada do crédito e pela geração de empregos e renda. Por outro lado, a lenta recuperação da

confiança contribuiu para que os investimentos ainda não mostrassem reação aos estímulos introduzidos na economia.

O Copom pondera que, nos próximos semestres, 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. Na visão do Comitê, os efeitos do relaxamento das condições financeiras, os ingressos de investimentos estrangeiros diretos, os programas de concessão de serviços públicos e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam boas perspectivas para o investimento nos próximos semestres.

As operações de crédito, em contexto de redução dos juros ao tomador, seguem em ritmo moderado de expansão.

Em relação ao balanço de pagamentos, a evolução do *deficit* em transações correntes nos onze primeiros meses de 2012 refletiu, sobretudo, retrações nas despesas líquidas de lucros e dividendos e no *superavit* comercial. O *deficit* em transações correntes atingiu 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB) no período de doze meses encerrado em novembro, financiado integralmente pelo fluxo líquido de investimento estrangeiro direto – que excedeu o *deficit* em transações correntes em US\$14,7 bilhões (0,6% do PIB), no período. A dinâmica menos favorável das exportações reflete, em parte, o ritmo moderado da atividade da economia mundial. O crescimento das importações, por sua vez, contribuiu para que o *superavit* da balança comercial recuasse 33,8% nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

Nesse cenário, a inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses, alcançou 5,53% em novembro, 1,11 p.p. abaixo da registrada no mesmo mês de 2011. Os preços livres variaram 6,23% em doze meses até novembro (0,56 p.p. menos do que em novembro de 2011) e os administrados por contrato e monitorados, 3,50% (2,77 p.p. menos do que em novembro de 2011). Embora se mostrem decrescentes, pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas – em parte, devido a fatores climáticos, externos e domésticos – determinaram alta de 10,08% nesse grupo em doze meses até novembro, com repercussões sobre a trajetória recente dos preços livres.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando

em conta o conjunto de informações disponíveis até 7 de dezembro 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 7,25% a.a., projeta inflação de 5,7% em 2012, 4,8% em 2013 e 4,9% em 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 5,7% em 2012, 4,9% em 2013 e 4,8% em 2014.

O Copom destaca que o cenário central contempla evidências de deslocamento, para baixo, da taxa neutra nos últimos anos. Essa avaliação 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 pondera, 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, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear.

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

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual				
	2012	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}					
Comércio varejista	1,3	0,2	0,3	0,8	
Combustíveis e lubrificantes	1,6	1,0	1,5	-0,3	
Hiper, supermercados	0,8	-0,7	1,0	0,4	
Tecidos, vestuário e calçados	2,3	-0,9	-0,2	-2,2	
Móveis e eletrodomésticos	0,6	1,2	-1,8	1,4	
Artigos farmacêuticos, médicos	0,3	1,0	-0,2	-0,1	
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0,7	0,1	-0,4	5,2	
Equipamentos e materiais para escritório	10,0	4,9	-10,6	18,4	
Outros artigos de uso pessoal	0,7	2,5	-0,6	3,3	
Comércio ampliado	-1,0	2,6	-8,7	8,0	
Materiais de construção	1,1	1,7	0,7	1,3	
Automóveis e motocicletas	-8,4	9,8	-23,4	13,3	
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	1,3	2,3	2,4	2,1	
Combustíveis e lubrificantes	2,0	3,0	3,5	3,5	
Hiper, supermercados	0,2	0,8	1,2	0,9	
Tecidos, vestuário e calçados	3,3	3,4	2,7	0,3	
Móveis e eletrodomésticos	1,2	4,0	3,1	2,5	
Artigos farmacêuticos, médicos	3,6	3,3	2,4	1,6	
Livros, jornais, revistas e papelaria	7,3	8,8	5,0	2,6	
Equipamentos e materiais para escritório	-5,4	-3,5	0,5	5,1	
Outros artigos de uso pessoal	0,4	2,1	2,6	4,0	
Comércio ampliado	4,5	6,6	1,6	0,4	
Material de construção	-6,8	-1,5	2,3	6,7	
Automóveis e motocicletas	15,7	23,1	3,7	-2,8	
No ano					
Comércio varejista	8,8	8,9	8,9	8,9	
Combustíveis e lubrificantes	5,2	5,8	6,4	6,9	
Hiper, supermercados	8,9	8,8	8,9	8,7	
Tecidos, vestuário e calçados	1,8	2,6	2,9	3,1	
Móveis e eletrodomésticos	13,8	14,0	13,1	13,1	
Artigos farmacêuticos, médicos	11,0	11,2	10,9	11,1	
Livros, jornais, revistas e papelaria	4,3	4,3	4,3	4,9	
Equipamentos e materiais para escritório	16,2	15,5	13,5	13,8	
Outros artigos de uso pessoal	7,3	7,7	7,7	8,4	
Comércio ampliado	7,5	8,6	7,8	8,5	
Materiais de construção	8,7	8,7	7,7	8,4	
Automóveis e motocicletas	5,0	7,9	5,9	7,7	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,6% no terceiro trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados. Esse resultado, ratificando o processo de recuperação econômica, decorreu de expansão da atividade no segmento agrícola e na indústria e estabilidade no setor de serviços. A análise da demanda evidencia a continuidade do dinamismo do consumo das famílias e a retração da Formação Bruta do Capital Fixo (FBCF), em ambiente de incertezas no cenário internacional e de perspectivas de crescimento reduzido nas principais economias maduras.

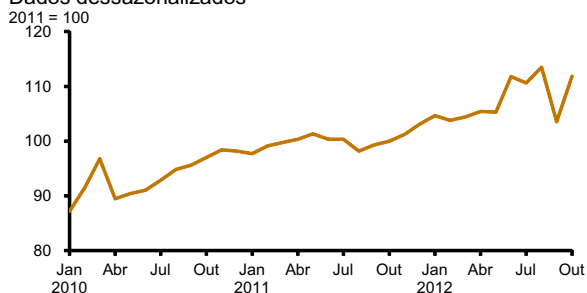
Ressalte-se que, internamente, o impacto defasado de medidas de estímulo da economia, a recuperação da confiança dos empresários e o ajuste de estoques industriais sugerem a intensificação, em 2013, do ritmo de atividade.

1.1 Comércio

As vendas do comércio registraram acomodação, em patamar elevado, no trimestre encerrado em outubro. O comércio ampliado cresceu 0,4% em relação ao trimestre finalizado em julho, quando havia expandido 4,5%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. A moderação no crescimento foi influenciada, em especial, pela retração de 2,8% nas vendas de veículos e motos, partes e peças, que haviam crescido acentuadamente nos meses anteriores, em resposta às medidas de incentivo ao setor, anunciadas em maio. Os demais segmentos incluídos na PMC registraram resultados positivos no trimestre, com destaque para material de construção, 6,7%; equipamento e material para escritório, informática e comunicação, 5,1%; e outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,0%.

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

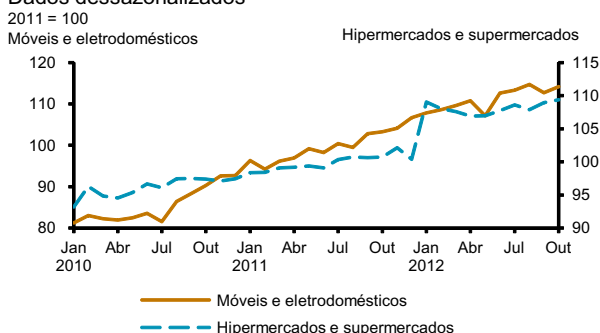
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

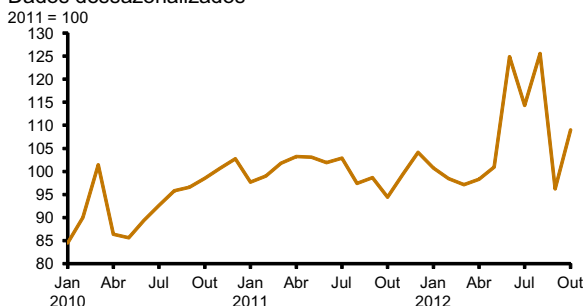
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 2,1% no período, ante 1,3% no trimestre encerrado em julho, destacando-se os aumentos assinalados nas regiões Centro-Oeste, 3,4%, e Sul, 2,5%.

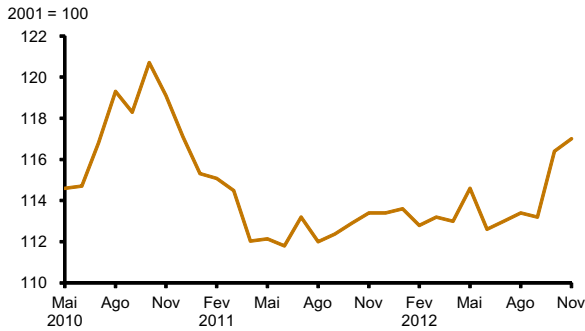
As vendas reais do setor supermercadista, que detém participação de 32% na PMC, recuaram 2,8% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, quando declinaram 1,3%, no mesmo tipo de análise, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O Índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas junto aos estabelecimentos comerciais, registrou variações respectivas de 2,7% e 5,4% nos períodos considerados.

As vendas de automóveis e comerciais leves decresceram 16,1% no trimestre encerrado em novembro de 2012, em relação ao terminado em agosto, quando haviam aumentado 35,4%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave). Ressalte-se que as vendas de agosto foram as mais elevadas de toda a série histórica, iniciada em janeiro de 1990.

A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,4% em outubro, ante 6% em setembro e 6,4% em outubro de 2011. De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), a inadimplência no estado atingiu 3,6% em novembro, ante 2,1% em outubro e 4,3% em igual mês do ano anterior, ressaltando-se que a retração interanual refletiu, em parte, a antecipação, para o final do terceiro trimestre, da política de renegociação de dívidas, que ocorre tradicionalmente nos últimos meses do ano. Adicionalmente, o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor registrou aumento mensal de 0,5% em novembro, terceira elevação consecutiva, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados.

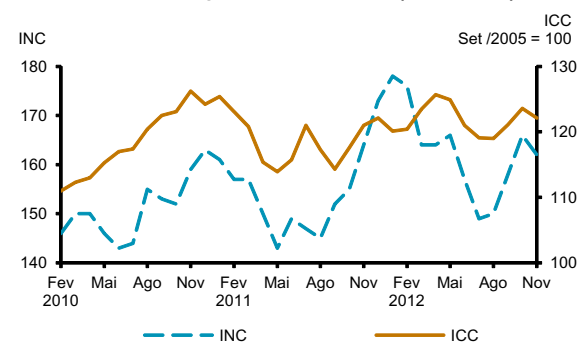
O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) registrou retração mensal de 1,4% em novembro, segundo recuo consecutivo nesse tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), resultado de reduções respectivas de 0,7% e 1,9% no Índice de Situação Atual (ISA) e no Índice de Expectativas (IE). O indicador encontra-se em patamar 0,9% superior ao de igual período de 2011 e 7,7 pontos acima de sua média histórica.

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

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



Fontes: ACSP e FGV

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou aumento mensal de 0,5% em novembro, segunda expansão em sequência nesse tipo de análise, acumulando aumento de 3,2% em relação a igual mês de 2011. Ocorreram, no mês, melhoras nos componentes evolução da própria renda e expectativa com relação aos gastos com bens de maior valor, e recuos naqueles que consideram o grau de endividamento e expectativas de inflação e desemprego.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, registrou recuo mensal de 2,4% em novembro, após três meses de crescimento nessa base de comparação. Ocorreram elevações nas regiões Sul, 2,1%; e Nordeste, 0,7%; e recuos nas regiões Norte/Centro-Oeste, 9,6%; e Sudeste, 4,1%.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, atingiu 161,4 pontos em outubro, ante 158,3 pontos em setembro – segunda elevação mensal consecutiva – e 151,9 pontos em igual mês de 2011. O resultado mensal decorreu de aumentos de 2,2 pontos, no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 3,7 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 recuou 0,4% em outubro, em relação a setembro, quando registrara crescimento mensal de 1,7%, resultado de retrações de 0,5% no componente Situação Financeira Presente e de 0,2% no indicador Expectativas Financeiras. Vale destacar que a análise por faixa de renda revela maior deterioração no otimismo dos consumidores nas faixas mais baixas.

1.2 Produção

Produção industrial

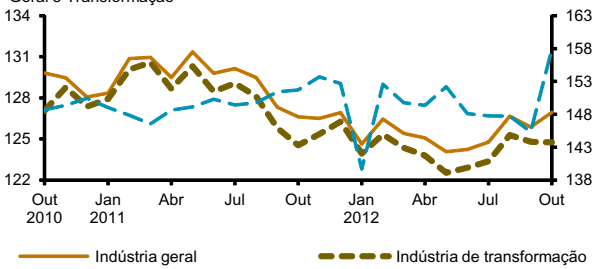
A produção física da indústria cresceu 1,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia recuado 1%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Ocorreram crescimentos na indústria extrativa, 0,6%, e na de transformação, 1,6%, ressaltando-se o desempenho

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100

Geral e Transformação



Fonte: IBGE

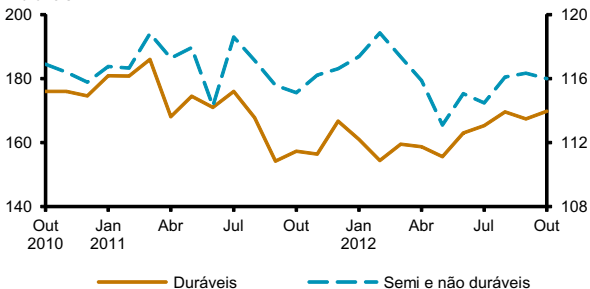
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2002 = 100

Duráveis



Fonte: IBGE

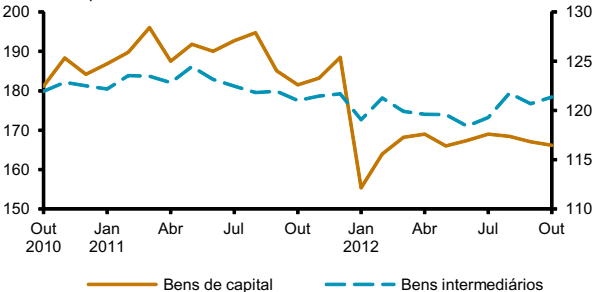
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2002 = 100

Bens de capital



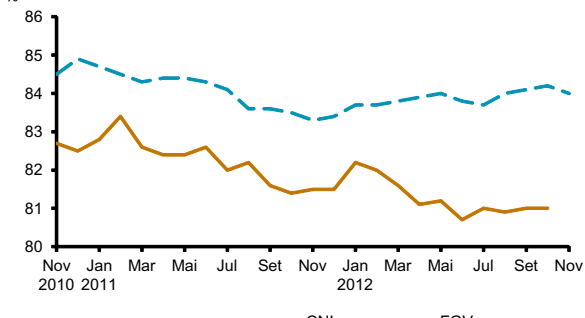
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação

%



Fontes: CNI e FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

das atividades fumo, 31,7%; equipamento de instrumentação médico-hospitalar, 9,9%; e veículos automotores, 7,2%. Em oposição, foram registradas retrações importantes nas indústrias de máquinas para escritórios e equipamentos de informática, 6,9%; e de produtos de metal, exclusive máquinas e equipamentos, 4,7%.

A análise segmentada revela aumentos na produção de bens de consumo duráveis, 4,8%; bens intermediários, 1,8%; e de bens de consumo semi e não duráveis, 1,7%. Em sentido oposto, a produção de bens de capital recuou 0,2% no trimestre.

O pessoal ocupado assalariado da indústria registrou estabilidade no trimestre finalizado em outubro, em relação ao terminado em julho, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE. A folha de pagamento real aumentou 0,8% no período.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV, ante 84,2% no mês anterior. A UCI média totalizou 84,1% no trimestre encerrado em novembro, ante 83,8% naquele finalizado em agosto, resultado de aumento de 3 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis e de reduções respectivas de 1 p.p., 0,6 p.p. e 0,3 p.p. nas categorias de bens de consumo não-duráveis, bens de capital e de bens intermediários.

Os estoques industriais, após recuo em outubro, registraram relativa estabilidade em novembro, ressaltando-se as retrações nas categorias de bens de capital e de bens de consumo duráveis, essa assinalando o menor nível desde novembro de 2007. O índice de estoques da indústria geral atingiu, de acordo com a SIT da FGV, 101,6 pontos em novembro^{1/}, ante 103,9 pontos em agosto e 107,8 pontos em igual mês de 2011. Nas mesmas bases de comparação, o indicador da indústria de bens de consumo duráveis apresentou recuos respectivos de 20,7 pontos e 50,6 pontos.

O Índice de Confiança da Indústria^{2/} (ICI), após duas elevações mensais consecutivas, recuou 0,8 ponto em novembro, para 105,2 pontos, de acordo com dados dessazonalizados da FGV. O ICI médio do trimestre

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

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

encerrado em novembro aumentou 2,1 pontos em relação ao encerrado em agosto, registrando-se aumentos de 12,4 pontos na indústria de bens de consumo duráveis, de 3,7 pontos na indústria de bens de capital, de 2,4 pontos na de bens intermediários e de 0,4 ponto na de bens de consumo não duráveis.

O Índice de Gerentes de Compras³ (PMI), considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 52,2 pontos em novembro, sinalizando expansão da atividade industrial pelo segundo mês consecutivo.

Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, registrou expansão mensal de 3,2% em novembro, segunda elevação consecutiva nesse tipo de comparação, resultado de crescimentos de 4,5% no ISA-S e de 2,3% no IE-S. Considerados dados observados, o ICS recuou 3,7% em relação ao mesmo período de 2011, décima sexta retração consecutiva em base interanual.

O PMI-Serviços relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 52,5 pontos em novembro, ante 50,4 pontos em outubro, na série dessazonalizada, permanecendo na área definida como de elevação. Considerados dados observados, o indicador totalizou 53,2 pontos no mês, ante 53,4 pontos em novembro de 2011.

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

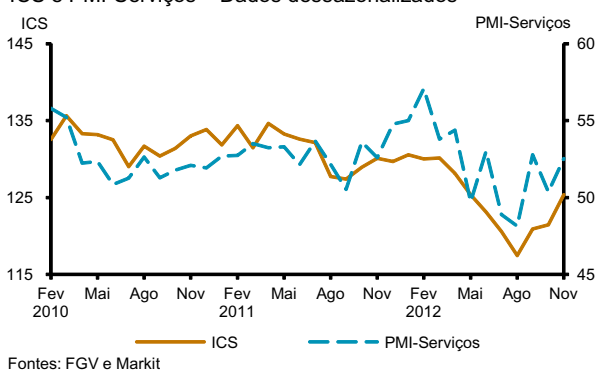


Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central
Dados dessazonalizados



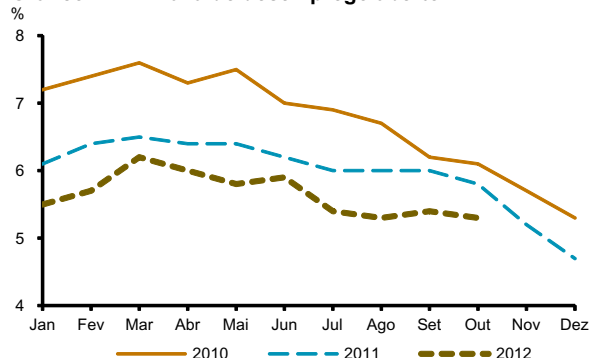
Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) aumentou 1,06% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia crescido 0,96%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o IBC-Br aumentou 4,96% em outubro, ante 0,44% em setembro, 2,73% em agosto e 2,34% em julho.

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.

1.3 Mercado de trabalho

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

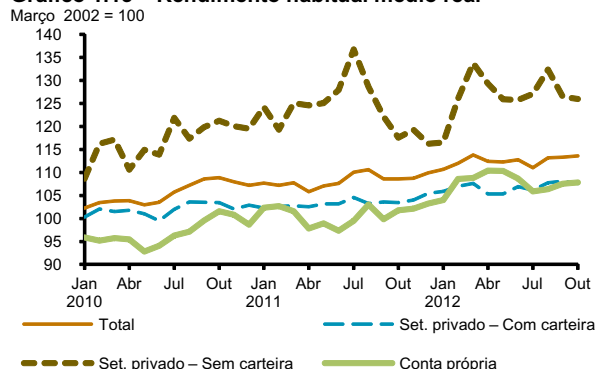
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2011	2012		
		3º trim	Out	No ano ^{2/}
Total	1 566,0	393,8	67,0	1 319,1
Indústria de transformação	174,7	107,3	17,5	237,5
Comércio	368,6	90,1	49,6	157,6
Serviços	786,3	148,6	32,7	576,7
Construção civil	149,0	46,9	-8,3	204,3
Agropecuária	50,5	-11,7	-20,2	91,3
Serviços ind. de util. pública	7,7	4,5	-0,6	11,0
Outros ^{1/}	29,3	8,0	-3,8	40,6

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a outubro.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real



Fonte: IBGE

A taxa de desemprego relativa às seis regiões metropolitanas do país incluídas na Pesquisa Mensal do Emprego (PME), realizada pelo IBGE, atingiu 5,3% em outubro, registrando variações respectivas de -0,1 p.p. e -0,4 p.p. em relação a julho e em doze meses. Considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de 5,4% no trimestre encerrado em outubro, ante média de 5,5% no período maio a julho, resultado de elevações de 0,5% na população ocupada e de 0,3% na população economicamente ativa (PEA).

A economia brasileira gerou 318,3 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em outubro, ante 525,7 mil no mesmo período de 2011, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se, no período, os empregos formais criados no setor de serviços, 142,3 mil; no comércio, 116,9 mil; e na indústria de transformação 100,1 mil.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal nas regiões pesquisadas pela PME cresceu 3,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação a igual intervalo de 2011, ressaltando-se as elevações respectivas de 5,6%, 4,5% e 4,3% nos ganhos dos trabalhadores por conta própria e dos trabalhadores sem carteira e com carteira assinada. A análise segmentada evidencia a ocorrência de ganhos acentuados nas atividades serviços domésticos, 6,4%; comércio, 4,7%; e administração pública 4,6%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 6,1% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,9% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2011, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 0,7%. Na margem, considerados dados dessazonalizados, o PIB registrou expansão de 0,6% em relação ao segundo trimestre do ano.

A evolução interanual do agregado refletiu, no âmbito da oferta, o crescimento de 1,4% no setor de serviços, com ênfase no desempenho das atividades serviços de informação, 2,3%, e administração, educação e saúde

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

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

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

públicas, 2,7%; a expansão de 3,6% na agropecuária, com destaque para o desempenho das culturas de café e milho; e a retração de 0,9% na indústria, com recuos nas indústrias extrativa mineral, 2,8%, e de transformação, 1,8%.

A análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,4 p.p. no terceiro trimestre de 2012, ante 1 p.p. no trimestre encerrado em junho. O setor externo exerceu contribuições respectivas de 0,4 p.p. e -0,5 p.p. nos períodos mencionados, registrando-se, no trimestre encerrado em setembro, reduções de 6,4% nas importações e de 3,2% nas exportações.

A trajetória do PIB na margem resultou, sob a ótica da produção, de expansões de 2,5% na agropecuária e de 1,1% na indústria, e de estabilidade no setor de serviços.

Em relação ao componente doméstico da demanda, ocorreram variações de 0,9% no consumo das famílias, 0,1% no consumo do governo e -2% na FBCF. No âmbito do setor externo as exportações cresceram 0,2% e as importações recuaram 6,5%, estas refletindo, em grande medida, a redução no *quantum* de combustíveis, decorrente da alteração na sistemática de registro das importações de petróleo e derivados ocorrida em julho deste ano.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, recuaram 5,6% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2011, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF decresceu 2% relativamente ao trimestre finalizado em junho, quinto recuo consecutivo nesse tipo de análise.

O recuo interanual da FBCF traduziu, em especial, o impacto da retração de 11,1% na absorção de bens de capital, decorrente de variações de -12,2% na produção, -5,4% nas importações e de estabilidade nas exportações desses bens. Em oposição, a produção de insumos da construção civil registrou aumento de 1,2%, no período.

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) –

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2012			
	Jul	Ago	Set	Out
Insumos da construção civil	1,4	1,6	1,2	1,6
Bens de capital	-12,2	-12,7	-12,2	-11,1
Tipicamente industrializados	-7,0	-8,9	-7,8	-6,4
Agrícolas	5,9	4,9	-1,6	0,7
Peças agrícolas	-33,4	-35,8	-35,2	-29,7
Construção	-17,0	-25,2	-31,6	-34,3
Energia elétrica	-7,7	-5,3	-7,0	-6,5
Equipamentos de transporte	-16,2	-14,9	-11,5	-9,2
Misto	-7,6	-9,2	-11,4	-12,3

Fonte: IBGE

somaram R\$94,6 bilhões nos nove primeiros meses de 2012. A elevação de 3,2% em relação ao período equivalente do ano anterior refletiu, em especial, o aumento de 21,9% nos desembolsos à indústria de transformação, contrastando com o recuo de 30,5% nos destinados à indústria extrativa.

1.6 Conclusão

A economia brasileira segue em recuperação, conforme evidenciado pela evolução das taxas de crescimento trimestrais do PIB na margem. Esse processo tende a ser intensificado em 2013, em parte, em decorrência de impactos cumulativos das ações de política recentemente implementadas.

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

Revisão da projeção para 2012

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2012 foi revisada para 1%, ante 1,6% no último Relatório de Inflação. Essa estimativa incorpora os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os três primeiros trimestres do ano e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso.

A produção agropecuária deverá recuar 1%, ante projeção anterior de 1,4%, melhora associada, em especial, ao desempenho das culturas de café e milho no terceiro trimestre. A estimativa para a produção da indústria passou de -0,1%, no relatório anterior, para -0,5%, alteração decorrente das reduções nas projeções para as atividades construção civil, de 2,5% para 1,9%, e indústria extrativa, de 0,8% para -0,5%, esta especialmente influenciada pelo resultado do terceiro trimestre. O crescimento projetado para o setor de serviços em 2012 atinge 1,6%, ante 2,2% na estimativa anterior, ressaltando-se as revisões nas atividades intermediação financeira, -2,1 p.p.; comércio, -0,8 p.p. e transportes, -0,8 p.p.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressalte-se a redução de 1,3 p.p., para -3,5%, na projeção para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), com ênfase no impacto da contração do indicador no terceiro trimestre. As projeções para o consumo das famílias e o consumo do governo passaram, na ordem, de 3,3% para 3%, e de 3,7% para 3,2%.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações foi revista em -0,6 p.p., para 0,3%. A expansão das

importações foi revisada para 0,3%, ante 2,7% na projeção anterior, reflexo da moderação da demanda doméstica e do impacto, maior que o inicialmente avaliado, da mudança na forma da contabilização das importações de petróleo.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2012 é estimada em 1 p.p. enquanto a do setor externo deverá ser nula.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento do PIB no período de quatro trimestres encerrado em setembro de 2013 é estimado em 3,3%, patamar 2,4 p.p. superior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, no terceiro trimestre deste ano (Tabela 1).

A estimativa para a variação da produção agropecuária é de 4,8%, ante 0,8% no período de quatro trimestres finalizado em setembro de 2012, em linha com as perspectivas de crescimento das safras de grãos, em especial as de soja e feijão.

Para a indústria, projeta-se crescimento de 2,8%, ante retração de 0,9% no intervalo de quatro trimestres terminado em setembro de 2012, destacando-se a reversão, de -3,2% para 1,9%, no resultado da indústria de transformação, e o crescimento mais robusto da indústria extrativa mineral, 4,0%.

Estima-se que setor terciário crescerá 3,2%, resultado 1,7 p.p. superior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, no terceiro trimestre de 2012. Nesse cenário, destacam-se as perspectivas de maior dinamismo nas atividades intermediação financeira, 3,4 p.p.; comércio, 2,9 p.p.; e transporte, 3,1 p.p., em linha com as perspectivas de crescimento moderado do crédito e de melhor desempenho dos setores primário e secundário.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, está projetado crescimento de 4,0% para o consumo das famílias, ante 2,6% no intervalo de quatro trimestres finalizado em setembro

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

de 2012, evolução consistente com as perspectivas relacionadas às trajetórias dos mercados de trabalho e crédito. O consumo do governo deverá aumentar 2,9% e a FBCF, 3,1%. As exportações e as importações de bens e serviços devem registrar elevações respectivas de 3,2% e 4,8%, no período. A contribuição da demanda interna para o crescimento do PIB nos quatro trimestres considerados está estimada em 3,5 p.p. e a do setor externo, em -0,2 p.p.

Indicadores Conjunturais do Mercado de Trabalho

Nos últimos dez anos, houve mudanças estruturais no mercado de trabalho, refletidas na queda das taxas de desemprego e no aumento da participação dos empregados com carteira no conjunto da população ocupada. Essas mudanças são evidenciadas pelos dados divulgados pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); e pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Recentemente, entretanto, as estatísticas do Caged indicam desaceleração na geração de postos de trabalhos no mercado formal e os dados da PME sugerem ligeiro recuo das taxas de desemprego, com estabilidade na margem. Este boxe avalia essa aparente contradição, com foco em diferenças metodológicas, e analisa a relação entre emprego formal e desemprego.

Gráfico 1 – Taxa de desemprego

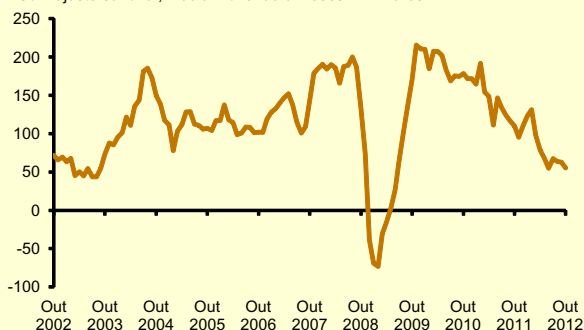
Com ajuste sazonal – %



Fonte: IBGE/PME

Gráfico 2 – Geração de postos de trabalho formais

Com ajuste sazonal, média móvel de 3 meses – Milhares



Fonte: MTE/Caged.

Os Gráficos 1 e 2 mostram, respectivamente, o comportamento da taxa de desemprego e a geração mensal do emprego formal, evidenciando, nos últimos anos, a desaceleração na criação de postos de trabalho e desemprego ligeiramente decrescente, com estabilidade na margem.

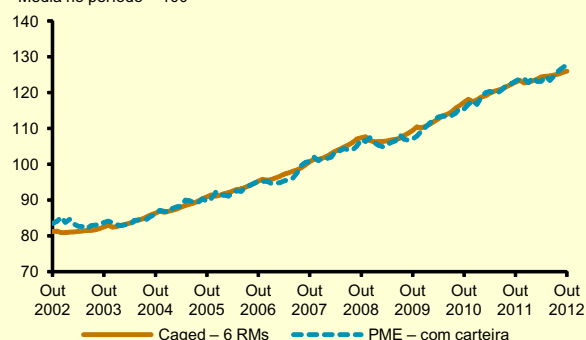
Essa aparente divergência é explicada, em parte, por diferenças metodológicas entre as duas pesquisas, identificadas na Tabela 1, ressaltando-se: 1) abrangência geográfica – a PME compreende seis regiões metropolitanas, enquanto o Caged tem cobertura nacional; e 2) tipo de ocupação – o Caged é registro de vínculos de emprego celetista em empresas, enquanto a PME capta, além do emprego com carteira, o emprego sem carteira, o emprego público estatutário e militar, a ocupação autônoma e a ocupação de empregador.

Tabela 1 – Principais características da PME e do Caged

	PME	Caged
Informante	Indivíduo	Empresa
Contagem em caso do indivíduo ter mais de um emprego	1 vez por pessoa	1 vez por emprego
Abrangência geográfica	Área urbana de 6 RMs	Todo o país, áreas urbanas e rurais
Mora fora da RM, mas trabalha na RM	Não está na amostra	Contabilizado na RM
Mora na RM, mas trabalha fora da RM	Contabilizado na RM	Contabilizado fora da RM
Tipo de levantamento	Amostral, com coeficiente de variação mensurável	Quase censitário, com viés de não resposta não mensurável
Variações associadas ao estoque	Estimativas obtidas a partir do plano amostral com calibração através de projeção populacional externa à pesquisa	Estimativas baseadas na última RAIS disponível, corrigidas pelos saldos do Caged
Período de referência dos indicadores	Semana móvel do mês	Mês
Período de referência do levantamento das informações	Semana anterior à da entrevista	Mês
Empregado com carteira em empresas públicas, mistas e autarquias	Considerado vínculo no setor público	Considerado vínculo no setor privado

Gráfico 3 – PME – Com carteira e Caged – 6 RMs

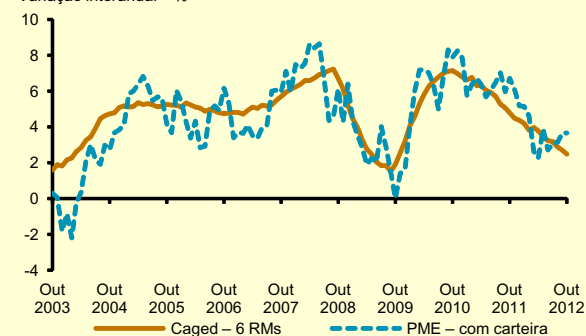
Média no período = 100



Fonte: IBGE/PME e MTE/Caged

Gráfico 4 – PME – Com carteira e Caged – 6 RMs

Varição interanual – %



Fonte: IBGE/PME e MTE/Caged

Apesar das diferenças, uma compatibilização é possível, com uso de dados que se sobrepõem em termos de abrangência geográfica (ou seja, considerando, no Caged, apenas as seis RMs consideradas na PME), combinado com sobreposição de ocupação (considerando, na PME, apenas o emprego com carteira). Os Gráficos 3 e 4 mostram que os índices e as variações, ante mesmo mês do ano anterior, dessas séries mostram aderências.

A comparação das variações sugere que os dados da PME flutuam em torno dos dados do Caged. A volatilidade nos dados da PME, ao menos em parte, reflete o caráter amostral da pesquisa, que estima o tamanho de algumas “populações” para a análise do mercado de trabalho¹. O Caged, por outro lado, tem caráter censitário, visto que grande parte do universo de empresas deve, por regra, informar suas admissões e seus desligamentos.

Dessa forma, parte das divergências entre PME e Caged estaria associada a erro amostral, com a diferença entre os dados em frequência mensal reduzindo-se em período mais longo.

A relação entre emprego formal e taxa de desemprego pode ser expressa a partir da seguinte identidade contábil²:

$$F = f \cdot (1 - u) \cdot a \cdot N$$

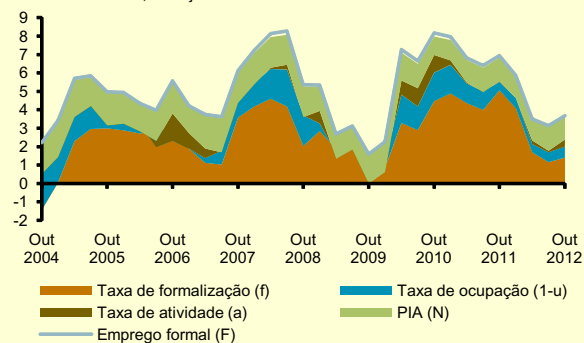
1/ O erro subjacente ao processo de amostragem da PME é estimado e divulgado em termos de coeficiente de variação. Na PME de outubro de 2012, por exemplo, o IBGE estimou um coeficiente de variação de 0,7% para a população de empregados com carteira assinada, maior que a própria variação estimada para essa série, entre setembro e outubro. Em outras palavras, uma variação de 0,6%, que é economicamente relevante, poderia com alguma chance ser apenas fruto de um erro amostral.

2/ A identidade pode ser obtida a partir de outras mais básicas: (i) $F = f \cdot PO$, (ii) $PO = (1 - u) \cdot PEA$, e (iii) $PEA = a \cdot N$.

onde, F é o estoque de empregos com carteira;
 f é a taxa de formalização;
 u é a taxa de desemprego;
 a é a taxa de atividade; e
 N é a população em idade ativa.

Gráfico 5 – Emprego com carteira – Decomposição

Dados trimestrais, variação interanual – %



Fonte: IBGE/PME

A equação acima indica que a taxa de crescimento do emprego formal é, aproximadamente, a soma das taxas de crescimento da formalização, da ocupação, do nível de atividade e da População em Idade Ativa (PIA). O Gráfico 5 apresenta a evolução das taxas de crescimento trimestral, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, para essas variáveis, com base na PME³. Nota-se que, de 2005 a 2012, a formalização foi o principal determinante do crescimento do indicador do Caged. Entre o trimestre encerrado em outubro de 2005 e o encerrado em outubro de 2012, o estoque de empregos formais cresceu 43,9%, sendo 22,5 p.p. decorrentes da formalização. A segunda maior contribuição veio da PIA, 10,6 p.p, com a ocupação (ou, inversamente, a queda na taxa de desemprego) em terceiro, com 4,7 p.p., e a atividade por último, com 1,4 p.p, em linha com sua relativa estabilidade observada no período.

A desaceleração recente no ritmo de expansão do emprego formal, que passou de 6,9% no trimestre encerrado em outubro de 2011 para 3,7% no mesmo trimestre do ano seguinte, deveu-se em grande parte ao recuo na taxa de formalização, que, em termos interanuais, passou de 5,1% para 1,4% nos períodos correspondentes. A contribuição do recuo do desemprego permaneceu relativamente constante, passando de 0,5% para 0,6%.

Em resumo, as divergências entre informações da PME e do Caged são em parte decorrentes de aspectos metodológicos. Entretanto, as evidências não apontam a existência de divergências sistemáticas, visto que diferenças em determinado mês tendem a ser corrigidas nos meses seguintes. Em relação ao crescimento do indicador do Caged nos últimos dez anos, a principal explicação reside no processo de formalização do mercado de trabalho. Também contribuiu de forma significativa o crescimento da PIA.

3/ É importante que todos os dados sejam da mesma fonte, para que os dados também reflitam a identidade entre o emprego celetista e as outras quatro variáveis. Os dados trimestrais mitigam, em parte, a irregularidade da PME.

Os principais índices de preços voltaram a registrar trajetórias distintas no trimestre finalizado em novembro, com arrefecimento dos índices gerais e aceleração dos preços ao consumidor. A evolução dos índices gerais refletiu, em especial, a redução das pressões inflacionárias no preço ao produtor, decorrente da reversão parcial das altas nas cotações de grãos e produtos *in natura* observadas no trimestre anterior. A trajetória dos preços ao consumidor evidenciou a elevação de preços no grupo alimentação, em parte, como efeito defasado de pressões de preços observadas no preço ao produtor na passagem do segundo para o terceiro trimestre, especialmente nos itens afetados pelas altas nas cotações internacionais de grãos.

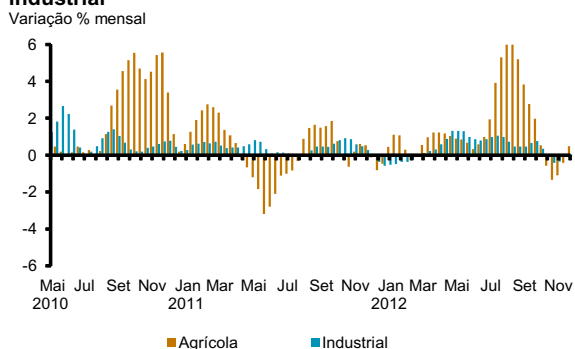
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	1,52	1,29	0,88	-0,31	0,25
IPA	2,13	1,77	1,11	-0,68	0,16
IPC-Br	0,22	0,44	0,54	0,48	0,45
INCC	0,67	0,26	0,22	0,21	0,33

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 0,81% no trimestre encerrado em novembro, ante 3,53% naquele finalizado em agosto. A desaceleração registrada no período refletiu as reduções nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 4,86% para 0,58%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,66% para 0,77%, e a aceleração, de 0,78% para 1,48%, no Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

A evolução do IPA esteve associada, em especial, à desaceleração, de 11,87% para 1,10%, nos preços agrícolas, com ênfase para os recuos nos itens soja e tomate. A redução, de 2,32% para 0,38%, na variação dos preços industriais, decorreu, em parte, das retrações nos itens minério de ferro e óleos e gorduras vegetais. Considerados períodos de doze meses, os preços agrícolas aumentaram 17,15% em novembro, ante 17,92% em agosto, e os preços industriais, 4,38% e 5,83%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A aceleração do IPC no trimestre encerrado em novembro refletiu, em grande parte, as reversões nas variações trimestrais dos preços nos grupos vestuário, de -1,39% para 2,42%; e transportes, de -1,26% para 0,60%. Ressalte-se que o grupo alimentação exerceu, mais uma vez, a contribuição mais acentuada para a variação trimestral do IPC. A desaceleração do INCC foi favorecida pelo arrefecimento nas variações dos preços dos itens materiais e serviços, de 1,32% para 1,13%; e mão-de-obra, de 1,99% para 0,42%.

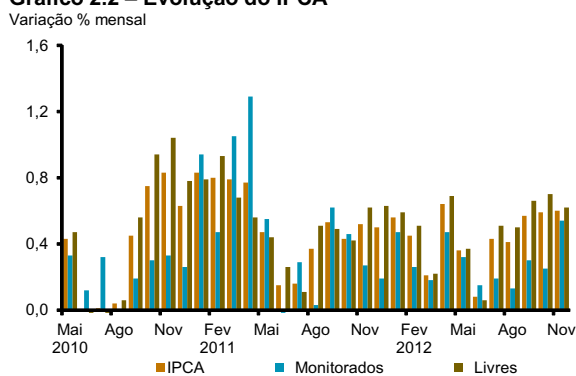
O IGP-DI variou 7,22% no período de doze meses encerrado em novembro, ante 8,04% em agosto e 5,56% em novembro de 2011.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA	0,43	0,41	0,57	0,59	0,60
Livres	0,51	0,50	0,66	0,70	0,62
Comercializáveis	0,06	0,44	0,92	1,00	0,67
Não comercializáveis	0,90	0,55	0,43	0,43	0,57
Serviços	0,79	0,49	0,51	0,51	0,82
Monitorados	0,19	0,13	0,30	0,25	0,54

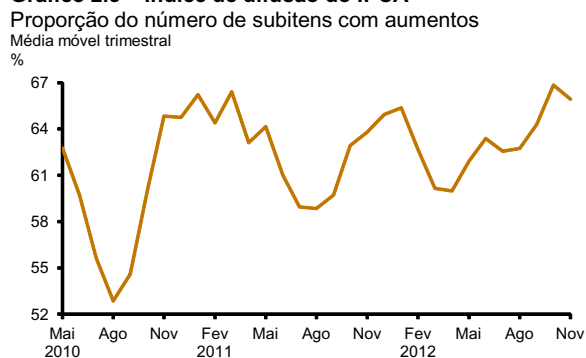
Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



Fonte: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA



Fonte: IBGE

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 1,77% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,92% naquele terminado em agosto, resultado da aceleração nos preços livres, de 1,07% para 1,99%, e nos monitorados, de 0,47% para 1,09%. A evolução dos preços livres refletiu, em especial, o aumento de 0,19% para 2,61% da variação nos preços dos itens comercializáveis, contrastando com o recuo, de 1,85% para 1,44%, na relativa aos itens não comercializáveis. Destaque-se, no segmento de bens comercializáveis, os aumentos de preços no grupo vestuário e nos itens arroz, carnes e bebidas e infusões. A desaceleração observada no âmbito dos bens não comercializáveis esteve associada, em especial, ao recuo nos preços de alimentos *in natura*.

Os preços dos serviços, mesmo incorporando o arrefecimento no subgrupo serviços pessoais, aceleraram de 1,81% para 1,85% no trimestre encerrado em novembro, evolução associada, em parte, aos aumentos nos preços de passagem aérea e alimentação fora do domicílio. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 8,24% em novembro, ante 7,89% em agosto.

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 5,53% em novembro, ante 5,24% em agosto, resultado de aceleração dos preços livres, de 5,75% para 6,23%, e desaceleração dos monitorados, de 3,77% para 3,50%. O índice de difusão do IPCA, sinalizando maior disseminação dos aumentos nos preços, registrou média de

65,93% no trimestre encerrado em novembro, ante 62,74% naquele finalizado em agosto e 63,80% em igual período de 2011.

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2012					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,43	0,41	0,57	0,59	0,60	5,01
Livres	75,88	0,51	0,50	0,66	0,70	0,62	5,56
Monitorados	24,12	0,19	0,13	0,30	0,25	0,54	3,31
Principais itens							
Gás encanado	0,08	0,24	0,00	-0,14	-0,02	0,00	8,29
Ônibus urbano	2,73	0,17	0,46	0,08	0,00	0,00	5,26
Água e esgoto	1,54	0,25	1,04	0,92	0,63	0,00	8,67
Plano de saúde	3,11	0,63	0,64	0,66	0,66	0,65	7,07
Gasolina	3,87	-0,43	-0,09	-0,13	0,75	1,18	-0,57
Pedágio	0,12	1,95	1,36	0,21	0,09	0,12	4,98
Remédios	3,46	0,21	0,48	0,03	0,05	0,18	4,31
Energia elétrica	3,29	0,04	-0,83	0,83	-0,24	1,38	1,66
Gás veicular	0,11	0,88	0,07	0,44	0,24	0,15	5,63
Gás de bujão	1,10	0,12	-0,48	1,27	0,49	0,99	4,50
Óleo diesel	0,13	1,43	1,86	0,43	0,64	0,37	6,12

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2012				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,43	0,41	0,57	0,59	0,60
Exclusão ^{1/}	0,43	0,40	0,39	0,48	0,64
Exclusão ^{2/}	0,46	0,40	0,47	0,51	0,63
Médias aparadas com suavização	0,40	0,50	0,49	0,54	0,49
Médias aparadas sem suavização	0,35	0,42	0,49	0,46	0,61
Dupla ponderação	0,53	0,45	0,51	0,55	0,62
IPC-Br (cheio)	0,22	0,44	0,54	0,48	0,45
Médias aparadas	0,25	0,35	0,39	0,45	0,46

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).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,09% no trimestre finalizado em novembro, ante 0,47% no período junho a agosto, respondendo por 0,26 p.p. da variação de 1,77% registrada pelo IPCA no período, com ênfase na pressão exercida pelas altas nos itens gasolina e tarifa de energia elétrica residencial. A variação dos preços monitorados atingiu 3,31% nos onze primeiros meses de 2012, ante 6% em igual período do ano anterior.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis cresceu 1,62% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,91% naquele finalizado em agosto. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 5,51% em novembro, ante 5,28% em agosto.

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,52% no trimestre finalizado em novembro, ante 0,74% naquele que terminou em agosto. A análise em doze meses revela que o indicador aumentou 5,16% em novembro, ante 4,96% em agosto.

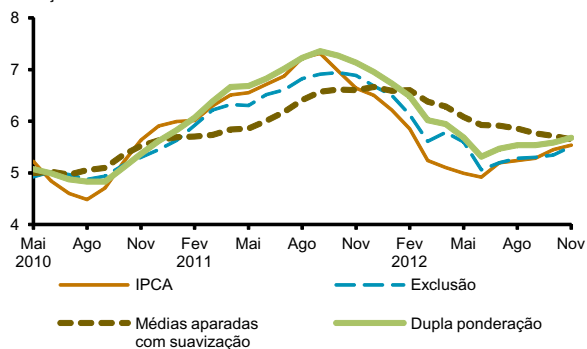
O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁴ cresceu 1,53%, ante 1,30% no trimestre encerrado em agosto. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 5,65% em novembro, ante 5,86% em agosto.

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização registrou variação trimestral de 1,57% em novembro, ante 1,07% em agosto. Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 4,84% em novembro, ante 4,69% em agosto.

4/ 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 (%)

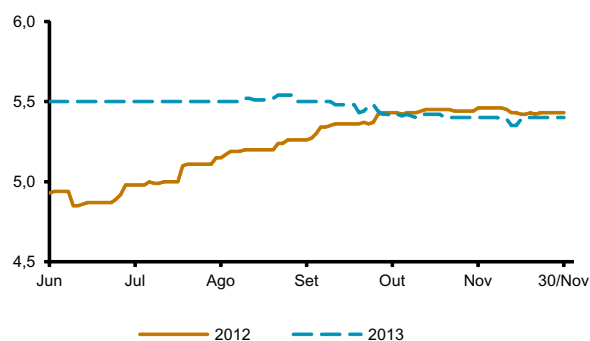


Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

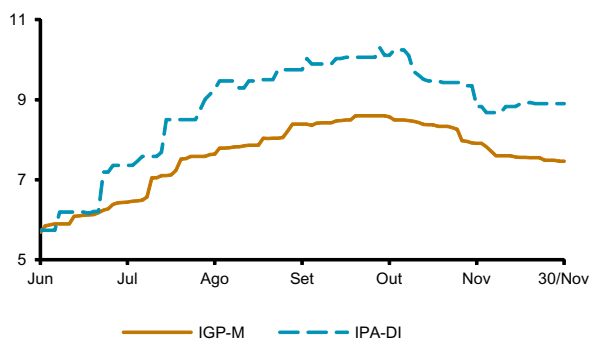
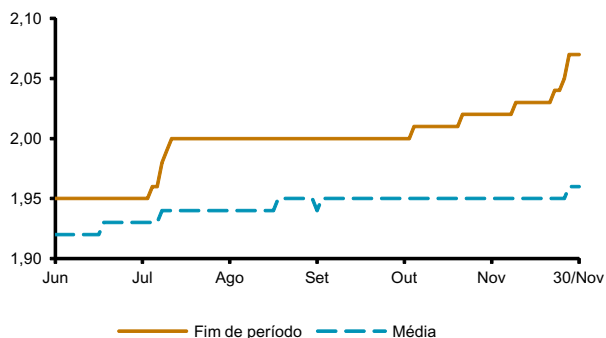


Gráfico 2.7 – Câmbio

Medianas (R\$/US\$)



O núcleo de dupla ponderação⁵ registrou variação de 1,69% no trimestre finalizado em novembro, ante 1,05% naquele encerrado em agosto. A análise em doze meses indica que a variação do indicador atingiu 5,53% em agosto, ante 5,68% em novembro.

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,31% no trimestre finalizado em novembro, ante 0,92% naquele terminado em agosto. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos de 4,97% em novembro e de 5,09% em agosto.

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 30 de novembro, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2012 e 2013 atingiram 5,4%, ante, respectivamente, 5,4% e 5,5% ao final de setembro. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,4%, ante 5,5% em 28 de setembro.

A mediana relacionada à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2012 diminuiu de 8,6%, ao final de setembro, para 7,5%, em 30 de novembro, e a referente ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) do mesmo ano passou de 10,1% para 8,9%. No mesmo período, a mediana relativa à variação do IGP-M para 2013 foi reduzida de 5,3% para 5,1%, e a do IPA-DI, de 5,9% para 5,0%.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2012 manteve-se em 3,5%, de 28 de setembro a 30 de novembro, enquanto a referente a 2013 diminuiu de 4,0% para 3,4%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2012 e de 2013 atingiram, respectivamente, R\$2,07/US\$ e R\$2,06/US\$ em 30 de novembro, ante R\$2,00/US\$, ao final de setembro. No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2012 e de 2013 aumentaram, na ordem, de R\$1,95/US\$ e R\$2,00/US\$, para R\$1,96/US\$ e R\$2,06/US\$, respectivamente.

5/ 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

	29.6.2012		28.9.2012		30.11.2012	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Em percentual						
IPCA	4,9	5,5	5,4	5,5	5,4	5,4
IGP-M	5,9	5,0	8,6	5,3	7,5	5,1
IPA-DI	5,7	5,0	10,1	5,9	8,9	5,0
Preços administrados	3,5	4,5	3,5	4,0	3,5	3,4
Selic (fim de período)	7,50	9,00	7,50	8,00	7,25	7,25
Selic (média do período)	8,53	8,13	8,53	7,58	8,47	7,25
PIB	2,1	4,2	1,6	4,0	1,3	3,7
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	1,95	1,90	2,00	2,00	2,07	2,06
Câmbio (média do período)	1,92	1,90	1,95	2,00	1,96	2,06

2.6 Conclusão

A evolução dos preços ao consumidor nos últimos meses refletiu a aceleração dos preços livres, influenciada pelos aumentos nos grupos alimentação, vestuário e transportes. Prospectivamente, a despeito de pressões sazonais no primeiro trimestre de 2013, a exemplo das associadas a aumentos das matrículas e mensalidades escolares, a inflação acumulada em doze meses tende a retomar trajetória declinante.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2012				R\$ bilhões	
	Ago	Set	Out	Nov	Variação %	
					3	12
meses meses						
Total	2 212,9	2 237,9	2 269,9	2 304,1	4,1	16,1
Recursos livres	1 411,3	1 423,6	1 438,4	1 454,9	3,1	13,8
Direcionados	801,6	814,3	831,5	849,1	5,9	20,2

Participação %:						
Total/PIB	51,3	51,8	52,2	52,6		
Rec. livres/PIB	32,7	32,9	33,0	33,2		
Rec. direc./PIB	18,6	18,8	19,1	19,4		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras
% do saldo

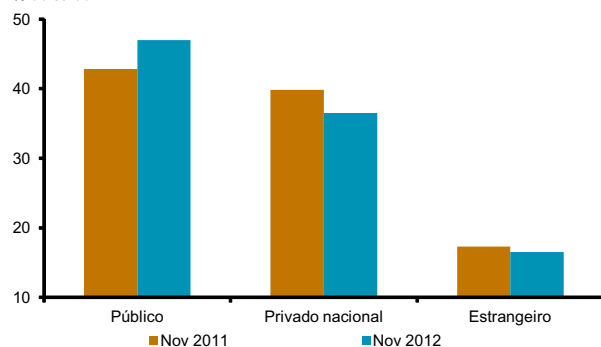
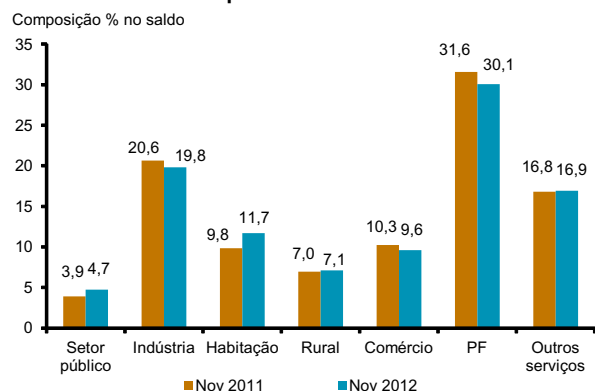


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro registraram expansão moderada no trimestre encerrado em novembro, em linha com o ritmo de expansão da atividade econômica. Ressaltem-se os efeitos favoráveis, sobre o desempenho das operações de crédito, decorrentes dos recuos das taxas de juros e dos *spreads* bancários, e da relativa estabilidade dos indicadores de inadimplência.

O crescimento do crédito foi impulsionado, em especial, pelas operações com recursos direcionados, que representaram 19,4% do PIB e concentraram-se nas modalidades crédito habitacional e financiamentos rurais e do BNDES. No âmbito das operações contratadas com recursos livres, equivalentes a 33,2% do PIB, ressalte-se o desempenho do segmento de pessoas jurídicas, com ênfase nas modalidades capital de giro e desconto de duplicatas. O crédito para pessoas físicas, a despeito de reduções nas taxas de juros e das condições favoráveis no mercado de trabalho, registrou desaceleração no trimestre, em especial nas modalidades crédito pessoal e financiamentos de veículos.

O saldo total das operações de crédito do sistema financeiro, compreendidas as operações contratadas com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.304 bilhões em novembro (52,6% do PIB, 48,1% do PIB em novembro de 2011), elevando-se 4,1% no trimestre e 16,1% em doze meses. A participação das instituições públicas cresceu 1,2 p.p. no trimestre, atingindo 47% do total da carteira do sistema financeiro, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e estrangeiras recuaram, na ordem, 1 p.p. e 0,2 p.p., situando-se em 36,5% e 16,5%, respectivamente.

O crédito ao setor privado somou R\$2.195 bilhões em novembro, aumentando 4,2% no trimestre e 15,1% em doze meses. Os empréstimos para o segmento outros serviços cresceram 4,8% no trimestre, totalizando R\$390

bilhões, destacando-se os créditos às atividades distribuição de energia, telecomunicações, imobiliárias e transportes. Os financiamentos à indústria, impulsionados pelos ramos mineração, energia, automóveis e agroindústria, expandiram-se 4% no trimestre e os financiamentos ao comércio aumentaram 3,7%, com ênfase nas contratações dos segmentos de automóveis, máquinas e equipamentos. O saldo do crédito habitacional, computados recursos livres e direcionados, totalizou R\$270 bilhões em novembro, elevando-se 7,8% no trimestre e 38,1% em doze meses, passando a representar 6,2% do PIB, ante 5,8% em agosto e 4,7% em novembro de 2011.

Os financiamentos destinados ao setor público totalizaram R\$109 bilhões em novembro, crescendo 3,5% no trimestre e 40,9% em doze meses. A variação trimestral refletiu os aumentos respectivos de 3,2% e 4% nos créditos destinados à esfera federal e aos governos estaduais e municipais.

As provisões constituídas pelas instituições financeiras somaram R\$130 bilhões em novembro, elevando-se 2,2% no trimestre e 14,4% em doze meses. A relação entre o volume de provisões e a carteira total de crédito atingiu 5,7%, registrando queda de 0,1 p.p. no trimestre e estabilidade em relação a novembro de 2011. Ressalte-se que essa trajetória é compatível com a da taxa de inadimplência do sistema financeiro, que atingiu 3,7% em novembro e registra relativa estabilidade desde abril.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	801,6	814,3	831,5	849,1	5,9	20,2
BNDES	442,7	446,1	452,1	460,8	4,1	12,8
Direto	231,4	233,2	235,4	242,2	4,7	19,3
Repasses	211,4	213,0	216,7	218,6	3,4	6,4
Rural	110,1	113,1	117,7	120,6	9,6	20,4
Bancos e agências	102,6	106,2	109,8	112,6	9,7	19,3
Cooperativas	7,4	6,9	7,9	8,1	8,4	37,5
Habitação	231,9	237,7	244,1	249,8	7,7	37,1
Outros	16,8	17,3	17,6	18,0	6,8	16,1

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões			Variação %
	Jan-out			
	2011	2012		
Total	103 338	108 355	4,9	
Indústria	32 077	37 565	17,1	
Extrativa	2 619	1 634	-37,6	
Celulose e papel	960	3 509	265,5	
Coque, petróleo e combustível	3 470	5 263	51,7	
Máquinas e equipamentos	2 114	2 585	22,3	
Comércio/serviços	63 278	62 256	-1,6	
Transporte terrestre	24 040	14 919	-37,9	
Eletricidade e gás	10 950	12 366	12,9	
Construção	5 018	6 091	21,4	
Atividade financeira e seguros	524	2 384	355,0	
Agropecuária	7 983	8 534	6,9	

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

O estoque das operações de crédito referenciadas em recursos direcionados totalizou R\$849 bilhões em novembro, aumentando 5,9% no trimestre e 20,2% em doze meses. As operações do BNDES corresponderam a 54,3% do total e registraram acréscimos respectivos de 4,1% e 12,8% nas mesmas bases comparativas. Os financiamentos habitacionais, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), somaram R\$250 bilhões, expandindo 7,7% no trimestre e 37,1% em doze meses. O crédito rural, excluídas as operações do BNDES, somou R\$121 bilhões, aumentando 9,6% e 20,4% nos períodos mencionados, destacando-se as contratações para custeio e investimento agrícolas.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	2012				R\$ bilhões	
	Ago	Set	Out	Nov	Variação %	
					3	12
meses meses						
Total	1 411,3	1 423,6	1 438,4	1 454,9	3,1	13,8
Pessoa jurídica	708,3	719,7	726,7	737,0	4,0	16,2
Referencial ^{1/}	604,1	613,6	619,4	626,7	3,7	15,8
Rec. domésticos	525,6	535,4	541,5	551,7	5,0	15,1
Rec. externos	78,5	78,1	77,9	75,1	-4,4	21,0
Leasing ^{2/}	27,8	27,7	26,8	26,4	-4,9	-26,6
Rural ^{2/}	5,3	5,1	4,9	5,0	-5,7	40,5
Outros ^{2/}	71,2	73,3	75,7	78,8	10,8	48,4
Pessoa física	703,0	703,9	711,7	718,0	2,1	11,5
Referencial ^{1/}	558,7	559,3	563,7	567,4	1,6	12,5
Cooperativas	36,5	38,1	38,5	39,3	7,8	25,0
Leasing	18,0	17,1	16,1	14,9	-17,2	-48,7
Outros	89,8	89,4	93,3	96,4	7,3	21,4

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.

Os desembolsos realizados pelo BNDES atingiram R\$108 bilhões nos dez primeiros meses do ano, aumentando 4,9% em relação a igual período de 2011. As concessões para a indústria cresceram 17,1%, destacando-se as destinadas aos setores celulose e papel, e coque, petróleo e combustível, enquanto as direcionadas ao segmento comércio e serviços e às micro, pequenas e médias empresas registraram retrações respectivas de 1,6% e 4,7%, no período.

Operações de crédito com recursos livres

As operações com recursos livres somaram R\$1.455 bilhões em novembro, 63% do total de crédito do sistema financeiro, elevando-se 3,1% no trimestre e 13,8% em doze meses. Os empréstimos a pessoas físicas totalizaram R\$718 bilhões, aumentando 2,1% no trimestre e 11,5% em doze meses, com ênfase no desempenho das modalidades financiamentos imobiliários e crédito pessoal. Os empréstimos a pessoas jurídicas atingiram R\$737 bilhões em novembro, registrando aumentos de 4% no trimestre e de 16,2% em doze meses.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

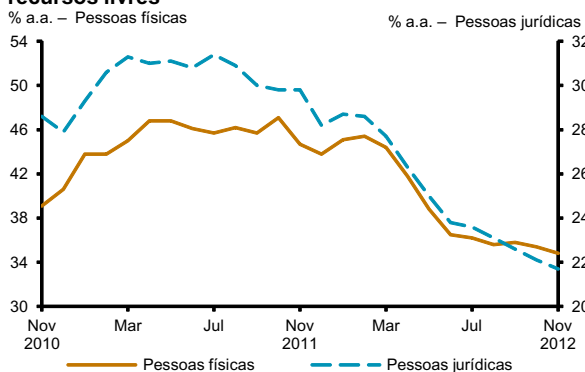
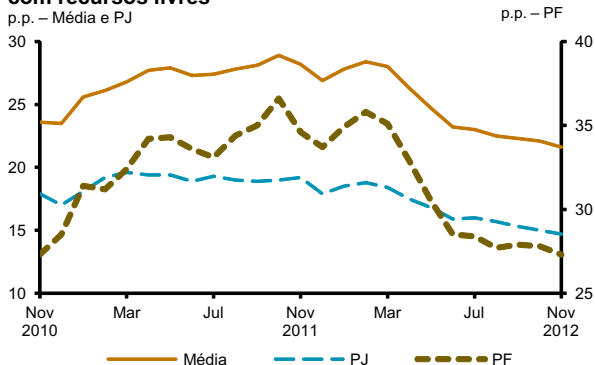


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

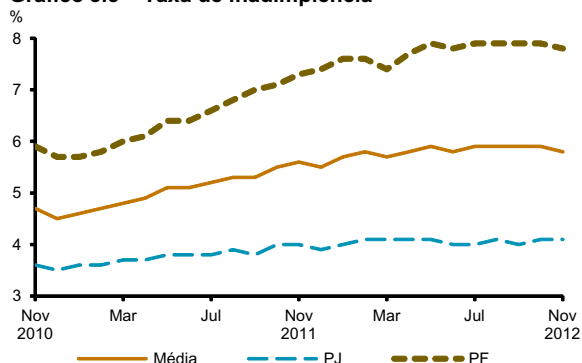


Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial, em trajetória decrescente ao longo do ano, atingiu 28,9% a.a. em novembro, recuando 1,2 p.p. no trimestre e 9,6 p.p. em doze meses e situando-se no menor patamar da série, iniciada em junho de 2000. O *spread* bancário atingiu 21,6 p.p., registrando recuos respectivos de 0,9 p.p. e de 6,6 p.p. nas mesmas bases de comparação. A taxa média de juros atingiu 34,8% no segmento de pessoas físicas, reduzindo-se 0,8 p.p. no trimestre e 9,9 p.p. em doze meses, com ênfase nos decréscimos respectivos de 3,2 p.p. e 43 p.p. na modalidade cheque especial. A taxa média relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 21,7%, reduzindo-se 1,4 p.p. no trimestre e 8,1 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência no crédito referencial totalizou 5,9% em novembro. A estabilidade observada no trimestre decorreu de movimentos idênticos nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, nos quais a taxa manteve-se em 8% e 4,1%, respectivamente.

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

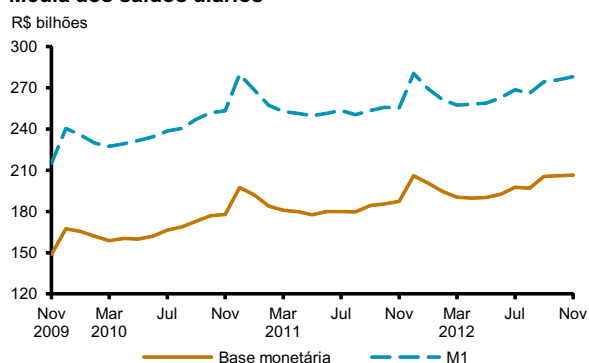


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados

Variação percentual em 12 meses

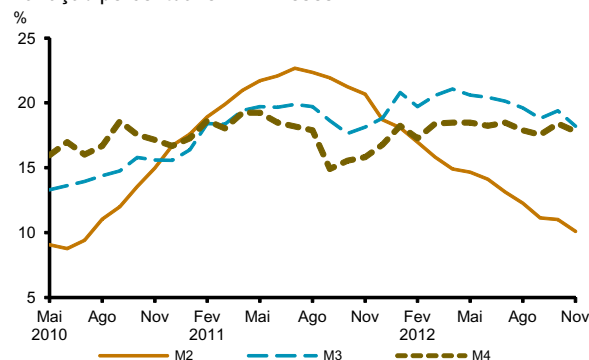
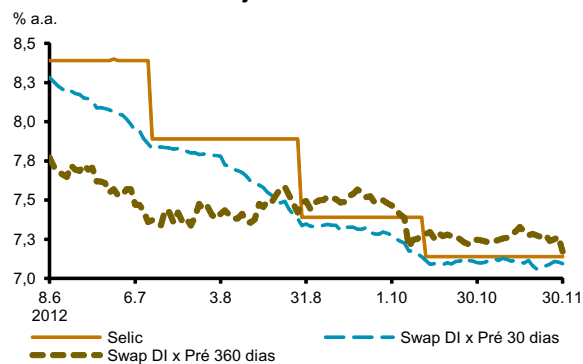


Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Fonte: BM&FBOVESPA e Banco Central

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 526 dias em novembro, elevando-se 18 dias no trimestre e 31 dias em doze meses. Mantidas essas bases de comparação, ocorreram aumentos respectivos de 21 e 40 dias no segmento de pessoas físicas e de 17 dias e 26 dias no segmento de pessoas jurídicas.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) somou R\$278,1 bilhões em novembro, expandindo-se 4,6% no trimestre e 9% em doze meses, enquanto o relativo à base monetária atingiu R\$206,5 bilhões, elevando-se, na ordem, 4,8% e 10,3% nas mesmas bases de comparação.

Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R\$209 bilhões em novembro. A expansão trimestral de 2,7% refletiu, em parte, o impacto expansionista de R\$39,3 bilhões, resultante de flexibilizações das exigibilidades adicionais⁶ e da elevação do limite de dedução do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo⁷. Em sentido oposto, ocorreram contrações de R\$12,8 bilhões associada à movimentação da Conta Única do Tesouro Nacional e de R\$18,5 bilhões decorrente das operações com títulos públicos federais.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,7 trilhão em novembro, aumentando 2,5% no trimestre e 10,1% em doze meses, destacando-se a elevação de 16,8% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,5 trilhões, elevando-se 2,7% no trimestre e 18,2% em doze meses, e o agregado M4 somou R\$4,1 trilhões, com expansões respectivas de 3,3% e 17,8%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros, em trajetória declinante ao longo do ano, registraram, a partir de setembro, recuo mais moderado nos vértices de prazos mais longos. As taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de 30 e 360 dias situaram-se, respectivamente, em 7,10% a.a. e 7,17%

6/ De 6% para zero, sobre recursos à vista, e de 12% para 11%, sobre recursos a prazo.

7/ De 36% para 50%, mediante aquisições de Letras Financeiras e operações de crédito de instituições de pequeno e médio porte.

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

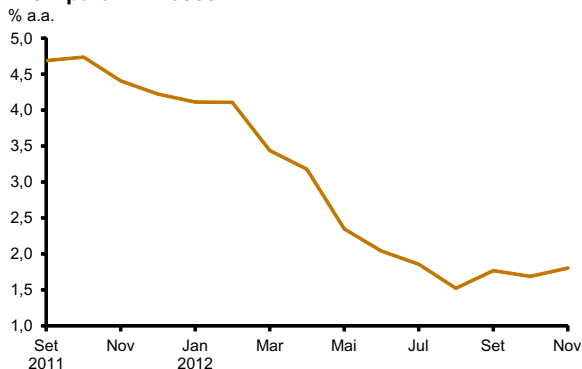
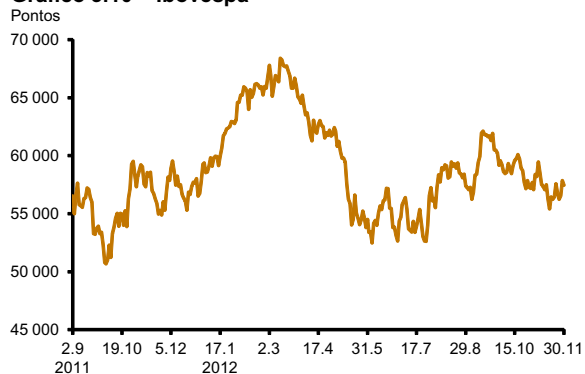
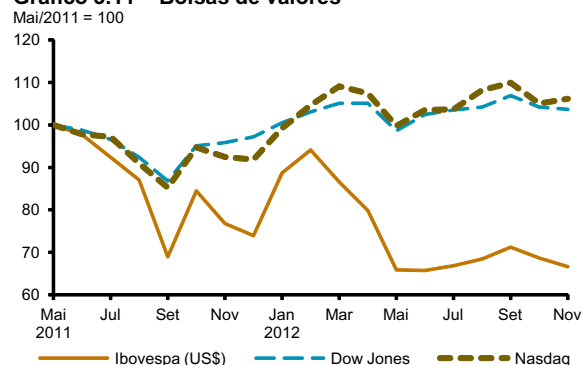


Gráfico 3.10 – Ibovespa



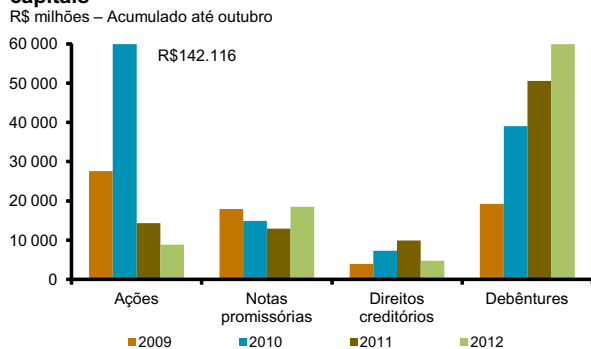
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

a.a., ao final de novembro, recuando, na ordem, 25 p.b. e 32 p.b. no trimestre.

A expectativa para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para os próximos doze meses registrou volatilidade no trimestre encerrado em novembro. A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelo IPCA, avançou 0,3 p.p., para 1,8% a.a., no período.

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) apresentou instabilidade ao longo do trimestre, atingindo 57.474 pontos no final de novembro, ante 57.061 pontos no final de agosto, e o máximo de 62.105 em 17 de setembro. O valor de mercado das empresas listadas no índice aumentou 2,5% no trimestre, somando R\$1.874 bilhões, e a média diária do volume transacionado cresceu 1,4%. Em dólares, o Ibovespa recuou 2,6% no trimestre, ante retrações respectivas de 0,5% e 1,8% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$87,9 bilhões de janeiro a outubro de 2012, ante R\$86,9 bilhões no mesmo período do ano anterior⁸. Excluídas as sociedades de arrendamento mercantil, a emissão de debêntures somou R\$60,5 bilhões, ante R\$50,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2011.

3.3 Política fiscal

A Medida Provisória nº 582, editada em setembro, estabeleceu novas medidas de desoneração fiscal, destacando-se:

- ampliação da política de desoneração tributária da folha de pagamento, mediante a inclusão de 25 novos setores da economia na relação das empresas beneficiadas pela redução a zero da alíquota de contribuição previdenciária incidente sobre a folha de salários;
- autorização da depreciação acelerada incentivada de bens de capital, adquiridos até 31 de dezembro de

8/ Considerando-se emissões públicas e com esforços restritos de colocação.

- 2012, com vistas a estimular a expansão e renovação do parque industrial das empresas;
- c) instituição do Regime Especial de Incentivo ao Desenvolvimento da Infraestrutura da Indústria de Fertilizantes, com vistas à desoneração dos investimentos em projetos de implantação ou de ampliação de infraestrutura para produção de fertilizantes e de seus insumos; e
- d) prorrogação, até 31 de dezembro de 2013, da vigência de desoneração das massas alimentícias.

A renúncia fiscal decorrente dessas medidas foi estimada pelo Ministério da Fazenda em R\$7,9 bilhões para 2013 e R\$6,8 bilhões para 2014. Assinale-se que, no corrente exercício, o impacto estimado das medidas de desoneração adotadas desde 2011 deverá somar R\$36,6 bilhões.

A quinta reavaliação das receitas e despesas primárias do Governo Central, referentes a 2012, indicou redução de R\$0,6 bilhão nas receitas líquidas – receitas auferidas, deduzidas das transferências para os estados e municípios – e elevação de R\$25 bilhões nas despesas, em relação às estimativas realizadas em setembro. Nesse cenário, foi estipulado o abatimento de R\$25,6 bilhões, relativos a despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), da meta de superávit primário do Governo Central de R\$97 bilhões. Ressalta-se que a possibilidade de abatimento das despesas com o PAC da meta de superávit, até o limite de R\$40,6 bilhões, consta na Lei de Diretrizes Orçamentárias.

A Medida Provisória nº 589, editada em novembro, estabeleceu programa de parcelamento dos débitos previdenciários dos governos estaduais e municipais. O programa considera a capacidade de pagamento dos entes públicos e estabelece mecanismos que impeçam a formação de novos passivos tributários. O valor dos débitos passíveis de parcelamento totaliza R\$22,3 bilhões.

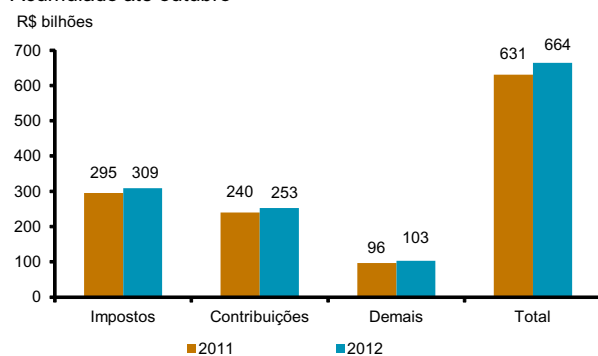
Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Jan-out

Segmento	2010		2011		2012	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-61,7	-2,0	-85,7	-2,5	-64,1	-1,8
Governos regionais	-22,2	-0,7	-30,8	-0,9	-22,9	-0,6
Empresas estatais	-2,8	-0,1	-2,0	-0,1	-1,2	-0,0
Total	-86,7	-2,8	-118,6	-3,5	-88,2	-2,4

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até outubro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado somou R\$88,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano (2,42% do PIB), reduzindo-se 1,06 p.p. do PIB em relação a igual período de 2011. Ocorreram recuos em todos os segmentos do setor público, ressaltando-se a redução de 0,75 p.p. do PIB no âmbito do Governo Central.

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Jan-out

Discriminação	2011		2012	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	356 008	10,4	397 057	10,9
Pessoal e encargos sociais	145 126	4,3	150 052	4,1
Custeio e capital	209 107	6,1	245 132	6,7
FAT	29 398	0,9	33 864	0,9
Subsídio e subvenções	9 035	0,3	9 473	0,3
Loas/RMV	20 671	0,6	24 488	0,7
Investimento	41 431	1,2	50 903	1,4
Outras	108 572	3,2	126 404	3,5
Transferências ao Bacen	1 775	0,1	1 872	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-out

Discriminação	2011	2012	R\$ bilhões
			Var. %
Arrecadação bruta	212,7	239,7	12,7
Restituição/devolução	-0,8	-0,8	-9,8
Transferência a terceiros	-21,2	-24,3	14,3
Arrecadação líquida	190,6	214,7	12,6
Benefícios previdenciários	226,8	256,7	13,1
Resultado primário	-36,2	-42,0	16,0
Arrecadação líquida/PIB	5,6%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,6%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-1,1%	-1,2%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

A receita bruta do Tesouro Nacional totalizou R\$663,9 bilhões nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 5,2% em relação ao intervalo correspondente de 2011. Destacaram-se, no período, as expansões respectivas de 5%, 9,3% e 9,8% nas arrecadações do Imposto de Renda, da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e do Programa de Integração Social (PIS)/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (Pasep), que totalizaram, na ordem, R\$218,6 bilhões, R\$142,7 bilhões e R\$38 bilhões. Em oposição, os recolhimentos da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) recuaram 3% no período, para R\$50 bilhões, evolução associada ao recebimento de débitos em atraso, em julho de 2011, sem correspondência em 2012. A receita bruta do Tesouro atingiu 18,2% do PIB, ante 18,5% do PIB de janeiro a outubro de 2011.

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$397,1 bilhões nos dez primeiros meses de 2012, elevando-se 11,5% (0,5 p.p. do PIB) em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com custeio e capital, evidenciando as elevações de 18,5% nos benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV) e de 22,9% nos investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa Minha Vida, somaram R\$245,1 bilhões, e os gastos com pessoal e encargos totalizaram R\$150,1 bilhões, registrando aumentos respectivos de 17,2% e 3,4%, no período. Os investimentos incluídos no PAC, passíveis de abatimento da meta de superávit primário, elevaram-se 27,7% no período, totalizando R\$26,6 bilhões.

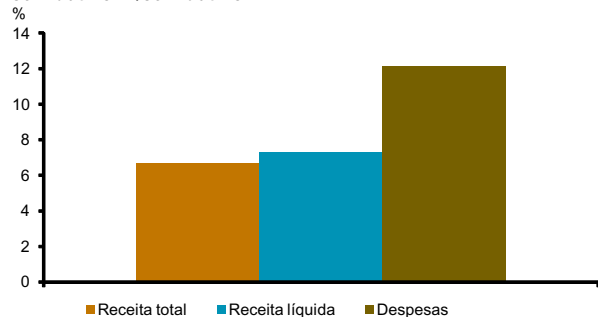
A Previdência Social registrou déficit de R\$42 bilhões (1,15% do PIB) nos dez primeiros meses de 2012, resultado 0,09 p.p. superior ao assinalado em igual intervalo do ano anterior. A arrecadação líquida da Previdência, em cenário de crescimento da massa salarial, elevou-se 12,6%, e os gastos com benefícios previdenciários, refletindo os aumentos de 9,4% no valor médio dos benefícios e de 3,1% em sua quantidade média mensal, cresceram 13,1%.

As receitas totais do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 6,7% nos dez primeiros meses de 2012, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto as receitas líquidas, que excluem as transferências para estados e municípios, e as despesas registraram elevações respectivas de 7,3% e 12,1%.

As transferências para os governos regionais somaram R\$143 bilhões nos dez primeiros meses do ano,

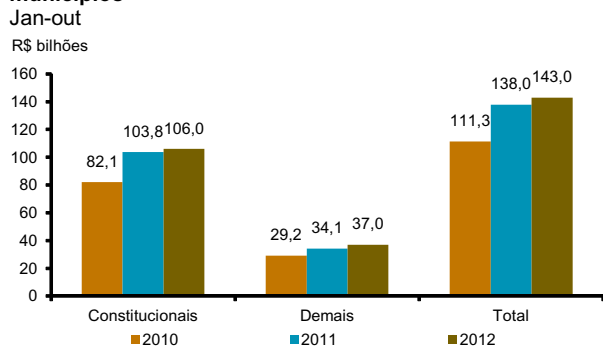
Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-out 2012/Jan-out 2011



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios



Fonte: MF/STN

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

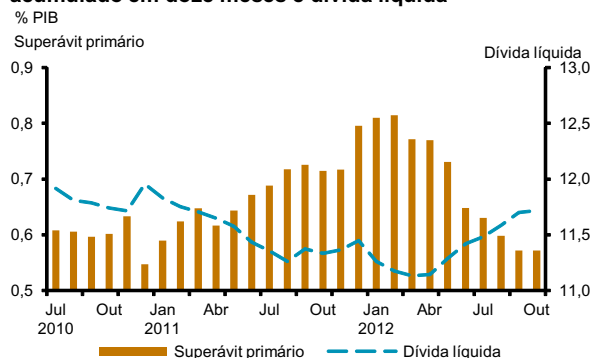


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados

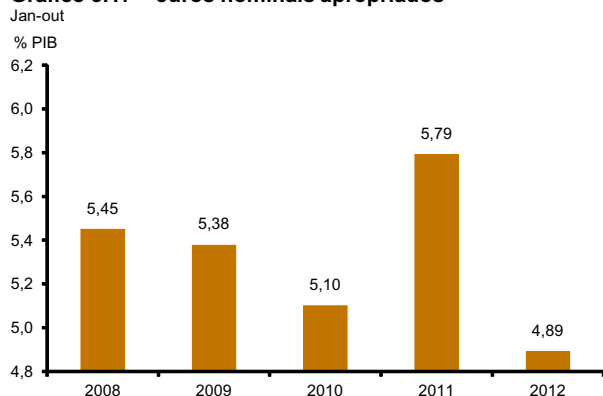


Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2010		2011		Out 2012	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	90,2	2,5
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-88,2	-2,4
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	178,4	4,9
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	90,2	2,5
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	130,2	3,6
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	332,1	9,1
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-194,8	-5,3
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-7,1	-0,2
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-40,0	-1,1

crescendo 3,7% (-0,1 p.p. do PIB) em relação a igual intervalo de 2011. As transferências constitucionais (Imposto de Renda – IR, Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI e outras) e as relativas a *royalties* de petróleo cresceram, na ordem, 2,1% e 23,9%, no período.

A arrecadação do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo mais representativo em âmbito regional, totalizou R\$240,1 bilhões nos nove primeiros meses do ano, crescendo 9% em relação a igual período de 2011, enquanto a arrecadação relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) aumentou 3,7%, somando R\$22,4 bilhões.

O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$22,9 bilhões (0,63% do PIB) de janeiro a outubro, reduzindo-se 0,28 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. Ocorreram recuos nas esferas estadual e municipal.

As empresas estatais registram superávit de R\$1,2 bilhão (0,03% do PIB), ante 0,06% do PIB nos dez primeiros meses de 2011, registrando-se retrações nos resultados das empresas estatais dos três níveis de governo.

Os juros nominais apropriados nos dez primeiros meses de 2012 somaram R\$178,4 bilhões, 4,89% do PIB. A retração na despesa de juros de 0,9 p.p. do PIB em relação ao registrado em igual período de 2011, refletiu, em especial, a trajetória declinante da taxa Selic e a menor variação do IPCA, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, componente mais importante do endividamento.

O déficit nominal do setor público atingiu R\$90,2 bilhões (2,47% do PIB) de janeiro a outubro, aumentando 0,15 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão na dívida mobiliária e reduções na dívida bancária, na dívida externa líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos de R\$15,6 bilhões no trimestre encerrado em outubro, resultado

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

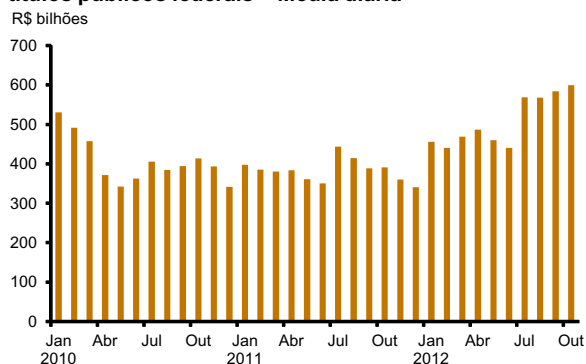


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

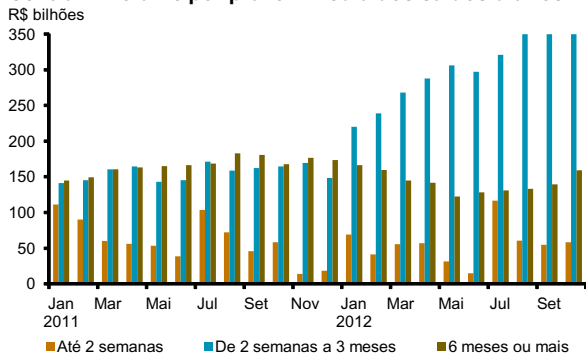
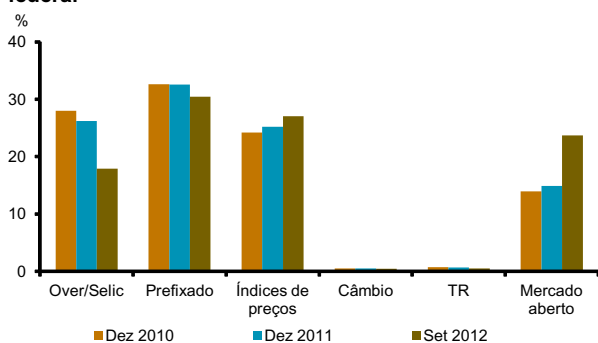
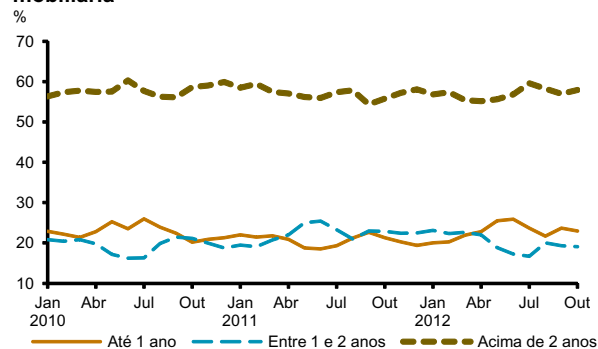


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária



de colocações de R\$103,8 bilhões e resgates de R\$119,4 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$22,6 bilhões, das quais 72,4% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) e 26,8% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$599,3 bilhões em outubro, aumentando 5,5% em relação à média de julho. Ocorreram elevações nas operações de prazos de duas semanas a três meses, de R\$320,7 bilhões para R\$381,6 bilhões; e de seis meses, de R\$130,8 bilhões para R\$159,3 bilhões; e reduções nas de prazo inferior a duas semanas, de R\$116,8 bilhões para R\$58,4 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.854,6 bilhões em outubro (42,4% do PIB), registrando acréscimos de 0,7 p.p. do PIB em relação a julho e de 0,1 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral decorreu de emissões líquidas de R\$17,1 bilhões no mercado primário e da incorporação de R\$49,1 bilhões de juros nominais.

Em outubro, relativamente a julho, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto e dos títulos prefixados registraram acréscimos respectivos de 0,7 p.p. e 2,0 p.p., enquanto a participação dos títulos indexados à taxa *over*/Selic, a índices de preços e à Taxa Referencial (TR) reduziram-se, respectivamente, 1,4 p.p., 1,2 p.p. e 0,1 p.p. A participação dos títulos atrelados ao câmbio manteve-se estável, no período.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em outubro: 0,8% do total em 2012; 22,5% em 2013; e 76,8% a partir de janeiro de 2014. Os títulos vencidos em 12 meses representaram 23% do total da dívida mobiliária em mercado, percentual no intervalo de 22% a 26% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2012. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 46,3 meses, valor acima do limite superior, de 45,6 meses, do intervalo do PAF 2012.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial reversas somou R\$10 bilhões em outubro. O resultado obtido

no trimestre (diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$1,3 milhão, no conceito caixa.

Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

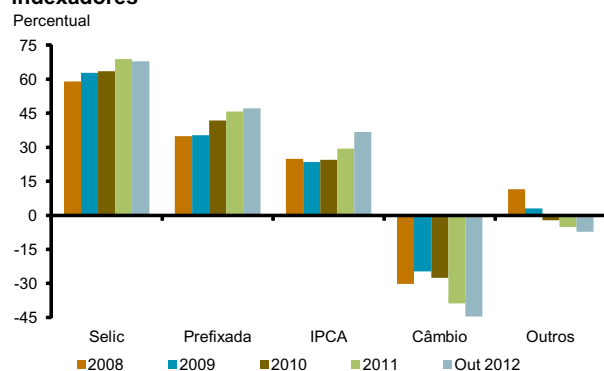
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Out 2012	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,4	1 541 196	35,2
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	32 649	-1,2
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	32 649	0,7
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	90 215	2,1
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-88 214	-2,0
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	178 430	4,1
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	-52 291	-1,2
Dívida interna ^{1/}	1 513	0,0	-3 405	-0,1	-2 940	-0,1
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	-49 351	-1,1
Outros ^{2/}	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-3 840	-0,1
Reconhecimento						
de dívidas	2 969	0,1	487	0,0	-1 436	0,0
Privatizações	-2 742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-5,9		-3,5		-1,9

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



Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.541,2 bilhões (35,2% do PIB) em outubro, reduzindo-se 1,2 p.p. do PIB em relação a dezembro do ano anterior. A dívida dos governos regionais aumentou 0,3 p.p. do PIB e as relacionadas ao Governo Central e às empresas estatais registraram reduções respectivas de 1,4 p.p. do PIB e 0,03 p.p. do PIB.

A redução na relação DLSP/PIB evidenciou as contribuições do superávit primário, 2 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 1,9 p.p.; da depreciação cambial de 8,3% registrada no período, 1,2 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõe a dívida externa líquida, 0,1 p.p. Em oposição, a apropriação de juros nominais exerceu impacto de 4,1 p.p. do PIB para a elevação da relação.

A parcela da DLSP vinculada aos índices de preços atingiu 42,1% em outubro, elevando-se 7,3 p.p. no ano, e a parcela credora vinculada ao câmbio – evidenciando o aumento das reservas internacionais e a depreciação cambial – cresceu 5,7 p.p., para 44,6%. Adicionalmente, as parcelas vinculada à taxa Selic, pré-fixada e sem remuneração registraram variações respectivas de -0,9 p.p., 1,4 p.p. e de -2,3 p.p., representando, na ordem, 67,9%, 47,2% e 11,1% da DLSP.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.590,5 bilhões (59,2% do PIB) em outubro. O aumento de 5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011 refletiu, em especial, a expansão de 5,6 p.p. nas operações compromissadas do Banco Central.

3.4 Conclusão

A evolução recente das operações de crédito, em contexto de redução dos juros ao tomador, segue em

ritmo de expansão moderado. Esse cenário evidencia, em parte, o menor dinamismo das modalidades destinadas ao financiamento de atividades produtivas e ao consumo das famílias.

No segmento de crédito às famílias, ressalte-se o impacto da estabilidade – em patamares compatíveis com o ciclo – dos índices de inadimplência sobre as novas concessões. Em relação ao segmento de pessoas jurídicas, a expansão das operações com recursos livres e dos desembolsos do BNDES tem sido complementada pelo aumento das emissões no mercado de capitais, particularmente de debêntures, utilizadas de forma crescente pelas empresas como alternativa ao crédito bancário.

O crescimento moderado da atividade econômica ao longo do ano, aliado às medidas de desoneração adotadas em meses recentes, vem contribuindo para que as receitas públicas cresçam em ritmo inferior ao das despesas. O endividamento líquido, favorecido pela menor incorporação de juros nominais, segue em trajetória declinante, evolução que deverá ter continuidade nos próximos meses diante do cenário esperado para as principais variáveis que afetam a dinâmica da relação DLSP/PIB.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada								
	2010	2011			2012				
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB									
Estados Unidos	2,4	0,1	2,5	1,3	4,1	2,0	1,3	2,7	
Área do Euro	1,4	2,6	0,9	0,4	-1,4	-0,1	-0,7	-0,2	
Reino Unido	-1,7	2,0	0,3	2,1	-1,4	-1,2	-1,5	3,9	
Japão	-1,6	-7,3	-2,8	10,4	0,3	5,7	-0,1	-3,5	
China ^{1/}	10,0	9,1	10,4	10,0	7,0	6,1	8,2	9,1	
Consumo das famílias									
Estados Unidos	4,1	3,1	1,0	1,7	2,0	2,4	1,5	1,4	
Área do Euro	1,7	-0,2	-1,7	0,7	-2,1	-1,1	-1,7	-0,1	
Reino Unido	1,2	-4,5	-0,8	-0,2	0,7	1,3	-0,6	2,5	
Japão	-1,3	-5,5	3,5	5,7	2,0	4,7	0,3	-1,7	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas									
Estados Unidos	9,2	-1,3	14,5	19,0	9,5	7,5	3,6	-2,2	
Área do Euro ^{2/}	-2,6	8,0	-1,1	-1,3	-2,2	-4,7	-6,9	-2,9	
Reino Unido ^{2/}	-6,6	-7,4	0,1	2,1	-2,7	13,6	-10,5	2,2	
Japão	-8,2	0,7	-0,8	9,3	32,6	-9,3	0,5	-11,3	
Investimento residencial									
Estados Unidos	1,4	-1,4	4,2	1,4	12,0	20,6	8,4	14,3	
Área do Euro ^{3/}	-7,4	11,2	-3,6	-2,5	-1,4	nd	nd	nd	
Reino Unido	-14,8	3,8	40,4	-5,5	-13,3	6,3	17,2	nd	
Japão	19,0	8,6	-10,8	18,0	-0,6	-4,3	6,3	3,7	
Exportações de bens e serviços									
Estados Unidos	10,0	5,7	4,1	6,1	1,4	4,4	5,2	1,1	
Área do Euro	8,1	6,7	2,5	5,5	-0,1	2,0	6,4	3,5	
Reino Unido	13,8	6,4	-8,7	0,1	12,6	-6,3	-4,1	6,9	
Japão	-1,9	-2,0	-23,6	40,0	-14,5	13,9	3,3	-18,9	
Importações de bens e serviços									
Estados Unidos	0,0	4,2	0,1	4,7	4,9	3,1	2,8	0,1	
Área do Euro	6,8	5,3	0,8	1,9	-5,6	-1,1	2,5	0,8	
Reino Unido	6,2	-9,5	-2,2	1,2	6,7	-0,5	5,6	-1,6	
Japão	1,1	5,8	-1,3	14,9	4,0	9,8	7,4	-1,8	
Gastos do Governo									
Estados Unidos	-4,4	-7,0	-0,8	-2,9	-2,2	-3,0	-0,7	3,5	
Área do Euro ^{4/}	-0,3	-0,6	0,3	-1,1	-0,1	0,6	-0,4	-0,6	
Reino Unido ^{4/}	-0,3	0,9	1,3	0,3	1,2	13,1	-6,1	2,3	
Japão	1,5	-2,9	2,3	-0,6	0,4	10,3	5,7	3,2	

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

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

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

Desde o último Relatório de Inflação, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos, em que pese o recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais. A economia global tem enfrentado período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado, a despeito da recente acomodação nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas políticas, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras, principalmente na Europa.

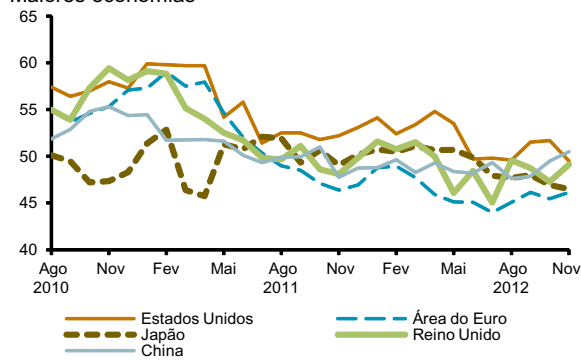
Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodaticias. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista, o que se conjuga, em alguns casos, com outras ações anticíclicas. Nesse cenário, destacaram-se a valorização dos principais mercados acionários, o aumento nas cotações das *commodities* metálicas, e a manutenção da trajetória de recuperação do segmento imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA).

4.1 Atividade econômica

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 2,7% no trimestre encerrado em setembro, ante 1,3% naquele finalizado em junho. Destacaram-se as contribuições do consumo das famílias, 1 p.p.; da variação dos estoques, 0,8 p.p.; dos gastos governamentais, 0,7 p.p., primeiro resultado positivo desde o segundo trimestre de 2010. Em relação ao investimento bruto privado, contribuição de 0,1 p.p., ressaltou-se o aumento de 14,3% no componente residencial. O setor externo exerceu contribuição positiva de 0,1 p.p. para a

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

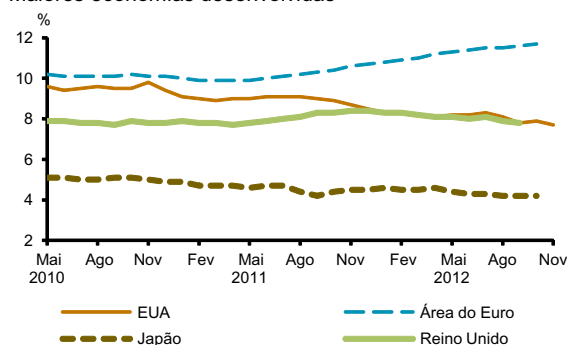
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

variação anualizada do PIB, com aumentos respectivos de 1,1% e 0,1% nas exportações e nas importações. Ressalte-se que a manutenção do ritmo de crescimento segue sujeita a riscos de baixa, em resposta aos impactos do Furacão Sandy e às incertezas relativas à condução da política fiscal.

Embora o PMI manufatureiro sugerisse expansão do setor em setembro e outubro, a indústria dos EUA registrou variações mensais respectivas de 0,1% e -0,9% nos períodos mencionados, destacando-se o desempenho negativo da atividade veículos e partes. O nível de utilização da capacidade instalada recuou para 75,9% em outubro, menor patamar desde novembro de 2011.

O sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, em alta desde agosto, totalizou 84,9 pontos em novembro, maior patamar desde julho de 2007, reflexo, em parte, da melhora do mercado imobiliário e do aumento das contratações no mercado de trabalho, que gerou de 507 mil postos no trimestre terminado em setembro, ante 200 mil no finalizado em junho, e 146 mil vagas no mês de novembro. A taxa de desemprego passou de 7,8% em setembro, para 7,7% em novembro, menor patamar desde dezembro de 2008.

O desempenho do mercado de trabalho se traduziu em maior dinamismo do consumo das famílias. Nesse sentido, a variação quadrimestral das vendas do varejo atingiu 2,7% em outubro, enquanto a variação anualizada dos gastos pessoais com consumo totalizou 1,2% no trimestre encerrado em novembro, contribuindo para que a taxa média trimestral de poupança recuasse para 3,5%, no período.

Na Área do Euro, o PIB registrou contração anualizada de 0,2% no terceiro trimestre de 2012, ante recuo de 0,7% no trimestre finalizado em junho, configurando-se recessão técnica na região. Ocorreram retrações na Itália, 0,8%; Espanha, 1,1%; e na Grécia, 6,9%; e expansões de 0,9% na Alemanha e na França. Nesse ambiente, a taxa de desemprego atingiu 11,7% em outubro maior patamar desde a criação do bloco, enquanto a produção industrial e as vendas no varejo registraram, na ordem, recuos mensais de 2,5% em setembro e de 1,2% em outubro. No mesmo sentido, o índice de sentimento econômico e o PMI total persistiram em níveis historicamente reduzidos, atingindo, na ordem, 85,7 e 46,6 pontos em novembro. Vale ressaltar que os PMIs das quatro maiores economias da região mantiveram-se em contração nos setores manufatureiro e de serviços, no período considerado.

9/ Variação interanual.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido, refletindo, em parte, estímulos associados à realização dos jogos olímpicos, atingiu 3,9% no terceiro trimestre de 2012, ante recuo de 1,5% no trimestre encerrado em junho. A contribuição da demanda interna somou 1,4 p.p., com ênfase no impacto das expansões respectivas de 2,5% e 2,2% no consumo das famílias e na formação bruta de capital fixo, enquanto a relativa ao setor externo atingiu 2,7 p.p., reflexo das variações registradas nas exportações, 6,9%, e nas importações, -1,6%. A taxa de desemprego atingiu, em média, 7,8% no trimestre encerrado em setembro, ante 8% naquele terminado em junho.

Ressalte-se, entretanto, que a economia do Reino Unido vem registrando menor dinamismo na margem. Nesse sentido, a produção industrial apresentou recuos mensais em agosto, setembro e outubro.

O PIB da economia japonesa apresentou recuo anualizado de 3,5% no terceiro trimestre, ante retração de 0,1% no trimestre encerrado em junho, resultado associado, em especial, às contrações respectivas de 18,9%, 11,3% e 1,7% nas exportações, nos investimentos privados não residenciais e no consumo privado. Em outubro, a produção industrial apresentou crescimento mensal de 1,8%, e as vendas no varejo, de 0,7%. As condições econômicas se traduzem no PMI que, em novembro, assinalou a sexta contração mensal consecutiva.

Na China, a variação trimestral anualizada do PIB atingiu 9,1% no trimestre encerrado em setembro, ante 8,2% e 6,1%, respectivamente, no segundo e no primeiro trimestres do ano. Sinalizando que a economia chinesa aparentemente atingiu uma região de estabilidade em termos de taxas de crescimento, ocorreram, em novembro, elevações interanuais nos investimentos em ativos fixos, 20,7%; nas vendas do varejo, 14,9%; e na produção industrial, 10,1%. Adicionalmente, o PMI atingiu 51,6 pontos em novembro, elevando-se 0,9 ponto em relação a outubro, registrando-se aumento de 1 ponto no indicador relacionado ao setor manufatureiro.

4.2 Política monetária e inflação

Nos EUA, a inflação anual ao consumidor (IPC) atingiu 2,2% em outubro, ante 2,0% em setembro e 1,7% em agosto, ressaltando-se o impacto do crescimento de 4,0% nos preços da energia. O deflator das despesas pessoais

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

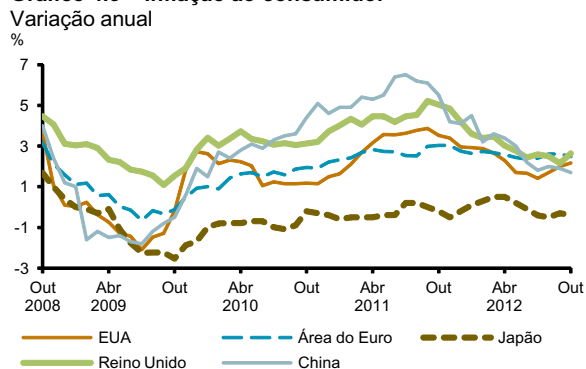


Gráfico 4.4 – Inflação de energia

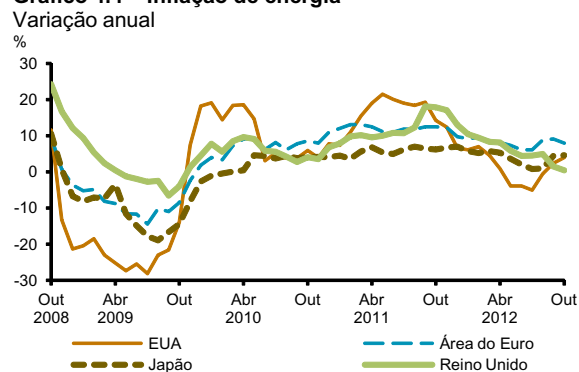


Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

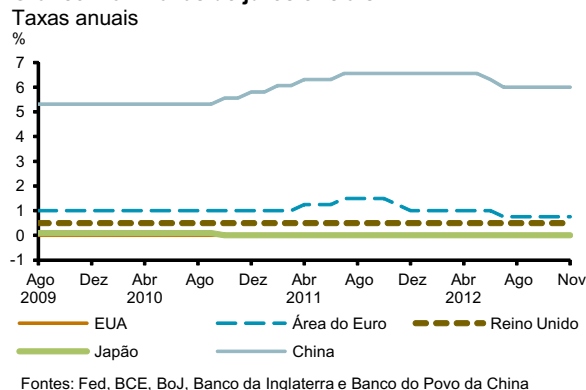
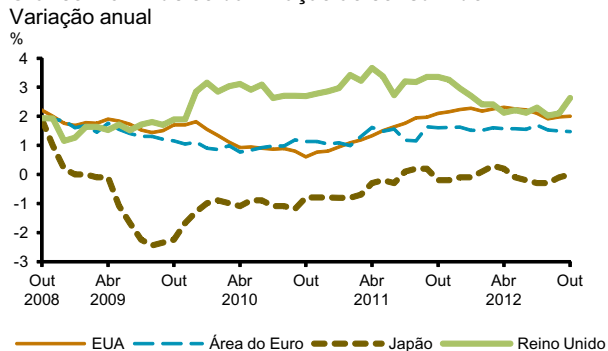


Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



registrou variações anuais de 1,7% em outubro e de 1,6% em setembro.

O Comitê Federal de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (Fed), visando manter a redução das taxas de juro de longo prazo, apoiar os mercados de hipotecas e tornar as condições financeiras mais acomodáticas, anunciou, em sua reunião de setembro, compras mensais adicionais de US\$40 bilhões de títulos de agências lastreados em hipotecas. Na reunião de dezembro, o Comitê explicitou que o nível excepcionalmente baixo para a meta da taxa dos *Fed funds*, no intervalo de 0 a 0,25% a.a. desde dezembro de 2008, será mantido enquanto a taxa de desemprego permanecer acima de 6,5%, a projeção da inflação no horizonte de um e dois anos não ultrapassar 2,5% e as expectativas de inflação de longo prazo continuarem bem ancoradas. Por fim, o Comitê confirmou que manterá a compra de *Treasuries* de longo prazo – inicialmente ao ritmo de US\$45 bilhões por mês – mesmo após a conclusão do programa de extensão da maturidade média de sua carteira de *Treasuries* (Operação *Twist*), previsto para o final do ano, e ratificou que dará seguimento à política de reinversão dos pagamentos de principal das dívidas de agências hipotecárias e dos títulos hipotecários por elas emitidos nesses mesmos títulos hipotecários.

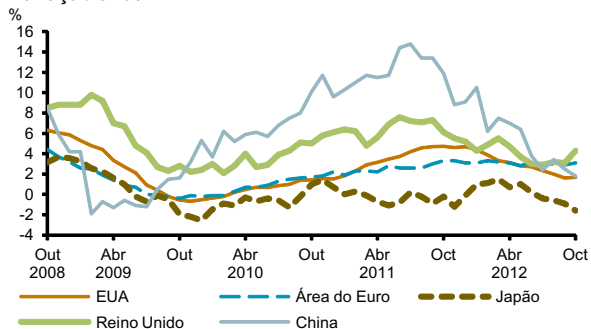
Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 2,5% em outubro, ante 2,6% em agosto e em setembro, ressaltando-se que a inflação anual da energia, embora recuasse para 8,0% em outubro, deverá seguir pressionando a variação anual do IPCH. Nesse cenário, o Banco Central Europeu (BCE) manteve, em dezembro, a taxa de juro de referência (*main refi rate*) em 0,75% a.a., e as taxas de juro aplicáveis à *deposit facility* e à *marginal lending facility*, em 0% e 1,5%, respectivamente, níveis nos quais se encontram desde julho deste ano.

Adicionalmente, evidenciando a necessidade de assegurar o mecanismo de transmissão da política monetária em todos os países da área do euro, o BCE anunciou, em 6 de setembro, programa de transações monetárias definitivas no mercado secundário de bônus soberanos, denominadas *Outright Monetary Transactions* (OMT). As OMTs, transações para as quais não há limites pré-estabelecidos, serão focadas na parte mais curta da curva de juros, em particular nos títulos com maturidade entre 1 e 3 anos.

No Reino Unido, a inflação anual atingiu 2,7% em outubro, ante 2,2% em setembro, aumento associado,

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Variação anual

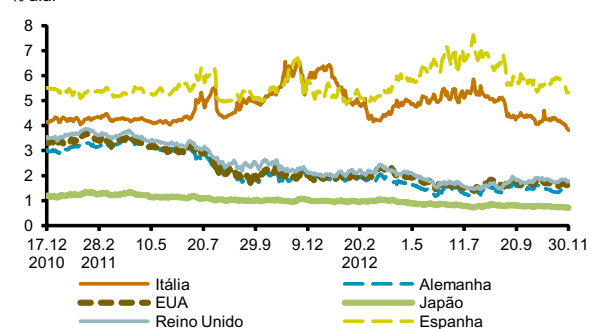


Fonte: Thomson

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

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos

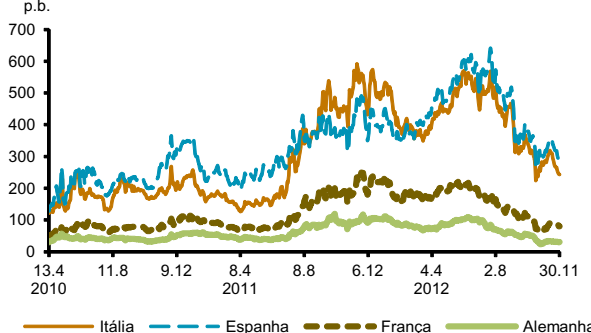
% a.a.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)

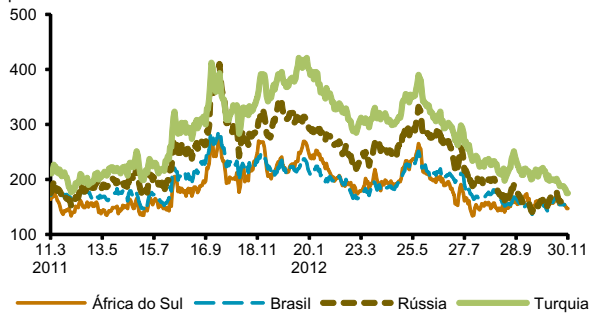
p.b.



Fonte: Bloomberg

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

p.b.



Fonte: Bloomberg

em especial, às elevações de 19,7% nas tarifas de ensino universitário (*tuition fees*), e de 3,4% nos preços dos alimentos e bebidas não alcoólicas. Considerando o caráter pontual do aumento mencionado, em cenário de esgotamento dos efeitos das elevações nos preços da energia e na alíquota do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), o comitê de política monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de novembro, a taxa básica de juros em 0,5% a.a. e o programa de compra de ativos em £375 bilhões.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu -0,4% em outubro, a despeito de os preços da energia elevarem-se 4,6%, enquanto seu núcleo, que exclui apenas alimentos *in natura*, manteve-se estável. Nesse contexto, o Banco do Japão (BoJ) manteve a taxa básica de juros (*uncollateralized overnight call rate*) no intervalo de 0% a 0,1%, mas, na reunião de outubro, ampliou o Programa de Compra de Ativos para ¥91 trilhões, devendo integralizar as compras adicionais, majoritariamente, em bônus governamentais (*Japanese Government Bonds – JGB*) e notas do Tesouro (*Treasury Discount Bills – T-bills*), até ao final de 2013.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,0% em novembro, ante 1,7% em outubro. Este nível reflete, em especial, a menor elevação dos preços dos alimentos, que atingiu 3,0% no período, ante 8,8% em igual intervalo do ano anterior. Nesse ambiente de inflação controlada, o Banco do Povo da China (BPC) manteve inalteradas a taxa básica de juros e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 6%, 18% e 20%, respectivamente.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Os mercados financeiros registraram redução da aversão ao risco em setembro e na primeira metade de outubro, trajetória associada à adoção de medidas adicionais de afrouxamento monetário nos EUA (*quantitative easing 3*); ao anúncio de novo programa de compra de ativos soberanos do BCE (OMT); e às medidas de incentivo a investimentos na China. Esse cenário sofreu, no entanto, reversão parcial a partir da segunda metade de outubro, em resposta às incertezas em relação à situação da Área do Euro (agravamento da situação grega); e aos receios de que dificuldades políticas inviabilizassem uma solução para o chamado abismo fiscal (*fiscal cliff*) nos EUA. Ao final de novembro, os indicadores passaram a apresentar

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

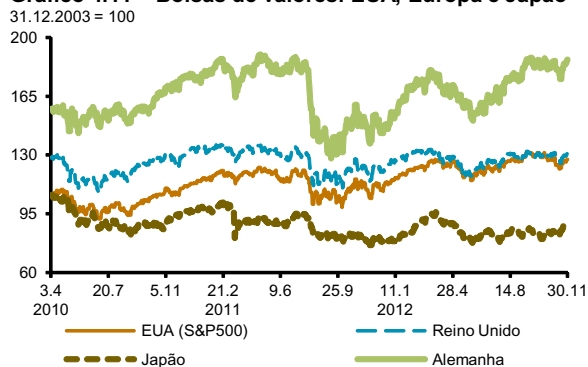


Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade

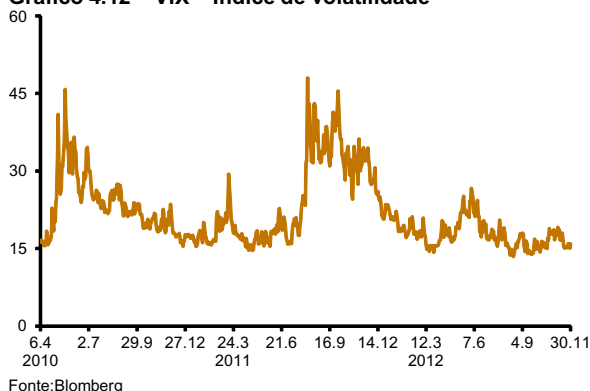


Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

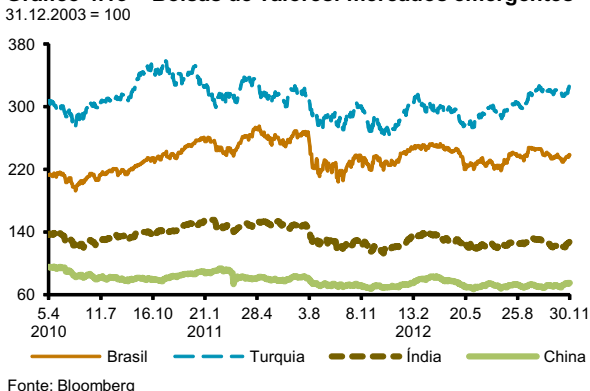
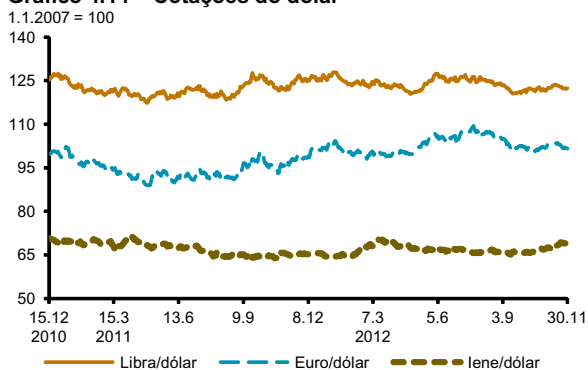


Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



desempenho mais favorável, refletindo superação de momento mais crítico.

Os rendimentos anuais dos títulos de dez anos dos países com problemas fiscais na Área do Euro recuaram, com os papéis da Espanha e Itália atingindo, na ordem, 5,34% e 3,87% ao final do trimestre encerrado em novembro.

A despeito de, no dia 19 de novembro, uma das principais agências de avaliação de risco de crédito ter rebaixado a nota de crédito da França, alegando necessidade de reformas estruturais no país, fragilidade do crescimento econômico e exposição excessiva do sistema bancário francês a países europeus com dificuldades fiscais, os prêmios de risco soberano recuaram no continente, no período em análise.

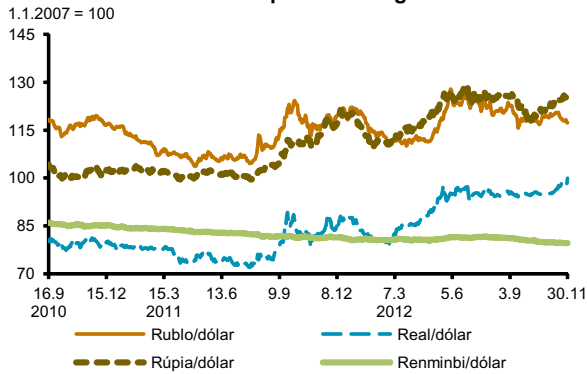
Os riscos soberanos de países europeus com dificuldades fiscais, medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS), após recuarem até meados de outubro, sob os efeitos das OMTs e das medidas adicionais de afrouxamento monetário de importantes bancos centrais, mais recentemente sofreram alguma pressão. Mesmo assim, os CDS soberanos da Itália, Espanha e França registraram, pela ordem, recuo líquido de 211 p.b., 221 p.b. e 58 p.b. no trimestre encerrado em novembro, atingindo 244 p.b., 284 p.b. e 80 p.b., respectivamente, ao final do período.

Em trajetória semelhante, o indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+) recuou 44 p.b., totalizando 269 p.b. ao final de novembro.

Os índices das principais bolsas de valores das economias maduras, refletindo o maior otimismo ao final do trimestre encerrado em novembro (possível saída negociada para evitar o *fiscal cliff* nos EUA e perspectiva de implementação de medidas para viabilizar a dívida grega), registraram avanço no período. Nesse cenário, os índices S&P 500, dos EUA; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; Nikkei, do Japão; e *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha, registraram variações respectivas de 0,68%, 2,72%, 6,86% e 6,24%, no trimestre.

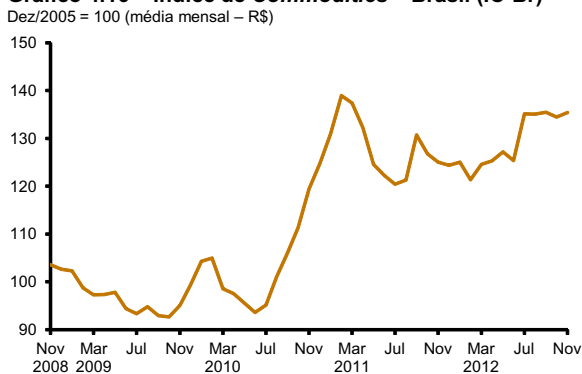
O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, recuou 1,6 ponto no trimestre finalizado em novembro, para 15,87 pontos, depois de ter atingido 13,88 pontos em 19 de setembro, menor valor do período.

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes



Os mercados acionários dos países emergentes registraram trajetórias semelhantes no trimestre finalizado em novembro. O *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; o *Shanghai Composite*, da China; o *Bombay Stock Exchange Sensitive Index (Sensex)*, da Índia; e o Ibovespa, do Brasil, valorizaram, na ordem, 11%, 6,8%, 2,5%, e 1,5%, no período.

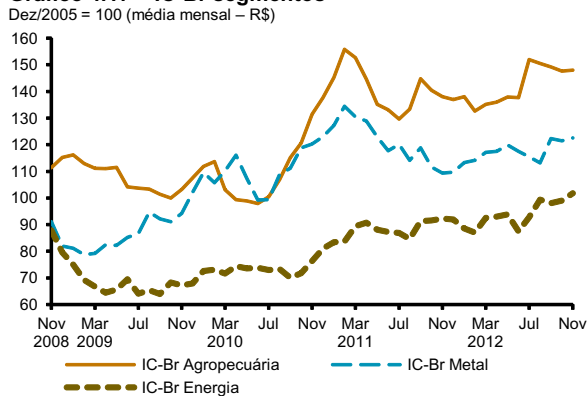
Gráfico 4.16 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)



O dólar dos EUA registrou, no trimestre encerrado em novembro, depreciação de 0,9% em relação ao euro e apreciação de 3,2% comparativamente ao iene japonês. No âmbito das moedas de economias emergentes, o dólar registrou depreciação de 1,9% ante o renminbi e apreciação de 5,2% frente ao real, no mesmo período.

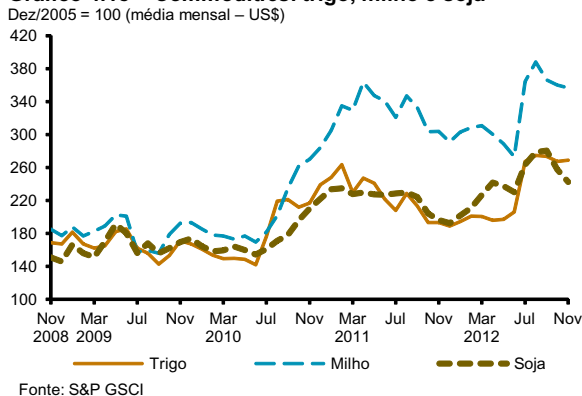
4.4 Commodities

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos



Os índices de preços de *commodities*, após avançarem acentuadamente em julho, registraram desvalorizações no trimestre encerrado em novembro, em resposta ao aumento de oferta nos segmentos agropecuário e energético. O índice *S&P e Goldman Sachs Spot* recuou 3,70% no trimestre, reflexo de variações respectivas de 8,05%, -4,96% e -6,82% nos índices relativos aos segmentos de *commodities* metálicas, energéticas e agropecuárias. O Índice de *Commodities – Brasil (IC-Br)*, calculado pelo Banco Central, considerando médias mensais das cotações em reais, recuou 0,3% no trimestre finalizado em novembro. Considerando médias trimestrais, o IC-Br aumentou 2,5% em relação ao trimestre terminado em agosto e 6% em relação a igual intervalo de 2011.

Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

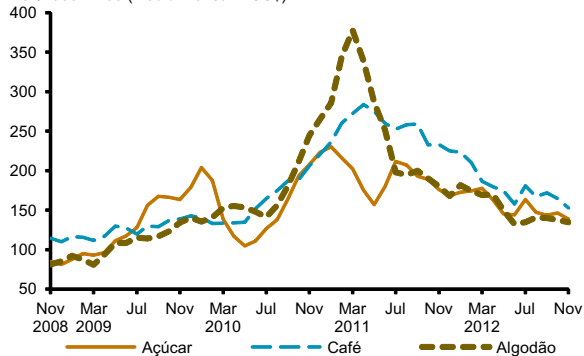


A trajetória dos preços internacionais das *commodities* agrícolas evidenciou a melhora nas perspectivas para as safras de milho e soja nos EUA, e o otimismo quanto à safra de grãos na América do Sul. Os preços dos itens açúcar, café e algodão refletiram, também, a moderação do ritmo de recuperação da economia mundial. De acordo com o índice da *Standard & Poor's (S&P)* e *Goldman Sachs*, os preços médios do trigo, algodão, açúcar, café, milho e soja recuaram, na ordem, 2,1%, 4,2%, 5,9%, 8,6%, 8% e 13%, no trimestre.

O aumento dos preços das *commodities* metálicas refletiu, fundamentalmente, o anúncio, pelo governo chinês, de pacote de investimentos em infraestrutura. Nesse cenário, de acordo com o índice da *S&P e Goldman Sachs*, ocorreram elevações nas cotações médias do chumbo, 14%, zinco, 5,4%, níquel, 3,7%, e cobre, 2,6%.

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

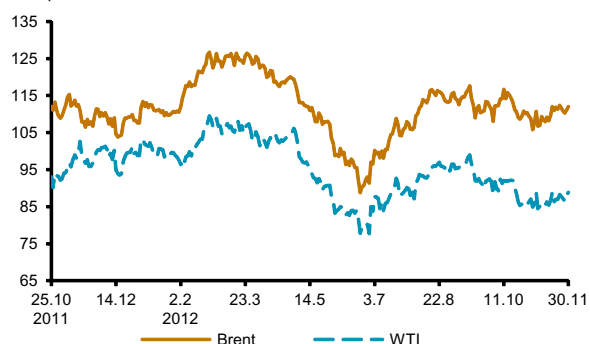
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Após registrar acentuada redução no semestre encerrado em agosto, a média mensal da cotação no mercado à vista chinês do minério de ferro de teor 63,5% cresceu 5,2% no trimestre finalizado em novembro, segundo o *Metal Bulletin*.

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, reduções de 7,8% e 3% no trimestre encerrado em novembro. Após aumentarem até o início de setembro, em decorrência de problemas de oferta em regiões produtoras e do aumento das tensões geopolíticas em relação ao Irã, as cotações da *commodity* passaram a refletir a reversão dessas condições e, em especial para o WTI, o acúmulo de estoques nos EUA.

4.5 Conclusão

O PIB das principais economias segue crescendo a taxas heterogêneas, e as perspectivas para 2013 são de baixo crescimento para a economia global nas economias maduras, principalmente na Europa, essas perspectivas refletem o nível elevado da taxa de desemprego por longo período, os ajustes fiscais implementados e seus efeitos sobre a atividade, o espaço limitado para políticas anticíclicas e incertezas políticas.

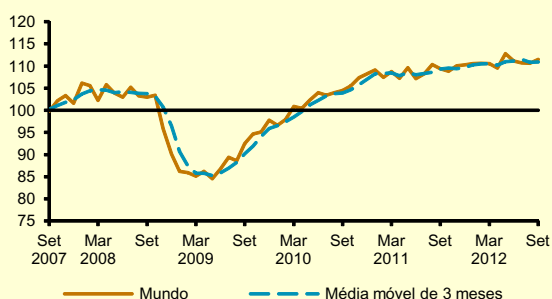
Ainda em relação às economias maduras, as políticas monetárias permanecem fortemente acomodáticas. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária apresenta viés expansionista, conjugando-se, em alguns casos, com outras ações anticíclicas.

Nesse cenário, houve valorização dos principais mercados acionários, aumentos nas cotações das *commodities* metálicas, bem como manutenção de trajetória de recuperação do setor imobiliário dos EUA.

O Comércio Internacional desde a Crise de 2007/2008

Gráfico 1 – Corrente de comércio de bens em volume

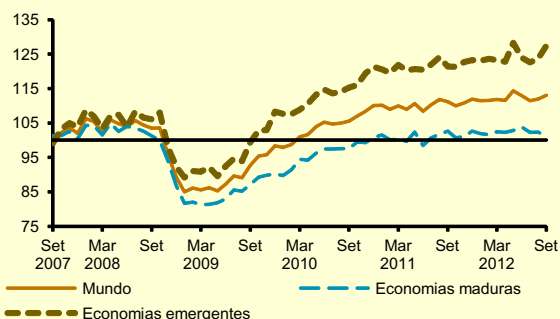
Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 2 – Exportações de bens em volume

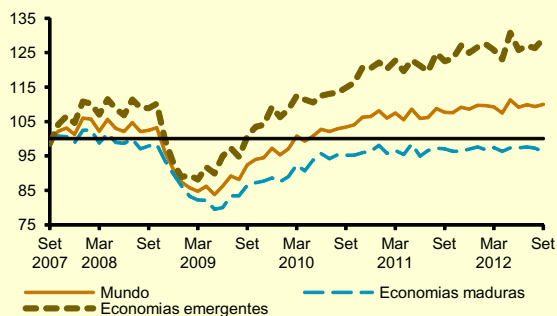
Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 3 – Importações de bens em volume

Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

A evolução do comércio exterior a partir do início da crise financeira internacional ainda em 2007 revela a importância das economias emergentes na atual dinâmica do comércio global. Nesse cenário, este box descreve as trajetórias do *quantum* das exportações e importações de bens, segmentadas por regiões geográficas, no período compreendido de setembro de 2007 a setembro de 2012.

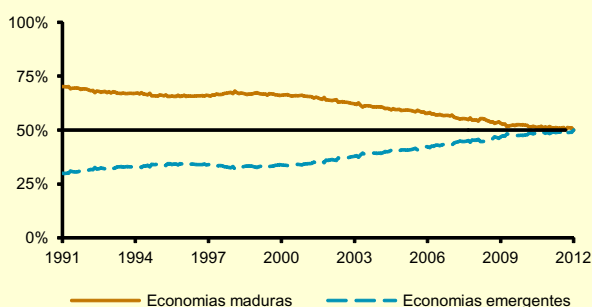
A corrente de comércio global de bens atingiu, em setembro de 2012, patamar 10% superior ao de igual mês de 2007 (Gráfico 1). Essa evolução refletiu, fundamentalmente, o dinamismo do comércio externo das economias emergentes.

De fato, conforme os Gráficos 2 e 3, enquanto as exportações e as importações das economias maduras registraram variações respectivas de 2,8% e -2,9% no período mencionado, acumulado até setembro, as relativas aos países emergentes elevaram-se, na ordem, 26,0% e 29,1%.

Ressalte-se que o aumento da participação relativa das economias emergentes no comércio internacional se intensificou no início da década passada, e esse processo não sofreu interrupção após a crise iniciada em 2007 (Gráfico 4). Nesse ano, o volume da corrente de comércio envolvendo os países emergentes representava 43,4% do comércio global de bens, antes cerca de 30% em 1991. Considerados os nove primeiros meses de 2012, a participação das economias emergentes na corrente de comércio mundial atingiu 49,2%.

Após a crise de 2008/2009, foi significativa a variância da dinâmica do comércio exterior das economias maduras (Gráficos 5 e 6).

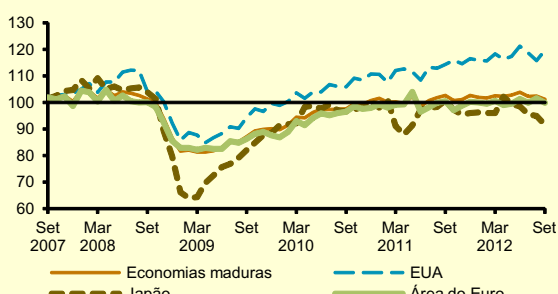
Gráfico 4 – Participação na corrente de comércio de bens



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 5 – Exportações de bens em volume das economias maduras

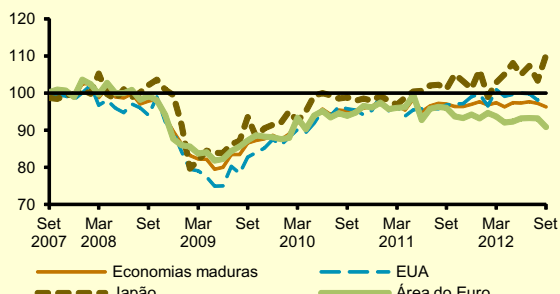
Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 6 – Importações de bens em volume das economias maduras

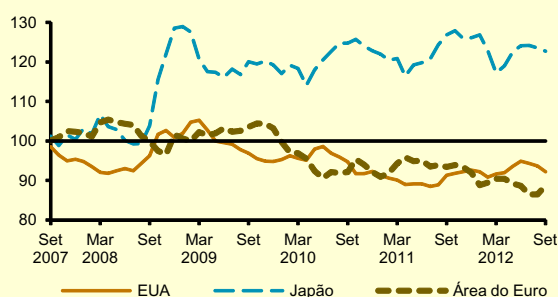
Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 7 – Taxas de câmbio reais efetivas das economias maduras

Média de 2007 = 100, valores acima de 100 indicam apreciação



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BIS

Nos Estados Unidos da América (EUA), as importações retomaram o patamar anterior à crise no decorrer de 2012, e o *quantum* das exportações vem apresentando, a partir de 2010, evolução mais acentuada do que nos demais blocos, o que, ao menos em parte, pode ser atribuído à evolução da taxa de câmbio (Gráfico 7).

Na Área do Euro, após forte recuperação até meados de 2011, as importações têm recuado, reflexo do processo recessivo em curso no bloco. As exportações, que também haviam apresentado trajetória crescente até o início de 2011, mantiveram-se relativamente estáveis até setembro de 2012.

As exportações do Japão foram as mais impactadas pela crise. Vale ressaltar que esse comportamento refletiu, em grande parte, a apreciação do iene; a concentração da pauta em produtos manufaturados, cuja demanda foi particularmente afetada pela crise; e a perda de mercado para outras nações asiáticas. Adicionalmente, cabe notar que a explosão da usina nuclear de Fukushima, em março de 2011, além do impacto negativo sobre as exportações, gerou uma crise energética, com desdobramentos sobre as importações de combustíveis.

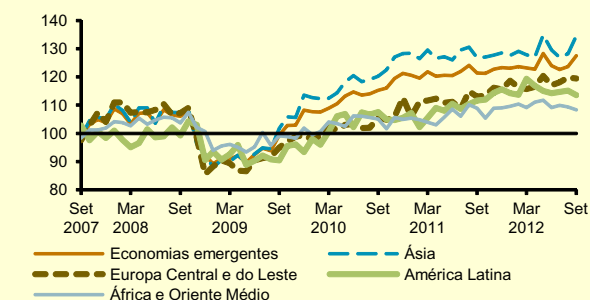
Por sua vez, a recuperação dos fluxos comerciais externos ocorreu de forma mais homogênea no âmbito dos países emergentes (Gráficos 8 e 9), com ênfase no dinamismo das economias asiáticas, nas quais, desde meados de 2010, as exportações e as importações encontram-se em patamar 30% superior ao registrado antes da crise. Essa trajetória decorre de estímulos introduzidos nas economias e, adicionalmente, em relação à Coreia do Sul, da depreciação cambial registrada no país

Na América Latina, as importações foram impactadas mais intensamente pela crise de 2008/2009 do que as exportações, em cenário de apreciação do dólar em resposta à saída de capitais e de desaceleração do ritmo da atividade na região. Ainda assim, em setembro de 2012, os fluxos mencionados encontravam-se, na ordem, em patamares 25% e 15% superiores aos vigentes antes da crise.

Na Europa Central e do Leste, as exportações se recuperaram em ritmo uniforme, enquanto a

Gráfico 8 – Exportações de bens em volume das economias emergentes

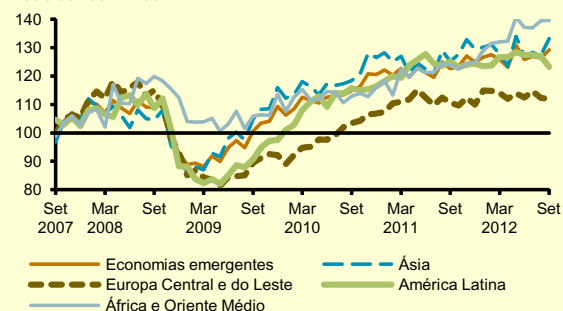
Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

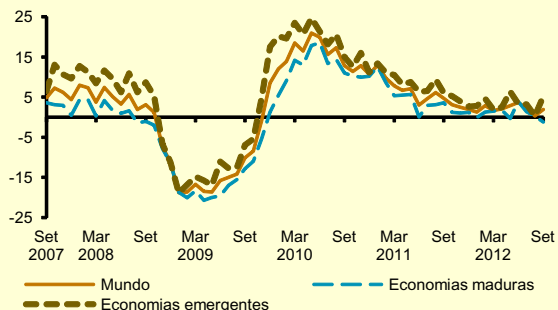
Gráfico 9 – Importações de bens em volume das economias emergentes

Média de 2007 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Gráfico 10 – Variação interanual da corrente de comércio de bens em volume



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

retomada das importações ocorreu com defasagem em relação aos demais blocos de países emergentes. Ressalte-se a estagnação das importações desde o início de 2011, em parte, devido aos efeitos sobre a demanda interna decorrentes da elevada integração do bloco com os demais países europeus.

As importações e as exportações de bens da África e do Oriente Médio situavam-se, em setembro de 2012, em níveis 35% e 10% superiores, respectivamente, aos observados antes da crise.

O comércio internacional de bens registrou menor dinamismo ao longo de 2012, com expansão de 2,1% nos nove primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, ante média interanual de 6,0% nos últimos 20 anos (Gráfico 10). Houve moderação tanto no âmbito das economias maduras quanto das emergentes, cujas correntes de comércio cresceram 0,9% e 3,4%, respectivamente, no período.

Em resumo, a participação dos países emergentes no comércio internacional de bens vem crescendo e tende a superar a das economias maduras no decorrer de 2013. Esses desenvolvimentos se alinham à maior relevância das economias emergentes para a dinâmica de crescimento global.

O desempenho do déficit em transações correntes nos onze primeiros meses de 2012 refletiu, sobretudo, retrações nas despesas líquidas de lucros e dividendos e no superávit comercial. O déficit em transações correntes atingiu 2,3% do PIB no período de doze meses encerrado em novembro, financiado integralmente pelo afluxo de capitais para Investimento Estrangeiro Direto (IED).

O menor dinamismo das exportações mostrou-se consistente com o ritmo moderado da atividade da economia mundial e com os recuos nos preços de *commodities* relevantes para a pauta do país, a exemplo do minério de ferro. As importações, apesar do crescimento moderado da atividade doméstica nos três primeiros trimestres do ano, registraram contração de menor intensidade, contribuindo para que o superávit da balança comercial recuasse 33,8% nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

A redução no saldo comercial neste ano deverá ser compensada pelo recuo nas remessas líquidas de rendas. Ao mesmo tempo, a desaceleração no ritmo de crescimento das despesas líquidas da conta de serviços e a manutenção de superávit nos fluxos líquidos de transferências unilaterais correntes contribuem para a estabilidade do resultado em transações correntes.

Os fluxos de ingressos líquidos de IED excederam o déficit em transações correntes em US\$14,1 bilhões (0,7% do PIB), nos onze primeiros meses do ano. Adicionalmente, em contraste à ausência de ingressos de capitais estrangeiros de curto prazo, os fluxos líquidos de investimento externo de longo prazo sob a forma de ações, títulos de renda fixa e empréstimos permanecem positivos, ampliando a solidez da estrutura de financiamento do balanço de pagamentos.

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011			2012	
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov
Comercial	2,5	42,3	43,9	-2,4	12,6
Exportação	20,2	230,6	251,2	15,4	209,2
Importação	17,6	188,3	207,2	17,8	196,5
Financeiro ^{1/}	-3,5	25,0	21,3	7,3	10,9
Compras	21,6	353,5	394,0	33,0	350,6
Vendas	25,1	328,6	372,7	25,8	339,7
Saldo	-0,9	67,2	65,3	4,9	23,5

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-nov	2012	222 832	205 634	17 198	428 465
Jan-nov	2011	233 912	207 919	25 993	441 832
Var. %		-4,7	-1,1	-33,8	-3,0

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

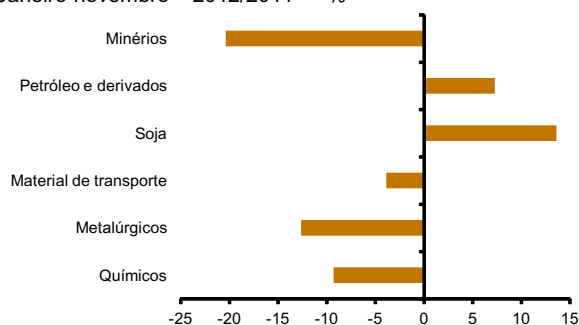
Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	1021,5	964,6	-5,6
Básicos	488,9	451,0	-7,8
Industrializados	511,2	492,1	-3,7
Semimanufaturados	145,3	131,2	-9,7
Manufaturados	365,9	360,9	-1,4
Operações especiais	21,3	21,6	1,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtos

Janeiro-novembro – 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\$23,5 bilhões de janeiro a novembro de 2012, ante US\$67,2 bilhões em igual período do ano anterior. A redução refletiu, em especial, a retração de US\$29,6 bilhões no segmento comercial, decorrente de recuo de 9,3% nas operações de exportação e expansão de 4,4% nas relativas a importação. O superávit do segmento financeiro atingiu US\$10,9 bilhões, ante US\$25 bilhões nos onze primeiros meses de 2011.

No ano, até novembro, a atuação do Banco Central no mercado de câmbio resultou em compras líquidas de US\$18,2 bilhões, integralmente liquidadas até maio, das quais US\$11,2 bilhões no mercado à vista. 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\$914 milhões, ao final de novembro deste ano.

5.2 Comércio de bens

O superávit da balança comercial somou US\$17,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano, recuando 33,8% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações decresceram 4,7% e as importações, 1,1%, totalizando US\$222,8 bilhões e US\$205,6 bilhões, respectivamente. Na mesma base de comparação, a corrente de comércio reduziu 3%.

A média diária das exportações decresceu 5,6% nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual período do ano anterior, resultado de retrações nas vendas externas de produtos semimanufaturados, 9,7%; básicos, 7,8%; e de manufaturados, 1,4%, cujas participações no total exportado variaram -0,6 p.p., -1,1 p.p., e 1,6 p.p., respectivamente, no período.

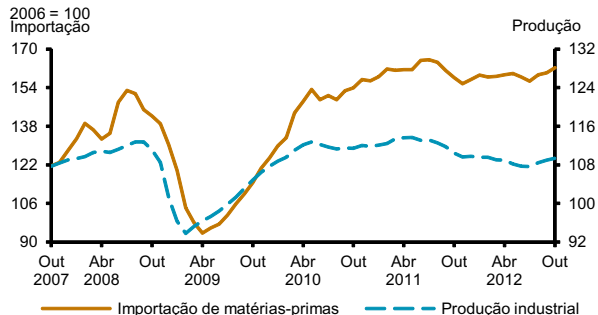
A média diária das importações recuou 2% na mesma base de comparação, com ênfase nas retrações de 20,1% nas aquisições de automóveis de passageiros, inibidas pela cobrança de IPI adicional desde o final de 2011, e de 2,7% nas relativas a combustíveis e lubrificantes, influenciadas por modificação na sistemática de registro das importações de petróleo e derivados, conforme Instrução Normativa

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

Discriminação	US\$ milhões		
	2011	2012	Var. %
Total	907,9	890,2	-2,0
Bens de capital	191,3	193,4	1,1
Matérias-primas	410,9	398,3	-3,1
Bens de consumo	160,0	156,8	-2,0
Duráveis	96,4	88,7	-8,0
Automóveis de passageiros	47,0	37,6	-20,1
Não duráveis	63,6	68,2	7,2
Combustíveis e lubrificantes	145,6	141,7	-2,7
Petróleo	61,5	52,6	-14,5
Demais	84,2	89,1	5,9

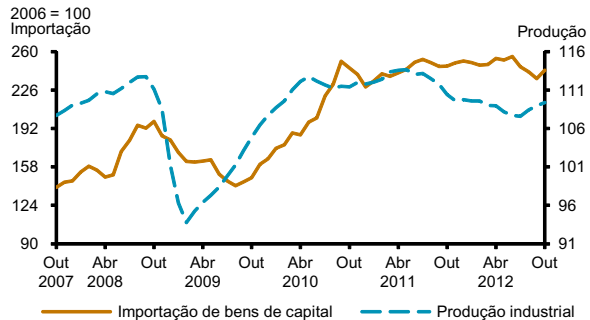
Fonte: MDIC/Secex

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



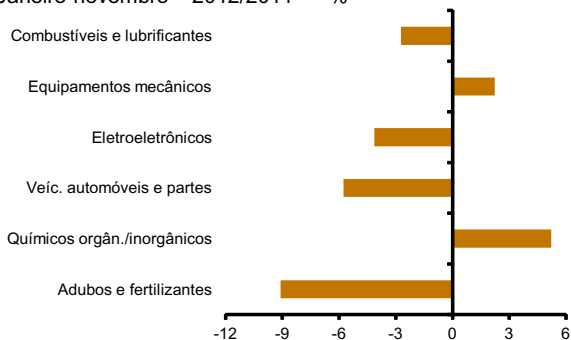
Fontes: Funcex e IBGE

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



Fontes: Funcex e IBGE

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



Fonte: MDIC/Secex

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

da Receita Federal em vigor desde julho. As importações médias diárias de matérias-primas decresceram 3,1% no período, enquanto as relacionadas a bens de consumo não duráveis, bens de consumo duráveis – exceto automóveis, e a bens de capital registraram aumentos respectivos de 7,2%, 3,4% e de 1,1%.

A redução na corrente de comércio brasileira nos onze primeiros meses de 2012 evidenciou movimentos na mesma direção, mas em intensidade distinta, no comércio com os principais parceiros do país. Nesse sentido, as transações externas com a América Latina e Caribe recuaram 6,4% em relação aos fluxos dos onze primeiros meses de 2011, com destaque para a retração de 14,4% no comércio bilateral com a Argentina. A corrente de comércio com os países da Área do Euro recuou 2,8%, na mesma base de comparação, seguindo-se as reduções no comércio com a Ásia, 2,2%, e com os EUA, 0,5%.

A Ásia, principal destino das exportações nos onze primeiros meses de 2012, adquiriu 30,8% das vendas externas no período, das quais 55,4% direcionadas à China. As vendas externas aos EUA representaram 11,2% do total, ante 10% de janeiro a novembro de 2011, enquanto a participação da Argentina decresceu 1,5 p.p., para 7,5%, evolução decisiva para a redução de 1,3 p.p. registrada na participação das vendas externas à América Latina e Caribe.

As importações provenientes da Ásia representaram 31,3% das compras externas nos onze primeiros meses de 2012, das quais 49,3% originárias da China, principal mercado fornecedor de bens ao Brasil. As importações procedentes dos EUA e da Argentina representaram, na ordem, 14,6% e 7,2% das aquisições no período. Ocorreram, na mesma base de comparação, elevações nas participações das importações oriundas da União Europeia, 0,9 p.p.; Oriente Médio, 0,7 p.p.; Ásia, 0,3 p.p.; e demais países da América Latina e Caribe, exceto Argentina, 1 p.p., e recuos nas originárias da Europa Oriental, 0,5 p.p., e da África, 0,7 p.p., esse evidenciando a retração das compras de petróleo nigeriano.

A redução de 4,7% registrada nas exportações de janeiro a novembro de 2012, em relação ao período correspondente do ano anterior, decorreu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de variações -4,6% nos preços e de 0,3% no *quantum*. No âmbito dos preços das exportações, ocorreram reduções respectivas de 8,1% e 6,3% nos relativos a produtos básicos e a semimanufaturados, e elevação de 0,4% nos relacionados

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

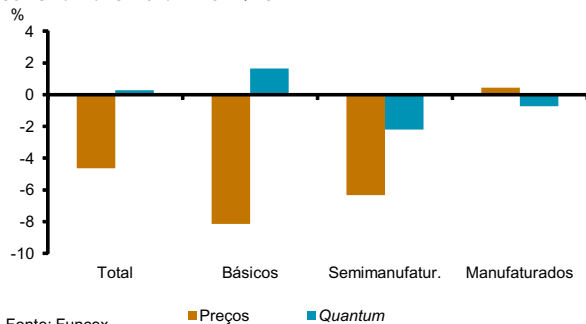
Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2011	2012	Var. %	2011	2012	Var. %	2011	2012
Total	1021	965	-5,6	908	890	-2,0	114	74
A.Latina e Caribe	226	201	-11,1	151	152	0,7	75	49
Mercosul-5	130	99	-23,6	83	76	-7,8	47	23
Argentina	91	72	-21,2	68	64	-5,2	23	8
Demais	38	27	-29,5	15	12	-19,5	24	15
Demais	96	102	5,9	68	76	10,9	28	26
EUA ^{1/}	102	108	5,7	137	130	-5,1	-35	-22
UE	212	196	-7,5	185	190	2,6	27	6
Europa Oriental	22	17	-19,7	21	15	-25,1	1	2
Oriente Médio	50	46	-7,6	25	31	23,8	25	15
Ásia	307	297	-3,2	282	279	-1,1	25	19
China	178	165	-7,3	132	137	4,3	46	27
Outros	130	133	2,4	150	141	-5,9	-21	-9
África	19	48	157,3	63	55	-12,2	-44	-7
Demais	85	52	-39,1	44	38	-14,3	40	14

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

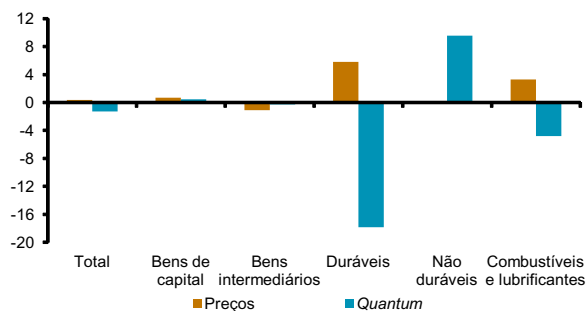
Janeiro-novembro – 2012/2011



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-novembro – 2012/2011



Fonte: Funcex

a bens manufaturados. A sustentação do volume exportado refletiu o crescimento de 1,6% no *quantum* de produtos básicos e as retrações respectivas de 2,2% e de 0,7% nas quantidades embarcadas de bens semimanufaturados e manufaturados.

O decréscimo de 1,1% nas importações de janeiro a novembro de 2012, em relação a igual período de 2011, resultou de elevação de 0,4% nos preços e recuo de 1,3% no *quantum*. Destacaram-se, no âmbito dos preços, as elevações nas categorias de bens de consumo duráveis, 5,8%, e combustíveis e lubrificantes, 3,3%, e a redução de 1,1% na categoria matérias primas e produtos intermediários. A retração do volume importado refletiu, em especial, as reduções nas quantidades importadas bens de consumo duráveis, 17,9%, e de combustíveis e lubrificantes, 4,8%, contrastando com a expansão de 9,6% no *quantum* de bens de consumo não-duráveis.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes atingiu US\$45,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano, ante US\$46,5 bilhões no mesmo período de 2011. Considerados intervalos de doze meses, o déficit das transações correntes somou US\$51,8 bilhões (2,3% do PIB) em novembro.

As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$36,7 bilhões de janeiro a novembro de 2012. O aumento de 6,8% registrado em relação ao período correspondente do ano anterior refletiu, em grande parte, a expansão de 13,3%, para US\$16,9 bilhões, no déficit da conta aluguel de equipamentos. As despesas líquidas relativas a viagens internacionais cresceram 4,4%, para US\$14,2 bilhões, resultado de elevações respectivas de 2,7% e 3,9% nos gastos de turistas estrangeiros no Brasil e de brasileiros no exterior. As despesas líquidas com transportes somaram US\$8 bilhões, elevando-se 5,7% no período.

As despesas líquidas com juros atingiram US\$9,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2012, ante US\$8 bilhões em igual período do ano anterior. A redução nas taxas de juros nos mercados internacionais contribuiu para que os pagamentos ao exterior decrescessem 4,7%, para US\$15 bilhões. Pela mesma razão, as receitas de juros recuaram 31,2% no período, somando US\$5,3 bilhões, dos quais US\$4 bilhões relativos à remuneração das reservas internacionais.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2011			2012			2013
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,6	-46,5	-52,5	-6,3	-45,8	-52,5	-65,0
Balança comercial	0,6	26,0	29,8	-0,2	17,2	19,0	17,0
Exportações	21,8	233,9	256,0	20,5	222,8	245,0	268,0
Importações	21,2	207,9	226,2	20,7	205,6	226,0	251,0
Serviços	-2,9	-34,4	-38,0	-3,2	-36,7	-39,7	-43,7
Transportes	-0,8	-7,6	-8,3	-0,8	-8,0	-8,7	-9,2
Viagens internacionais	-1,0	-13,6	-14,7	-1,3	-14,2	-15,5	-16,3
Computação e inform.	-0,2	-3,4	-3,8	-0,2	-3,4	-3,8	-3,9
Aluguel equipamentos	-1,4	-14,9	-16,7	-1,4	-16,9	-18,5	-20,3
Demais	0,5	5,1	5,6	0,6	5,8	6,8	6,0
Rendas	-4,6	-40,9	-47,3	-3,0	-28,9	-34,6	-41,3
Juros	-0,4	-8,0	-9,7	-1,0	-9,6	-11,4	-12,0
Lucros e dividendos	-4,2	-33,4	-38,2	-2,0	-19,7	-23,7	-30,0
Salários e ordenados	0,0	0,5	0,6	0,0	0,5	0,5	0,8
Transferências corrent.	0,2	2,8	3,0	0,2	2,6	2,8	3,0

1/ Projeção.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$19,7 bilhões de janeiro a novembro de 2012. A redução de 41% em relação a igual período de 2011 evidenciou o impacto da moderação no ritmo da atividade interna e da depreciação da taxa de câmbio nominal. Ressalte-se, na composição das remessas líquidas, o aumento, de US\$1,8 bilhão para US\$4,3 bilhões, nas receitas de lucros e dividendos. As despesas brutas de lucros e dividendos atingiram US\$24 bilhões, recuando 31,7% no período. As empresas industriais e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 53,1% e de 43,2% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com preponderância de operações de empresas dos segmentos de bebidas, serviços financeiros, e veículos automotores.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$2,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2012, recuando 6,4% 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\$1,1 bilhão, decrescendo 10,4% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$71,1 bilhões nos onze primeiros meses deste ano, ante US\$104,3 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$3,1 bilhões, refletindo, principalmente, amortizações líquidas de US\$10,3 bilhões de empréstimos intercompanhia. 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\$7,2 bilhões no ano, até novembro, ante US\$17,5 bilhões em igual intervalo de 2011.

Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$59,9 bilhões, dos quais US\$47,5 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$12,3 bilhões a empréstimos intercompanhias, decrescendo 0,2% ante o nível recorde registrado nos onze primeiros meses de 2011. Dentre os ingressos brutos na modalidade IED – Participação no capital, destacaram-se as empresas receptoras, no Brasil,

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2011			2012			2013
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	8,0	104,3	110,8	6,9	71,1	76,9	68,0
Investimentos diretos	3,4	63,4	67,7	6,1	63,0	65,0	55,0
Brasileiros no exterior	-0,6	3,4	1,0	1,5	3,1	2,0	-10,0
Estrangeiros no país	4,1	60,0	66,7	4,6	59,9	63,0	65,0
Participação	3,4	49,3	54,8	2,9	47,5	53,0	55,0
Intercompanhias	0,7	10,8	11,9	1,7	12,3	10,0	10,0
Investimentos em carteira	3,5	34,0	35,3	1,7	7,6	9,6	7,2
Ativos	0,2	14,4	16,9	-0,2	-7,1	-6,5	-2,0
Passivos	3,3	19,6	18,5	1,9	14,7	16,1	9,2
Derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Outros investimentos	1,0	6,9	7,8	-0,9	0,4	2,3	5,8
Ativos	-0,2	-38,7	-39,0	-4,4	-19,3	-23,4	-9,0
Passivos	1,2	45,6	46,8	3,5	19,7	25,7	14,9

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos - itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2011			2012			2013
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	4,6	59,1	63,2	3,6	36,1	40,2	28,6
Bônus públicos	1,1	1,7	1,7	-	3,9	3,9	-
Títulos privados	1,8	23,5	25,5	1,9	11,7	13,8	7,1
Empréstimos diretos	1,7	33,9	36,1	1,7	20,5	22,6	21,4
Empréstimos CP	-0,4	1,2	2,3	-	-1,7	-	-
Títulos CP (líq.)	-	-3,5	-6,3	-	-0,1	-0,1	-
Portfolio no país (líq.)	0,6	5,5	6,2	0,3	8,2	9,5	10,0
Taxas de rolagem ^{3/}							
Total:	854%	487%	460%	267%	196%	180%	100%
Títulos	1064%	622%	530%	829%	237%	195%	100%
Empréstimos diretos	708%	423%	421%	151%	179%	172%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos

dos setores de metalurgia, produtos alimentícios, serviços financeiros, comércio e seguros, resseguros, previdência complementar e planos de saúde.

Os investimentos de brasileiros em carteira, no exterior, registraram aplicações líquidas de US\$7,1 bilhões nos onze primeiros meses do ano, dos quais de US\$4,9 bilhões sob a forma de títulos estrangeiros. A demanda de residentes por ações de empresas estrangeiras resultou em aplicações líquidas de US\$2,2 bilhões.

Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$14,7 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras atingindo US\$2,3 bilhões. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$5,6 bilhões, ante saídas líquidas de US\$445 milhões nos onze primeiros meses de 2011.

Os investimentos estrangeiros em títulos de curto prazo negociados no exterior somaram amortizações líquidas de US\$125 milhões no ano, até novembro, ante amortizações de US\$3,5 bilhões em igual intervalo do ano anterior. As *notes* e *commercial papers* de longo prazo, negociadas no exterior, acumularam ingressos líquidos de US\$6,8 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$11,7 bilhões e amortizações de US\$4,9 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 237%, ante 622% nos onze primeiros meses de 2011. Os bônus da República negociados no exterior apresentaram ingressos líquidos de US\$140 milhões, resultado de captações de US\$3,9 bilhões – Global 21, US\$825 milhões; BRL 24, US\$1,7 bilhão, Global 23, US\$1,4 bilhão – e amortizações, incluindo recompras no mercado secundário, de US\$3,7 bilhões.

Os outros investimentos brasileiros no exterior apresentaram aplicações líquidas de US\$19,3 bilhões nos onze primeiros meses de 2012, destacando-se a concessão líquida de empréstimos e créditos comerciais de US\$15,2 bilhões, e as reduções de depósitos detidos por bancos brasileiros no exterior de US\$1,1 bilhão e por outros setores de US\$2 bilhões.

A conta outros investimentos estrangeiros no Brasil, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos, agências de financiamento e organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registrou ingressos líquidos de US\$19,7 bilhões. Os créditos comerciais de curto prazo

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011		2012		2013
	Jan-nov	Ano	Jan-nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	288,6	288,6	352,0	352,0	378,8
Compras líquidas do Bacen	50,1	50,1	18,2	18,1	0,1
A termo	2,2	2,2	7,0	7,0	-
Spot	47,9	47,9	11,2	11,2	-
Linhas com recompra	-	-	-	-0,1	0,1
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-7,2	-7,2	-6,5	-6,6	-3,9
Desembolsos	0,5	0,5	-	-	-
Amortizações	-4,1	-4,1	-3,4	-3,4	-0,8
Juros	-3,6	-3,6	-3,2	-3,2	-3,0
Remuneração das reservas	5,9	6,3	4,0	4,4	5,0
Outras variações	6,9	6,5	4,4	4,4	-
Variações por preço	4,9	5,8	1,9	1,9	-
Variações por paridades	0,4	-1,0	0,9	0,9	-
Demais ^{2/}	1,6	1,7	1,6	1,6	-
Compras do Tesouro Nacional	7,7	7,7	6,5	6,6	3,9
Variação total	63,5	63,4	26,5	26,8	5,1
Posição das reservas – Caixa	352,1	352,0	378,6	378,8	383,9
Saldo de linhas com recompra	-	-	-	0,1	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	353,4	352,0	377,2	378,9	383,9

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	Jun	Set	Nov ^{2/}
Exportações de bens	201,9	256,0	254,9	246,6	245,0
Exportações de bens e serviços	233,5	294,2	295,0	286,5	285,3
Serviço da dívida	46,3	52,6	47,4	46,6	50,1
Dívida externa total	256,8	298,2	302,9	308,7	310,8
Dívida externa total líquida	-50,6	-72,9	-94,1	-92,2	-89,2
Reservas internacionais	288,6	352,0	373,9	378,7	378,6
PIB	2 144	2 475	2 367	2 317	2 278
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	12,0	12,0	12,8	13,3	13,6
Dívida total líquida/PIB (%)	-2,4	-2,9	-4,0	-4,0	-3,9
Dívida total/exportações	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,3	-0,3	-0,4	-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	18,6	18,9	20,5
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,8	17,9	16,1	16,3	17,6
Reservas/dívida externa total (%)	112,4	118,0	123,4	122,7	121,8

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

2/ Dados estimados.

junto a fornecedores somaram ingressos líquidos de US\$17,8 bilhões e os empréstimos de longo prazo, desembolsos líquidos de US\$6,9 bilhões, destacando-se os empréstimos diretos bancários, US\$9 bilhões, com taxa de rolagem de 179% no período; e os desembolsos líquidos de organismos internacionais, US\$1,8 bilhão, e de agências, US\$1,5 bilhão. Os empréstimos junto a compradores registraram amortizações líquidas de US\$5,4 bilhões.

Os empréstimos estrangeiros de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$1,7 bilhão, ante ingressos líquidos de US\$1,2 bilhão nos onze primeiros meses de 2011.

As reservas internacionais totalizaram US\$378,6 bilhões em novembro, elevando-se US\$26,5 bilhões em relação a dezembro de 2011. Nesse período, as compras liquidadas 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 atingiram US\$4 bilhões. O Tesouro Nacional liquidou compras de US\$6,5 bilhões no mercado de câmbio, para servir sua dívida externa denominada em bônus.

Considerado o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais no conceito liquidez, que incorpora o estoque de operações de linhas com recompras, totalizariam US\$378,9 bilhões ao final de 2012. Incluindo o ocorrido até novembro, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$4,4 bilhões; e aquisição em mercado da totalidade do serviço da dívida externa denominada em bônus da República, composto por despesas de juros de US\$3,2 bilhões e amortizações de US\$3,4 bilhões.

Para 2013, projeta-se crescimento de US\$5 bilhões, para US\$383,9 bilhões, para as reservas no conceito liquidez, com a receita de remuneração das reservas atingindo US\$5 bilhões. Os recursos em moeda estrangeira para servir a dívida externa do Tesouro Nacional, projetados em US\$3,9 bilhões, por hipótese, devem ser obtidos em mercado.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Consideradas as posições de novembro de 2012 e de dezembro de 2011, o serviço da dívida externa acumulado

em doze meses decresceu 4,7% e as exportações de bens recuaram 4,3%, resultando em manutenção em 20,5% na razão entre estes indicadores.

Ocorreram, no período, aumento de 4,2% na dívida externa total, recuo de 8% no PIB expresso em dólares, e ampliação da posição credora da dívida total líquida, resultando em elevação de 1,6 p.p. da relação dívida total/PIB, para 13,6%, e redução de 1 p.p. da relação dívida total líquida/PIB, para -3,9%.

A relação entre a dívida total e as exportações elevou-se de 1,2 para 1,3, enquanto a razão entre a dívida total líquida, superavitária, e as exportações, passou de -0,3 para -0,4. Adicionalmente, a razão entre reservas internacionais e dívida externa total atingiu 121,8%, em novembro de 2012, ante 118%, em dezembro de 2011.

5.6 Conclusão

A projeção anual do déficit em transações correntes para 2012 apresenta estabilidade, tanto em termos nominais quanto como percentual do PIB, na comparação com 2011. As incertezas quanto à duração e intensidade da crise internacional, e a volatilidade do mercado financeiro, não constituíram obstáculos aos fluxos de capitais estrangeiros direcionados ao Brasil.

Apesar da retração nominal dos ingressos líquidos de IED nos onze primeiros meses de 2012, em relação ao período correspondente de 2011, a contração desses fluxos em escala mundial foi superior e, dessa forma, a participação do Brasil como receptor dos fluxos mundiais de IED tem avançado.

A manutenção das taxas de rolagem em níveis superiores a 180% e de influxos moderados, mas positivos, destinados a instrumentos de carteira negociados no país sustentam as condições confortáveis de financiamento ao balanço de pagamentos brasileiro. Adicionalmente, o estoque de reservas internacionais, em patamar 4,8 vezes superior ao da dívida externa vincenda em doze meses, é indicativo importante da solidez da posição externa da economia brasileira.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2012 e 2013

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2011			2012			2013
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes:	-6,6	-46,5	-52,5	-6,0	-45,6	-52,5	-65,0
Balança comercial	0,6	26,0	29,8	-0,2	17,2	19,0	17,0
Exportações	21,8	233,9	256,0	20,5	222,9	245,0	268,0
Importações	-21,2	-207,9	-226,2	-20,7	-205,7	-226,0	-251,0
Serviços e Rendas	-7,4	-75,2	-85,3	-6,0	-65,4	-74,3	-85,0
Viagens	-1,0	-13,6	-14,7	-1,3	-14,2	-15,5	-16,3
Juros	-0,4	-8,0	-9,7	-0,9	-9,5	-11,4	-12,0
Lucros e dividendo	-4,2	-33,4	-38,2	-2,0	-19,7	-23,7	-30,0
Demais	-1,8	-20,3	-22,7	-1,8	-22,0	-23,7	-26,7
Transferências	0,2	2,8	3,0	0,2	2,6	2,8	3,0
Conta capital e financ	8,2	105,7	112,4	6,9	68,9	75,0	70,0
Conta capital	0,1	1,4	1,6	0,2	-2,0	-1,9	2,0
Investim. brasileiros ^{3/}	-0,6	-20,9	-21,1	-3,1	-23,8	-27,9	-21,0
Investim. estrangeir	9,2	108,2	116,9	6,8	80,2	88,1	76,1
IED	4,1	60,0	66,7	4,5	59,8	63,0	65,0
Ações totais ^{3/}	0,5	6,9	7,2	-0,3	2,4	3,5	5,0
Títulos no país	0,1	-0,4	-0,1	0,6	5,6	6,0	5,0
Emprést. e tit. LP	4,9	44,0	47,1	2,0	13,6	15,7	1,1
Títulos públicos	1,1	-3,1	-3,6	-	0,1	0,1	-0,8
Títulos privados	1,6	19,8	21,2	1,7	6,9	6,7	-
Empréstimos dir.	1,5	25,9	27,5	0,6	9,1	9,8	-
Demais ^{4/}	0,7	1,4	2,0	-0,3	-2,4	-0,9	1,9
Emprést. e tit. CP	-0,4	-2,3	-4,0	-	-1,2	-0,2	-
Demais ^{5/}	-0,5	17,1	15,1	3,0	14,5	16,8	13,0
Erros e omissões	-0,4	-1,1	-1,3	0,0	1,0	-	-
Ativos de reserva	-1,1	-58,1	-58,6	-0,4	-23,8	-22,6	-5,0
Memo:							
Transações corr./PIB (%)		-2,0	-2,1		-2,2	-2,3	-2,7
IED / PIB (%)		2,6	2,7		2,9	2,8	2,7

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

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

Este box apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2012 e as primeiras estimativas para 2013. A revisão considera os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de setembro, as atualizações em relação às tendências do cenário econômico internacional e brasileiro, e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque do endividamento externo do país e ao seu serviço.

Para 2012, a projeção para o déficit em transações correntes foi reduzida para US\$52,5 bilhões, equivalente a 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB). As remessas líquidas para serviços e rendas, antes previstas em US\$73,8 bilhões, foram revisadas para US\$74,3 bilhões. O saldo comercial foi acrescido de US\$1 bilhão, para US\$19 bilhões, já acumulando US\$17,2 bilhões no ano até novembro. Essa alteração decorreu, sobretudo, da redução das importações projetadas, de US\$230 bilhões para US\$226 bilhões, repercutindo retrações de quantidades importadas superiores às estimadas anteriormente. Adicionalmente, as exportações previstas recuaram de US\$248 bilhões para US\$245 bilhões.

A projeção para o déficit na conta de serviços passou de US\$39,1 bilhões, no Relatório de Inflação de setembro, para US\$39,7 bilhões, fundamentalmente em função da elevação, de US\$13,5 bilhões para US\$15,5 bilhões, das despesas líquidas relativas a viagens internacionais, cuja dinâmica tem sido influenciada pela expansão da renda interna. As despesas líquidas com juros foram elevadas para US\$11,4 bilhões, enquanto as referentes a lucros e dividendos foram reduzidas para US\$23,7 bilhões, representando decréscimo de 37,9% em relação a 2011. A projeção para transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a

manutenção de residentes, foi mantida em US\$2,8 bilhões.

O superávit estimado para a conta financeira foi reduzido para US\$76,9 bilhões e a projeção dos investimentos brasileiros diretos, alterada de aplicações líquidas de US\$1 bilhão para retornos líquidos de US\$2 bilhões, exclusivamente em função de operações de empréstimo entre empresas de mesmo grupo de origem de capital brasileira. A previsão para ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) em 2012, incorporados os valores médios observados nos meses recentes, foi revista de US\$60 bilhões para US\$63 bilhões.

Dentre os investimentos em carteira, a projeção para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em renda fixa no país foi elevada de US\$5 bilhões para US\$6 bilhões, e a relativa a ingressos líquidos em ações, reduzida de US\$7 bilhões para US\$3,5 bilhões. A previsão de desembolsos líquidos de títulos privados e empréstimos de médio e longo prazos foi revisada de US\$9 bilhões para US\$15,7 bilhões e a relacionada à taxa de rolagem do endividamento externo do país, de 140% para 180%. Na ausência de novas captações em dezembro, a taxa de rolagem atingiria 147%.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá totalizar superávit de US\$23,5 bilhões, ante US\$22,2 bilhões na projeção anterior, ocorrendo absorção pelo Banco Central de US\$18,1 bilhões e ampliação dos ativos do setor bancário no exterior de US\$5,4 bilhões.

Para 2013, estima-se déficit em conta corrente de US\$65 bilhões (2,7% do PIB). O aumento em relação à projeção para 2012 reflete, em parte, a redução de US\$2 bilhões, para US\$17 bilhões, no superávit da balança comercial, resultado de aumentos anuais respectivos de 9,4% e 11,1% nas exportações e das importações, que deverão totalizar, na ordem, US\$268 bilhões e US\$251 bilhões. A corrente de comércio deverá expandir 10,2% no ano.

A projeção para o déficit da conta de serviços em 2013 atinge US\$43,7 bilhões. O aumento anual de 10,1% está associado, principalmente, às elevações nas despesas líquidas de aluguel de equipamentos, viagens

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões							
	2011			2012			2013	
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	
Transações correntes	-7,0	-52,1	-58,5	-6,6	-49,8	-56,9	-70,0	
Capitais (líquido)	2,4	101,2	105,5	8,8	68,9	80,4	71,0	
Inv. Estrangeiro Direto	4,1	60,0	66,7	4,6	59,9	63,0	65,0	
Inv. Estrangeiro Carteira	0,6	6,4	7,0	0,3	7,6	9,5	10,0	
Empréstimos MLP	4,3	38,1	40,9	3,0	18,3	18,6	0,7	
Crédito comerciais	2,4	28,8	28,9	2,4	10,2	17,3	16,3	
Bancos	-0,3	6,2	7,5	-0,8	-7,1	-3,0	0,3	
Demais	2,7	22,6	21,4	3,1	17,3	20,3	16,0	
Inv. Brasileiro no Ext.	-5,2	-21,8	-24,0	-0,9	-22,2	-22,5	-20,0	
Demais	-3,8	-10,4	-14,0	-0,5	-4,9	-5,5	-1,0	
Hiato financeiro	-4,6	49,0	46,9	2,2	19,1	23,5	1,0	
Compras líquidas BCB	0,0	-50,1	-50,1	-	-18,2	-18,1	-	
Depósitos de bancos	4,6	1,1	3,2	-2,2	-0,9	-5,4	-1,0	

1/ Projeção. Inclui compras líquidas do BCB liquidadas até 7 de dezembro de 2012.

internacionais e transportes, projetadas, na ordem, em US\$20,3 bilhões, US\$16,3 bilhões e US\$9,2 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos estão previstas em US\$30 bilhões para 2013, ressaltando-se que a expansão anual de 26,6% considera a intensificação do atual processo de retomada da atividade econômica interna. A projeção relativa a pagamentos líquidos de juros, considerada a posição de endividamento externo de setembro de 2012, atinge US\$12 bilhões, enquanto os ingressos líquidos de transferências unilaterais estão estimados em US\$3 bilhões.

Os ingressos líquidos de IED para 2013 estão projetados em US\$65 bilhões, ressaltando-se que embora os fluxos mundiais de IED se encontrem em redução, o Brasil vem absorvendo parcela crescente destes recursos, movimento que deve se manter em 2013, favorecido pelo cenário de aceleração da atividade doméstica, proximidade de eventos esportivos e exploração do pré-sal. Estima-se, portanto, que o IED financie integralmente o déficit de US\$65 bilhões projetado para as transações correntes.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior, evidenciando o impacto do processo de internacionalização das empresas brasileiras, atenuado parcialmente pela trajetória desfavorável dos principais mercados do exterior, deverão registrar aplicações líquidas de US\$10 bilhões, ante retornos líquidos de US\$2 bilhões previstos para 2012.

Os investimentos líquidos em ações e papéis domésticos foram estimados em US\$10 bilhões, para 2013, ante US\$9,5 bilhões projetados para 2012. Registre-se o impacto favorável do incentivo fiscal concedido à emissão, no mercado doméstico, de debêntures com prazo igual ou superior a quatro anos, destinadas a projetos de infraestrutura e com potencial para atrair capitais estrangeiros. As taxas de rolagem, de forma conservadora, deverão situar-se em 100%, mantendo o estoque de endividamento nas modalidades de empréstimo direto e títulos privados negociados no exterior.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá ser superavitário em 2013, acumulando US\$1 bilhão.

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 setembro de 2012. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2014 e para o crescimento do PIB até o terceiro 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 7,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 27 e 28 de novembro, 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 disponíveis até a data de corte em 7 de dezembro 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 5,53% em novembro, 1,11 p.p. abaixo da registrada no mesmo mês de 2011. Os preços livres variaram 6,23% em doze meses até novembro (0,56 p.p. menos do que em novembro de 2011) e os administrados por contrato e monitorados, 3,50% (2,77 p.p. menos do que em novembro de 2011). Embora se mostrem decrescentes, pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas – em parte, devido a fatores climáticos, externos e domésticos – determinaram alta de 10,08% nesse grupo em doze meses até novembro, com repercussões sobre a trajetória recente dos preços livres. No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 8,17%, e a dos comercializáveis, 4,10%. Por sua vez, a inflação do setor de serviços, que vem sistematicamente se mantendo em patamar superior à do total dos preços livres, atingiu 8,24% em doze meses até novembro. Em síntese, a inflação de serviços ainda segue em níveis elevados, são decrescentes as pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas e a variação dos preços administrados tem sido bastante moderada.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A variação média mensal alcançou 0,51% em outubro e 0,60% em novembro, e em doze meses atingiu 5,37% em novembro (6,72% em novembro de 2011). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas sem suavização passou de 0,46% em outubro para 0,61% em novembro, e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,54% para 0,49%. Já o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,55% em outubro para 0,62% em novembro. O núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,51% em outubro para 0,63% em novembro; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,48% em outubro para 0,64% em novembro.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 62,72% em novembro, valor inferior ao registrado em novembro de 2011 (67,19%) e acima da média histórica de 60,59% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice avançou para 65,93% em novembro, 3,19 p.p. acima da registrada no trimestre encerrado em agosto e 2,13 p.p. acima do patamar verificado em novembro de 2011.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando

comparada com a inflação ao consumidor, foi de 0,25% em novembro (7,22% em doze meses), após variação de -0,31% em outubro (7,41% em doze meses). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 7,73% em doze meses até novembro, influenciado pelo segmento agropecuário (17,15%) – que foi impactado por choques de oferta –, e por moderada variação no segmento de produtos industriais (4,38% em doze meses até novembro). A variação em doze meses do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 5,89% em novembro (0,39 p.p. abaixo da observada até novembro de 2011). Já o INCC, componente de menor peso no IGP-DI, acumulou alta de 7,06% em doze meses até novembro (ante 8,09% até novembro de 2011), resultado da variação de 9,21% no custo de mão de obra e de 4,90% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O indicador coincidente de alta frequência da atividade econômica, IBC-Br, que fornece estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, contraiu 0,5% em setembro, após expandir 1,0% em agosto, considerando dados dessazonalizados. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, houve expansão de 0,4% em setembro e de 2,7% em agosto, nos dados sem ajuste sazonal. A taxa de crescimento acumulada em doze meses recuou de 1,2% em agosto para 1,1% em setembro.

O ICC, da FGV, recuou em outubro e novembro, embora ainda se mantenha acima de sua média histórica. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM) avançou pelo quarto mês consecutivo, em novembro, em função de melhora na percepção sobre a situação atual. Por sua vez, a confiança do empresário industrial continua em trajetória de recuperação gradual. De fato, em outubro, o ICI atingiu o maior valor desde junho de 2011 na série dessazonalizada, antes de apresentar ligeiro recuo em novembro, mas ainda assim o indicador de novembro ficou 4,5 p.p. acima do registrado em novembro de 2011. Já o ICS registrou em novembro o terceiro avanço mensal consecutivo em função de melhoras nas expectativas dos empresários do setor de serviços. Em suma, há evidência de recuperação gradual da confiança do empresário da indústria e do setor de serviços, e, no caso do consumidor, apesar de certa acomodação na margem, a confiança se encontra em patamar elevado.

A produção industrial registrou crescimento de 2,3% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, após treze meses de variações negativas nessa base de comparação. Em relação ao mês anterior, a atividade fabril aumentou 0,9% em outubro, após recuo de 0,6% em setembro, de acordo com a série da produção industrial geral

dessazonalizada pelo IBGE. Assim, a variação da média móvel trimestral passou de 0,4% em setembro para 0,6% em outubro. Entre as categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis expandiu 1,4% em outubro, a de bens intermediários, 0,6%; enquanto a de não duráveis e semiduráveis recuou 0,3%, e a de bens de capital, 0,6%, na mesma base de comparação. Em doze meses, a produção industrial acumulou perda de 2,7% em outubro, com variação negativa em todos os segmentos: bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-0,4%); bens duráveis (-5,1%); bens intermediários (-1,7%) e bens de capital (-10,1%). Por outro lado, no que se refere ao faturamento da indústria de transformação, houve crescimento real de 3,4% entre janeiro e outubro deste ano em relação ao mesmo período do ano anterior, a despeito do recuo de 1,6% no número de horas trabalhadas, segundo dados da CNI.

O Nuci na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, passou de 84,2% em outubro para 84,0% em novembro (0,7 p.p. acima do registrado em novembro de 2011). A utilização da capacidade se manteve estável no setor de bens de consumo (85,7%) e recuou no de bens de capital (para 81,4%). No setor de bens intermediários e no de materiais de construção, o Nuci se posicionou em 84,7% e 89,4%, respectivamente, na série dessazonalizada. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 81,4% em setembro para 80,9% em outubro. Em relação a estoques, os níveis se encontram baixos no setor de bens de consumo e elevados no setor de bens de capital e de materiais de construção, de acordo com o indicador dessazonalizado da sondagem realizada pela FGV.

O comércio varejista continua apresentando dinâmica mais favorável do que a indústria. De fato, o volume de vendas no comércio ampliado no terceiro trimestre de 2012 cresceu 1,7% em relação ao trimestre anterior, após expansão de 3,2% no segundo trimestre. Assim, a taxa de crescimento acumulada em doze meses até setembro foi de 6,6%, com expansão em todos os dez grupos de atividades pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista restrito cresceram 8,1%, nessa base de comparação, com destaque para as vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (13,3%) e de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação (17,9%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.

A economia brasileira cresceu 0,6% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 0,2%, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre de 2011, o crescimento no terceiro trimestre alcançou 0,9% ante 0,5% no segundo. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres se deslocou de 1,2% para 0,9%, do segundo para o terceiro trimestre. A produção agropecuária e a industrial aumentaram 2,5% e 1,1%, respectivamente, no terceiro trimestre, em relação ao anterior. Na mesma base de comparação, o valor adicionado pelo setor de serviços permaneceu inalterado.

Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – continua robusto e, na margem, avançou 0,9% no terceiro trimestre e 3,4% em relação ao mesmo trimestre de 2011 – trigésima sexta expansão consecutiva nessa base de comparação. O consumo do governo aumentou 3,2% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (0,1% na margem). Por sua vez, a FBCF contraiu 5,6% em relação ao terceiro trimestre de 2011 (-2,0% na margem). A lenta recuperação da confiança, em parte, explica porque os investimentos ainda não reagiram aos estímulos introduzidos na economia. No que se refere ao comércio exterior, houve expansão de 0,2% nas exportações na margem (com recuo de 3,2% em relação ao terceiro trimestre de 2011) e recuo de 6,5% nas importações (-6,4% sobre igual período do ano anterior). Em particular, as vendas externas para a Argentina, para a União Europeia e para o Japão continuam sendo impactadas negativamente pela fragilidade da atividade econômica nessas regiões.

O IBGE divulgou as taxas de desemprego, relativas a outubro, para as seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação passou de 5,5% em setembro para 5,4% em outubro, situando-se próxima ao mínimo da série histórica iniciada em 2002 (5,3% em agosto de 2012). Assim, o nível de ocupação – que representa a proporção de pessoas ocupadas em relação às pessoas em idade ativa – atingiu novo máximo histórico em outubro (55,0%), confirmando a tendência observada ao longo dos últimos anos. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 4,6% em outubro em relação ao mesmo mês de 2011, e a massa salarial real, considerando-se o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 7,8% em relação a outubro de 2011. Por sua vez, o emprego formal celetista permanece em expansão, ainda que em ritmo mais

moderado. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram acrescidos 954 mil postos de trabalho entre novembro de 2011 e outubro de 2012, ante 1,66 milhão em doze meses até outubro 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 – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. A propósito, note-se que, de modo geral, a expansão do mercado de crédito tem se verificado em ambiente de redução de taxas de juros ao tomador de empréstimos. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 11,3% em outubro de 2012, em relação ao mesmo mês do ano anterior, alcançando R\$710,6 bilhões. No mesmo período, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 38,8%, atingindo R\$263,2 bilhões. Os indicadores de inadimplência têm mostrado certa estabilidade, na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo, com tendência de redução, haja vista as perspectivas de continuidade da recuperação da atividade econômica doméstica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.197,3 bilhões em outubro de 2012, volume 15,9% maior do que o observado no mesmo período de 2011. Houve expansão tanto nos empréstimos e financiamentos com recursos direcionados – cujo montante somou R\$469,1 bilhões – quanto nas operações com recursos livres – que totalizaram R\$728,2 bilhões. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$8,9 bilhões nos doze meses até outubro de 2012. Vale notar, ainda, que nesse período houve emissões primárias no mercado acionário em abril, junho, julho e outubro de 2012. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$107,2 bilhões em doze meses até outubro, destacando-se a emissão de R\$35 bilhões por parte de empresas de arrendamento mercantil.

No que se refere à balança comercial, o saldo acumulado em doze meses alcançou US\$21,0 bilhões em novembro (US\$31,3 bilhões em novembro de 2011). Esse resultado adveio de US\$245,0 bilhões em exportações e US\$224,0 bilhões em importações, com variações de -3,9% e 0,2%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2011. O *quantum*

exportado registrou alta de 0,4% e o preço médio das exportações, queda de 1,9%, considerando os doze meses encerrados em outubro de 2012. Já o *quantum* importado diminuiu 0,1% no período, e o preço médio aumentou 2,5%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$52,2 bilhões em outubro, equivalente a 2,3% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$26,7 bilhões. Note-se que os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$66,0 bilhões em doze meses até outubro, equivalente a 2,9% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do último Relatório, houve acomodação nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco. Ações não convencionais de política, anunciadas desde então por economias maduras, tendem a aumentar a liquidez nos respectivos mercados e contribuir para o recuo da probabilidade de ocorrência de eventos extremos. Desde o último Relatório, indicadores antecedentes apontam atividade global moderada, notadamente no setor manufatureiro, com alguma recuperação na margem nos Estados Unidos e nas principais economias emergentes, em contraste com deterioração na Zona do Euro. A despeito da acomodação nos indicadores de risco e de sinais de recuperação da atividade em certas regiões, a economia global ainda enfrenta período de incerteza acima da usual, com desequilíbrios fiscais persistentes e perspectivas de baixo crescimento por período prolongado.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* diminuiu desde o último Relatório para níveis em torno de US\$110. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, o comportamento desde a divulgação do último Relatório foi heterogêneo, com variação negativa nas *commodities* agrícolas; e positiva nas metálicas. Na data de corte de 7 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), acumulava recuo de 1,5% desde 6 de setembro.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2012 recuou

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

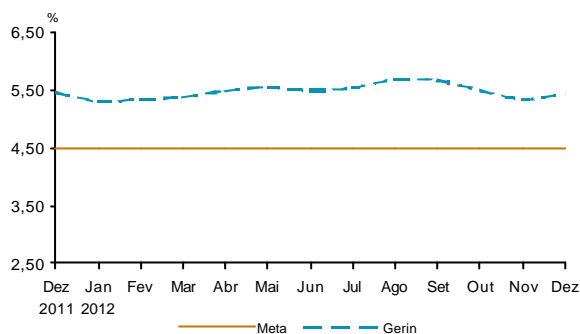


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2013

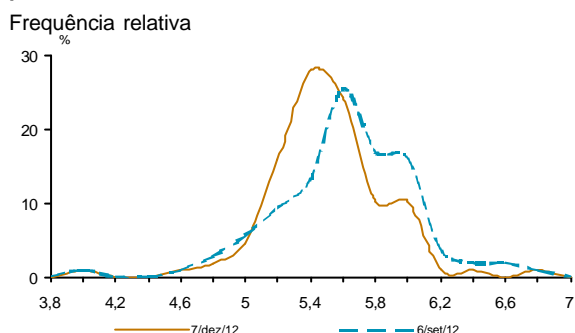


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013

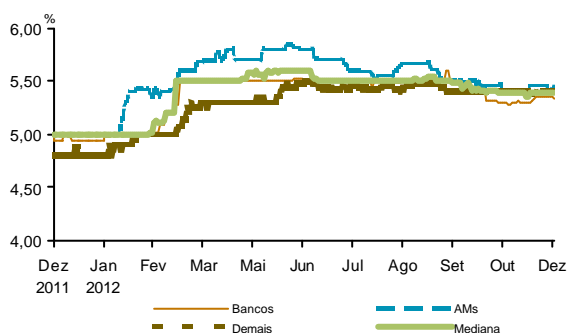
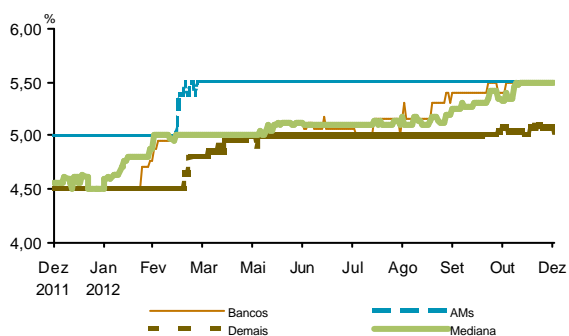


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2014



desde a divulgação do último Relatório, de 1,62% em 6 de setembro para 1,03% em 7 de dezembro; enquanto, para 2013, deslocou-se 4,00% para 3,50%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação deslocou-se de 5,24% para 5,58%, para 2012; de 5,54% para 5,40%, para 2013; e de 5,14% para 5,50%, para 2014. Já a inflação projetada para os próximos doze meses recuou de 5,66% para 5,44%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do último Relatório, houve diminuição da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2013, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,42% para 0,36%.

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 se encontravam, na data de corte de 7 de dezembro, em 5,58%, 5,58% e 5,57%, respectivamente, ante 5,23%, 5,30% e 5,23%, no último Relatório. Para 2013, conforme o Gráfico 6.3, ficaram em 5,34%, 5,45% e 5,40%, segundo a mesma ordem, ante 5,50%, 5,63% e 5,48% no Relatório de setembro. Para 2014, conforme mostra o Gráfico 6.4, as medianas ficaram em 5,50%, 5,50% e 5,02%, segundo a mesma ordem, ante 5,15%, 5,50% e 5,00% registrados em setembro de 2012.

6.2 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, desde o último Relatório mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada. De fato, as evidências apontam taxas de crescimento, em economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial, apesar de sinais de aceleração do ritmo de atividade em importantes economias emergentes. Confirmaram-se as perspectivas de moderação das pressões localizadas de preços no segmento de *commodities* agrícolas, que haviam surgido entre o segundo e o terceiro trimestre deste ano e decorreram de choques desfavoráveis de oferta. Do lado interno, desde a divulgação

do último Relatório, novas informações apontam recuperação da atividade em ritmo inferior ao que se antecipava, mas o cenário prospectivo contempla ritmo de atividade mais intenso nos próximos semestres. A moderação do mercado de crédito – em particular no segmento voltado ao consumo das famílias – e a materialização das trajetórias para as variáveis fiscais também se apresentam como aspectos importantes do contexto doméstico.

No âmbito internacional, prevalecem perspectivas de baixo crescimento das economias maduras por período prolongado de tempo. Nos Estados Unidos, a despeito da recente melhora do mercado imobiliário, o ritmo de atividade segue negativamente influenciado pelo cenário de contenção fiscal – com o risco de “abismo fiscal” –, e pelo frágil mercado de trabalho, apesar de melhora na margem, bem como pelos riscos associados à crise europeia. Na Zona do Euro, incertezas políticas se somam ao ambiente recessivo e ao ceticismo quanto à solidez do sistema bancário em algumas economias da região. Em importantes economias maduras, restrições à 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.

Nas principais economias emergentes, o ritmo de atividade continua amparado pela resiliência da demanda doméstica, muito embora o Copom reconheça que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros, à corrente de comércio e ao fluxo de investimentos. O Comitê também destaca a relevância da transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários; e consumo, no caso das famílias. Especificamente sobre a economia chinesa, desde o último Relatório, emergiram sinais de estabilização do ritmo de crescimento – que tende a se consolidar em patamar abaixo do observado em anos anteriores. Para as demais economias emergentes da Ásia, bem como para as da América Latina, de modo geral, as perspectivas são favoráveis.

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. Embora tenham recuado desde o último Relatório, permanecem elevados os preços de seguro

contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos, especialmente na Zona do Euro, assim como remanescem evidências de deslocamento de liquidez privada entre países da Zona do Euro, na direção de economias que apresentam sólidos fundamentos. Apesar da complexidade que cerca o ambiente externo, o Comitê pondera que diminuiu a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

Nos mercados internacionais, observa-se moderação de pressões localizadas de preços no segmento de *commodities* agrícolas, que haviam surgido entre o segundo e o terceiro trimestre deste ano e decorreram de choques desfavoráveis de oferta. De fato, desde o último Relatório, o IC-Br permaneceu estável, quando medido em moeda nacional, com o aumento de preços de metálicas e energéticas sendo compensado pelo recuo dos preços de agrícolas (quando medido em dólares, o IC-Br recuou).

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve, desde o último Relatório, a volatilidade característica, e permaneceu em torno de US\$110. 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, em ambiente global no qual prevalece excesso historicamente elevado de capacidade ociosa.

Em resumo, apesar de sinais recentes indicarem certa estabilização, o ainda frágil cenário internacional se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o cenário central contempla dinâmica relativamente benigna para os preços das *commodities* nos mercados internacionais.

No âmbito interno, o ritmo de atividade neste segundo semestre tem se mostrado menos intenso do que se antecipava. Conforme dados das Contas Nacionais divulgados pelo IBGE, relativos ao terceiro trimestre, indústria e agropecuária, em certa medida, mostraram reação aos estímulos introduzidos na economia, e a estabilidade do setor de serviços refletiu eventos que tendem a não se repetir. A demanda doméstica continuou sendo o principal suporte da economia, com o consumo das famílias sendo estimulado pela expansão moderada do crédito, pela geração de empregos e de renda. Por outro lado, a lenta recuperação da confiança contribuiu para que os investimentos ainda não mostrassem reação aos estímulos introduzidos na economia.

O Copom avalia, entretanto, 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 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 dos empresários criam boas perspectivas para o investimento nos próximos semestres. O Comitê pondera ainda que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para expansionista.

O Copom avalia que são limitados os riscos de descompasso – em segmentos específicos dos mercados de bens e de serviços – entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda.

Em termos de mercado de fatores, 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. O Comitê destaca que um aspecto crucial nessas circunstâncias é a possibilidade de o aquecimento no mercado de trabalho 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.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, derivados da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura. Entretanto, o Comitê nota certo arrefecimento nesses riscos decorrentes de mecanismos formais e informais de indexação salarial. Contribui para isso, entre outros fatores, o fato de que, nos próximos anos, o reajuste do salário mínimo será marcadamente menor do que o concedido em 2012. A importante redução no ritmo de crescimento desse parâmetro tende a suavizar a dinâmica dos salários de um modo geral, com repercussões sobre os custos de produção, sobretudo em segmentos intensivos em mão de obra. Além disso, no setor público, negociações já finalizadas apontam moderação dos ganhos salariais nos próximos três anos. Nesse contexto, para a economia como um todo, antecipam-se variações salariais mais condizentes com os ganhos de produtividade.

Sobre o fator capital, os investimentos mantiveram desempenho insatisfatório desde o último Relatório. O terceiro trimestre de 2012 registrou o quinto recuo consecutivo na FBCF, na comparação com o trimestre anterior. Por sua vez, a taxa de investimento da economia – participação da FBCF no PIB – se deslocou para 18,5% no terceiro trimestre de 2012, considerando o acumulado de quatro trimestres, menor valor desde o primeiro trimestre de 2010. O Comitê nota, por outro lado, que o cenário se apresenta favorável ao investimento 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 de empresários criam perspectivas favoráveis para o investimento nos próximos semestres.

O Copom avalia que a dinâmica conjunta dos mercados de fatores – sob a perspectiva do hiato do produto – tende a se posicionar no campo desinflacionário no curto prazo.

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 em aumentos recentes dos 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, as evidências indicam que, em grande parte, essas pressões de preços no atacado já se transmitiram para os preços ao consumidor. Além disso, o Comitê destaca que as perspectivas para os próximos semestres apontam moderação na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros.

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 expansionista. Por outro lado, reafirma que seu cenário prospectivo para a inflação está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais. O Comitê nota que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto e a percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Dessa forma, o custo de financiamento da dívida pública 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.

Ainda sobre política fiscal, o Copom pondera que, em princípio, a dinâmica dos preços ao consumidor pode ser favoravelmente impactada pelas medidas adotadas pelo governo que visam reduzir os custos de produção e aumentar a competitividade da economia.

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

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, em particular, no caso do segmento pessoas físicas, em ritmo que tende a ser mais condizente com o ritmo de crescimento da renda disponível das famílias. Para o Comitê, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. Nesse contexto, o Copom considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom destaca que o cenário central contempla evidências de deslocamento, para baixo, da taxa neutra nos últimos anos. Essa avaliação 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 pondera, adicionalmente, que, na grande maioria dos casos, também apontam nessa direção variáveis mencionadas pela literatura como determinantes de declínio na taxa neutra.

De modo geral, o Copom avalia que o cenário prospectivo para a inflação apresenta sinais favoráveis e reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, ainda que de forma não linear.

Diante disso, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 7,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a., na reunião de outubro e manter, por unanimidade, em 7,25% a.a., sem viés, a taxa Selic na reunião de novembro.

Votaram pela redução da taxa Selic para 7,25% a.a., em outubro, os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Luiz Awazu Pereira da Silva e Luiz Edson Feltrim. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a., em outubro, os seguintes membros do Comitê: Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Sidnei Corrêa Marques.

Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,25% a.a., em novembro, 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. Apoia essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito bem como pela geração de *superavit* primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por elevado grau de perenidade – embora, em virtude dos próprios ciclos econômicos, reversões pontuais e temporárias possam ocorrer – e contribuem para que a economia brasileira hoje apresente sólidos indicadores de solvência e de liquidez.

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

Diante do exposto, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 7 de dezembro 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 7,25% a.a. – valor fixado nas reuniões do Copom de outubro e novembro – ante R\$2,05/US\$ e 7,50% a.a. considerados no Relatório de Inflação de setembro de 2012.

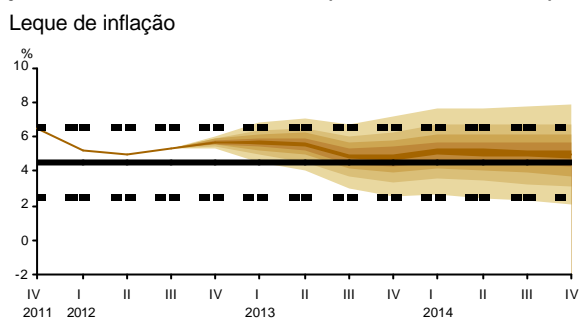
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto

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 setembro de 2012. Para o último trimestre de 2012, a taxa média passou de R\$2,01/US\$ para R\$2,06/US\$ e, para o último trimestre de 2013, de R\$2,00/US\$ para R\$2,08/US\$. Para o quarto trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,02/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2012 e 2013 diminuíram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2012, a taxa média se deslocou de 7,28% a.a. para 7,21% a.a. e, para o último trimestre de 2013, de 8,07% a.a. para 7,25% a.a. Para o quarto trimestre de 2014, a expectativa para a taxa Selic média é de 8,29% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -1 p.b., de 39 p.b. e de 129 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (7,25% a.a.), no quarto trimestre de 2012, 2013 e 2014, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 3,5% para 2012 e de 2,4% para 2013, ante 3,6% e 2,4%, respectivamente, considerados no Relatório anterior. Essa projeção se baseia, para o acumulado de 2012, nas hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina; reajuste de 4,5% nos preços do gás de bujão; reajuste de 1,7% nos preços da eletricidade; e variação de -1,6% nas tarifas de telefonia fixa. Para o acumulado de 2013, a projeção considera hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina, do gás de bujão e das tarifas de telefonia fixa, bem como recuo de 14,6% das tarifas de eletricidade (essa estimativa leva em conta apenas os impactos diretos das reduções de encargos setoriais recentemente anunciadas). 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 4,5% para 2014, mesmo valor considerado no último Relatório.

Em relação à política fiscal, a projeção considera a geração de *superavit* primário em torno de 3,10% do PIB em 2012, com ajustes. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de *superavit* primário de cerca de 3,10%

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 7,25% a.a. (cenário de referência)



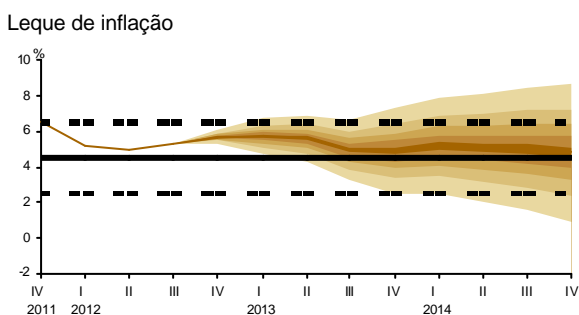
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 7,25% a.a. (Cenário de referência)

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

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



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

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 cerca de 3,10% do PIB, sem ajustes.

No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de recuo no nível da taxa de juros neutra identificado nos últimos anos.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponível até a data de corte, foram construídas as projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, 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 5,7% em 2012, 0,5 p.p. maior do que a projetada no Relatório de setembro de 2012. Conforme o Gráfico 6.5, segundo esse cenário, a projeção para a inflação acumulada em doze meses encerra 2012 acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Entretanto, de acordo com a Tabela 6.1, a projeção apresenta tendência declinante ao longo de 2013. Especificamente, a projeção parte de 5,7% no primeiro trimestre de 2013, e se desloca para 5,5%, 4,9% e 4,8% no segundo, terceiro e quarto trimestre, respectivamente. Para 2014, a projeção se situa em 5,1% no primeiro e segundo trimestre, e recua para 5,0% e 4,9% no terceiro e quarto trimestre, respectivamente.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2013 se situa em 12% e, em 2014, em torno de 19%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2012 se encontra em 5,7%, 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 no final de 2012. Em 2013, a projeção permanece em 5,7% no primeiro trimestre, mas recua para 5,6% no segundo trimestre e para 4,9% no terceiro, encerrando o ano nesse patamar. Em 2014, a projeção parte de 5,2% no primeiro trimestre e recua para 5,1%, 5,0% e 4,8% no segundo, terceiro e quarto trimestre, respectivamente.

Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do

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 4	5,5	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,7
2013 1	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,1	5,7
2013 2	5,0	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1	5,6
2013 3	4,2	4,5	4,8	5,1	5,3	5,6	4,9
2013 4	3,9	4,3	4,7	5,1	5,5	5,9	4,9
2014 1	4,1	4,5	5,0	5,4	5,8	6,3	5,2
2014 2	3,8	4,4	4,8	5,3	5,8	6,3	5,1
2014 3	3,6	4,2	4,7	5,2	5,8	6,4	5,0
2014 4	3,2	3,9	4,5	5,1	5,7	6,4	4,8

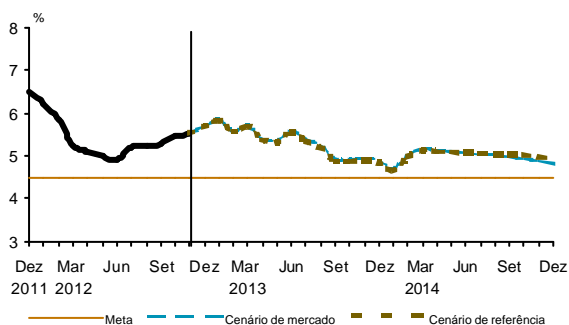
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2012 III	5,2	5,2
2012 IV	5,2	5,2
2013 I	5,2	5,1
2013 II	5,1	5,0
2013 III	4,6	4,5
2013 IV	4,9	4,8
2014 I	5,2	5,1
2014 II	5,1	5,1
2014 III	5,1	5,0

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



intervalo de tolerância da meta em 2013 situa-se em 14%, e em 2014, em torno de 24%.

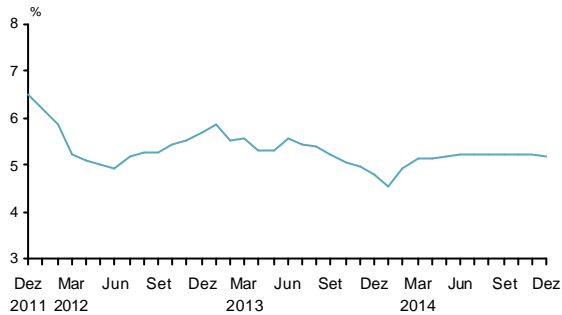
As projeções de inflação no cenário de mercado são levemente superiores às projeções no cenário de referência, entre o segundo trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2014, essencialmente, em razão das diferentes trajetórias de taxas de câmbio consideradas em cada cenário. Por outro lado, a inflação projetada no cenário de mercado para o final de 2014 é inferior à projeção do cenário de referência por conta, principalmente, das diferentes trajetórias de taxas de juros consideradas em cada cenário.

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. Em parte, essas taxas mais elevadas refletem pressões localizadas de preços no segmento de *commodities* agrícolas, que haviam surgido entre o segundo e o terceiro trimestre deste ano, que, entretanto, recentemente têm moderado. Ainda no cenário de referência, a projeção de inflação encontra-se acima dos valores registrados no Relatório anterior até o terceiro trimestre de 2013. Desloca-se para níveis similares ou levemente inferiores nos trimestres seguintes, refletindo, em parte, ritmo de atividade doméstica menos intenso do que o considerado no último Relatório. No cenário de mercado, as projeções encontram-se acima dos valores registrados no Relatório anterior até o primeiro trimestre de 2014, essencialmente pelas mesmas razões, bem como pela taxa de câmbio mais depreciada do que a considerada no último Relatório. Nos trimestres seguintes, e conforme ocorre no cenário de referência, as projeções no cenário de mercado se deslocam para níveis similares aos considerados no Relatório anterior, também refletindo a dinâmica menos favorável da atividade econômica doméstica.

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 quarto trimestre de 2014, e a trajetória de metas. Até novembro 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 cenários, as projeções indicam inflação acumulada em doze meses partindo de patamar acima do valor central da meta, mas apresentando tendência declinante ao longo de

2013. No início de 2014, as projeções nos dois cenários se posicionam ao redor do valor central da meta, deslocam-se para níveis ao redor de 5,0% nos meses seguintes, mas se posicionam abaixo desse patamar ao final do horizonte de projeção, em ambos os cenários.

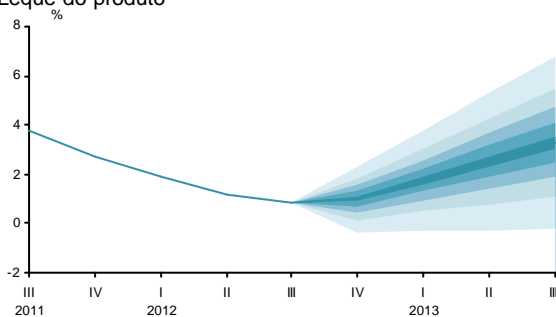
Gráfico 6.8 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 7,25% a.a. (cenário de referência)

Leque do produto



A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.8. Até novembro de 2012, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a previsão de inflação também apresenta trajetória declinante ao longo de 2013, se posiciona ao redor do valor central da meta no início de 2014 e converge para a média incondicional ao final 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 1,0% para 2012 (0,6 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 terceiro trimestre de 2013. A revisão da trajetória estimada para o PIB reflete, em grande parte, recuperação da atividade econômica doméstica menos intensa do que a prevista no Relatório anterior.

Uma Avaliação dos Recolhimentos Compulsórios

Nos últimos anos, bancos centrais da América Latina e de outros mercados emergentes utilizaram os recolhimentos compulsórios, de um lado, como instrumento de estabilidade financeira; de outro, como instrumento complementar à taxa básica de juros (instrumento de estabilidade monetária¹). Nesse sentido, por afetarem diretamente a disponibilidade de recursos no setor bancário, podem prevenir desequilíbrios financeiros ao atuar anticíclicamente e ao suavizar flutuações de liquidez no sistema financeiro ao longo do tempo.

A principal finalidade do uso dos recolhimentos compulsórios varia entre países². No Brasil, o Banco Central (BC) tem utilizado os recolhimentos compulsórios para ajustar as condições de liquidez no sistema financeiro. De fato, logo após a crise financeira de 2008/2009, além de uma liberação horizontal, também foram permitidas reduções dos recolhimentos compulsórios de grandes bancos caso fornecessem liquidez para bancos pequenos e médios (TAKEDA e DAWID, 2009). Em 2010, essas ações foram revertidas, como parte da estratégia de conter o crescimento do crédito em segmentos específicos (DAWID e TAKEDA, 2011).

O objetivo deste box é examinar a eficácia do uso dos recolhimentos compulsórios em reduzir a volatilidade do produto e da inflação, bem como enquanto instrumento macroprudencial. Para tal,

1/ De acordo com Montoro e Moreno (2011), recolhimentos compulsórios podem complementar a ação de política monetária quando o banco central quer reduzir um excesso de liquidez no mercado.

2/ Países como Colômbia, Peru, Rússia, Indonésia e Índia, por exemplo, têm recorrido ao uso desses recolhimentos como instrumento auxiliar de política monetária, enquanto a China o tem utilizado como o principal instrumento (Banco Central do Brasil, 2011). Por outro lado, recentemente, o Banco Central da Malásia anunciou que utilizaria esses recolhimentos exclusivamente para fins de estabilidade financeira, e que a estabilidade de preços seria alcançada por meio da taxa básica de juros (Glocker e Towbin, 2012).

estima-se um modelo semiestrutural de pequeno porte com setor financeiro para a economia brasileira, o qual é utilizado em simulações. Admite-se que a autoridade monetária determina a taxa básica de juros e a taxa de recolhimentos compulsórios tendo como objetivo minimizar uma dada função perda³.

O modelo é composto pelas seguintes equações:

$$\mathbf{p}_t = \mathbf{a}_{p,0} + \sum_{k>0} \mathbf{b}_{p,k} \mathbf{p}_{t-k} + \sum_{k>0} \mathbf{a}_{p,k} E_t \mathbf{p}_{t+k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{q}_{p,k} \mathbf{p}_{t-k}^* + \sum_{k \geq 0} \mathbf{g}_{p,k} h_{t-k} + \mathbf{e}_{p,t} \quad (1)$$

$$\mathbf{p}_t^* = \mathbf{v}_{p^*,0} + \sum_{k>0} \mathbf{v}_{p^*,k} \mathbf{p}_{t-k}^* + \mathbf{e}_{p^*,t} \quad (2)$$

$$i_t = I i_{t-1} + (1-I) (\mathbf{v}_1 (E_t \mathbf{p}_{t+1} - \mathbf{p}^{meta})) + \mathbf{v}_2 h_t \quad (3)$$

$$h_t = \mathbf{d}_{h,0} + \sum_{k>0} \mathbf{d}_{h,k} h_{t-k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{J}_{h,k} r_{t-k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{r}_{h,k} spread_{t-k} + \mathbf{e}_{h,t} \quad (4)$$

$$spread_t = \mathbf{w}_{spr,0} + \sum_{k>0} \mathbf{m}_{spr,k} spread_{t-k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{t}_{spr,k} comp_{t-k} + \mathbf{e}_{spr,t} \quad (5)$$

$$hc_t = \mathbf{n}_{hc,0} + \sum_{k>0} \mathbf{x}_{hc,k} hc_{t-k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{V}_{hc,k} spread_{t-k} + \sum_{k \geq 0} \mathbf{I}_{hc,k} h_{t-k} + \mathbf{e}_{hc,t} \quad (6)$$

Nas equações (1) a (6), \mathbf{p} é a taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); \mathbf{p}^* é a inflação de produtos importados, definida pela variação do índice de preços no atacado nos Estados Unidos (EUA) expresso em moeda nacional; a expectativa de inflação corresponde à série coletada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do BC; i é a taxa nominal de juros medida pela taxa Selic e \mathbf{p}^{meta} é a meta para a inflação; h é uma medida do hiato do produto; r é a taxa de juros real; $spread$ é o $spread$ bancário; $comp$ é a taxa efetiva de recolhimentos compulsórios, medida pelo saldo total de recolhimentos, remunerados e não remunerados, incluindo as exigibilidades adicionais, sobre a soma de depósitos a vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança; e hc é uma medida de hiato do crédito.

O lado da oferta é dado pela equação (1), uma curva de Phillips que relaciona a taxa de

3/ Este boxe baseia-se no estudo de Alencar *et al.* (2012).

inflação corrente ao hiato do produto, a valores passados da inflação, a expectativas correntes da inflação futura e à inflação de produtos importados. Como hipótese simplificadora, assume-se que a inflação dos bens importados segue um processo autorregressivo [equação (2)]. A política monetária é descrita por uma regra de Taylor *forward-looking* [equação (3)], em que a autoridade monetária reage aos desvios da inflação futura em relação à meta para a inflação. A regra de juros possui ainda um componente inercial, e um termo que captura a reação ao hiato do produto. A demanda agregada é representada pela equação (4), uma curva IS simplificada, modificada para incluir os efeitos diretos dos *spreads* bancários no hiato do produto, como em Sámano (2011). O *spread* bancário no modelo é afetado por um componente inercial e pelas reservas compulsórias [equação (5)]. O hiato do crédito – i.e., o componente cíclico do crédito – depende de oscilações no hiato do produto e no *spread* bancário [equação (6)].

A taxa de recolhimento compulsório é modelada de duas maneiras: i) quando não é utilizada como instrumento de política econômica do banco central, e ii) quando é utilizada com objetivos macroeconômicos e macroprudenciais. No primeiro caso, em que a autoridade monetária segue apenas uma regra de Taylor convencional, a taxa de recolhimento é dada exogenamente por um processo autorregressivo de primeira ordem:

$$comp_t = \mathbf{a}_{co,0} + \mathbf{a}_{co} comp_{t-1} + \mathbf{e}_{co,t} \quad (7)$$

No segundo caso, assume-se que a autoridade monetária também possui uma função de reação ótima para a determinação da taxa de recolhimentos compulsórios, além da regra ótima para a taxa de juros, dada por:

$$comp_t = \mathbf{a}_{co,0} + \mathbf{a}_{co} comp_{t-1} + \mathbf{b}_{co} var_t + \mathbf{e}_{co,t} \quad (8)$$

em que *var* representa a taxa de inflação ou o hiato do crédito.

O modelo é estimado⁴, equação por equação, utilizando mínimos quadrados ordinários ou variáveis instrumentais, robustos à presença de heterocedasticidade. Os dados são trimestrais e cobrem o período do quarto trimestre de 2000 ao segundo trimestre de 2011.

Nas simulações, são considerados dois cenários: um em que a autoridade monetária utiliza uma regra de taxa de juros ótima; e outro em que a regra de juros ótima é conjugada com uma regra ótima para os recolhimentos compulsórios.

Para avaliar se o uso de uma regra ótima para os recolhimentos compulsórios traz ganhos para a economia, utiliza-se uma função perda para indicar qual combinação de regras é superior, examinando-se três possibilidades de atuação da autoridade monetária:

Regra 1 (regra de referência): instrumento de política é a taxa de juros ótima;

Regra 2: instrumentos são a taxa de juros ótima e uma taxa de recolhimentos compulsórios ótima que considera a taxa de inflação; e

Regra 3: instrumentos são a taxa de juros ótima e uma taxa de recolhimentos compulsórios ótima que considera o hiato do crédito (medida macroprudencial).

A definição da regra ótima decorre da minimização de uma função perda da autoridade monetária, dada exogenamente pelo governo⁵. No caso das duas primeiras regras, a função perda inclui os objetivos de estabilidade de preços e de produto:

$$P_1 \equiv \mathbf{s}_h + \mathbf{s}_p \quad (9)$$

em que \mathbf{s}_h é o desvio padrão do hiato do produto e \mathbf{s}_p é o desvio padrão da taxa de inflação. No caso da terceira regra, a autoridade monetária também leva em conta objetivos macroprudenciais, a volatilidade do crédito, medida pelo desvio padrão do hiato do crédito (\mathbf{s}_{hc}):

4/ A escolha do número de defasagens em cada modelo é estabelecida de acordo com o desempenho estatístico de cada especificação (critérios de informação e significância dos coeficientes).

5/ Esse conceito de regra ótima é similar ao utilizado na literatura de regras de Taylor ótimas (cf. Sámano, 2011).

$$P_1 \equiv S_h + S_p + S_{hc} \quad (10).$$

Foram simulados choques estocásticos de demanda para mil períodos e avaliadas as repostas de política. De acordo com a Tabela 1, observa-se que, quando os recolhimentos compulsórios são utilizados, os resultados são ligeiramente melhores do que os obtidos com a regra de referência, independente da variável à qual a taxa de recolhimento compulsório reage.

Tabela 1 - Avaliação das políticas ótimas

	Regra 1	Regra 2	Regra 3
Desvio padrão do hiato do produto (1)	0,014	0,014	0,014
Desvio padrão da taxa de inflação (2)	0,007	0,006	0,005
Desvio padrão do hiato do crédito (3)	0,059		0,046
Função perda P_1 : (1)+(2)	0,021	0,020	0,019
Função perda P_2 : (1)+(2)+(3)	0,080		0,065
Corr(Taxa de juros básica, Compulsórios)		0,668	0,381

Note-se ainda que a utilização dos recolhimentos compulsórios sob a perspectiva macroprudencial, de acordo com o exercício, sugere eficácia do instrumento no sentido de reduzir a volatilidade do crédito. Além disso, para as Regras 2 e 3, a correlação entre a taxa de juros básica e a taxa de recolhimentos compulsórios é positiva, sugerindo complementaridade dos instrumentos⁶.

Em linhas gerais, os resultados apresentados neste box sugerem que o uso de recolhimentos compulsórios como instrumento complementar à taxa básica de juros pode levar a ganhos de estabilidade tanto sob a perspectiva do produto e da inflação quanto da perspectiva macroprudencial. Além disso, esses ganhos tendem a ser maiores na presença de choques financeiros.

Referências

ALENCAR, L.; TAKEDA, T.; MARTINS, B.; DAWID, P. (2012). Uma avaliação dos recolhimentos compulsórios. Banco Central do Brasil, *Working Paper Series*, n. 296.

6/ Nos dados da estimação econométrica do modelo, a correlação observada entre a taxa básica de juros e a taxa de recolhimentos compulsórios é de 0,253, e é significativa ao nível de 10%.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2011). Medidas Macropprudenciais – Impactos dos Recolhimentos Compulsórios. *Relatório de Inflação*, v. 13(2), 98-103.

DAWID, P.; TAKEDA, T. (2011). Recolhimentos Compulsórios e o Crédito Bancário Brasileiro. Banco Central do Brasil, *Working Paper Series*, n. 250.

GLOCKER, C.; TOWBIN, P. (2012). Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? *International Journal of Central Banking*, v.8, 65-113.

MONTORO, C.; MORENO, R. (2011). The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. *BIS Quarterly Review*, March, 53-65.

SÁMANO, D. (2011). In the Quest of Macprudential Policy Tools. Banco de México, *Working Paper*, n.17.

TAKEDA, T.; DAWID, P. (2009). Liberação de Compulsórios, Crédito Bancário e Estabilidade Financeira no Brasil. Banco Central do Brasil, *Relatório de Economia Bancária e Crédito*, 53-68.

A Evolução Recente do Custo Unitário do Trabalho no Brasil

O mercado de trabalho é fonte importante de indicadores para a condução da política monetária. Entre as variáveis utilizadas na mensuração do grau de ociosidade (aperto) do mercado de trabalho, a taxa de desemprego e, mais precisamente, o hiato do desemprego (i.e. a diferença entre a taxa de desemprego e a taxa natural de desemprego) se destacam. Essa relação é bastante conhecida na literatura econômica por meio da chamada Curva de Phillips¹. Assim como o hiato do desemprego, outro indicador-chave que procura avaliar se existem pressões inflacionárias latentes na economia advindas do mercado de trabalho é o chamado Custo Unitário do Trabalho (CUT).

Além da questão relacionada à inflação, a queda contínua e acentuada da taxa de desemprego e o desempenho aquém do esperado do setor industrial em relação ao resto da economia também tem sido objeto de várias análises. Uma hipótese central, nesse caso, é a de que esse resultado é explicado, em grande parte, pela perda de competitividade da indústria brasileira. Um dos fatores que podem ajudar a explicar esse fenômeno é o CUT. A dinâmica do mercado de trabalho afeta diretamente o custo da mão de obra e, portanto, o CUT². Dessa forma, dada a relevância do assunto, este box atualiza o texto “O Custo Unitário do Trabalho na Indústria”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2007.

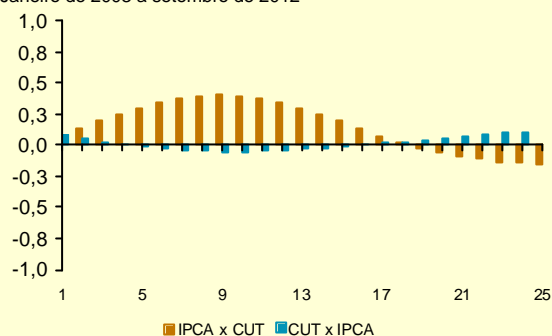
O Gráfico 1 mostra a correlação mensal entre as variações do CUT – definido formalmente em

1/ A relação teórica destacada por essa curva implica que quando o hiato está negativo (i.e. a taxa de desemprego é inferior à taxa natural de desemprego) a inflação tende a subir, e vice-versa. Ver, por exemplo, DA SILVA FILHO (2008).

2/ Tanto o mercado de trabalho como o CUT foram objeto de análises recentes. Com relação ao primeiro, ver DA SILVA FILHO (2008 e 2012). Sobre o CUT, o Relatório de Inflação de dezembro de 2007 apresentou box sobre o assunto.

Gráfico 1 – Correlograma cruzado entre CUT e inflação

Janeiro de 2003 a setembro de 2012



seguida – e a taxa de inflação em doze meses, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

De fato, pode-se notar que as correlações entre a variação do IPCA e as defasagens do CUT são estatisticamente significativas a partir da segunda defasagem, e permanecem significativas até a décima quarta defasagem. A correlação máxima ocorre entre o sétimo e o nono mês. Essa evidência mostra que parece haver uma precedência temporal entre aumentos do CUT e aumentos da inflação, sugerindo que o CUT é um indicador antecedente relevante de pressões inflacionárias. Além disso, note que o inverso não é verdadeiro, ou seja, o CUT não apresenta correlação significativa com defasagens da inflação.

O CUT procura medir o custo do fator trabalho envolvido em cada unidade de produto. Dessa forma, é definido como a razão entre os custos totais do trabalho e o nível real de produção, como mostra a equação (1):

$$CUT = \frac{C}{y} \quad (1)$$

na qual C representa os custos totais nominais do trabalho e y o produto real. Deve-se notar que esses custos devem incluir não apenas os custos salariais, mas todos os gastos efetivamente realizados pelo empregador em benefício do trabalhador. Ou seja, além dos salários, incluem-se também as contribuições previdenciárias feitas pelo empregador, eventuais participações em lucros ou resultados, horas extras, custos com treinamento e planos de saúde, impostos sobre a folha de pagamento e quaisquer outros gastos relacionados direta ou indiretamente com o empregado. Ou seja, o CUT mostra quanto custa – em termos do insumo trabalho – produzir uma unidade de produto. Note-se, portanto, que esse indicador também pode ser utilizado para avaliar a competitividade de algum setor ou país, e não apenas para se analisar a existência de pressões inflacionárias.

Para se entender com maior clareza a dinâmica do CUT é útil expressá-lo de maneira

alternativa. Ao se dividir o numerador e o denominador pela quantidade do insumo trabalho (e.g. horas trabalhadas) utilizada na produção, pode-se expressar o CUT como sendo a razão entre o custo médio do trabalho e a produtividade da mão de obra, como definido na equação (2)³.

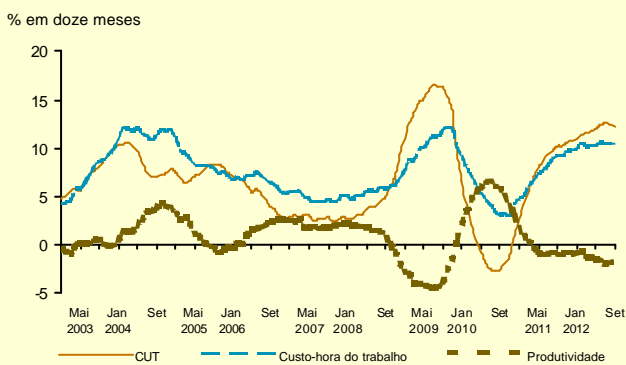
$$CUT = \frac{C/H}{y/H} = \frac{h}{A} \quad (2)$$

em que h é o custo médio por hora trabalhada e A é a produtividade por hora trabalhada.

A equação (2) mostra que o CUT subirá apenas se o custo médio do trabalho aumentar mais que a produtividade do trabalho. Ou seja, se os custos referentes ao fator trabalho estiverem subindo, mas de forma mais comedida que os ganhos de produtividade, então as pressões inflacionárias estariam, em princípio, controladas.

O Gráfico 2 mostra a evolução do CUT para a indústria de transformação desde 2003, assim como sua decomposição de acordo com a equação (2). Alguns fatos se destacam no comportamento do CUT desde então. Durante o período compreendido entre o último trimestre de 2006 até o primeiro trimestre de 2008 a tendência do CUT, que era declinante, parecia ter se estabilizado em torno de patamar levemente acima de 3%. Desde então, e claramente nos doze meses que se seguiram à eclosão da crise internacional, em setembro de 2008, o CUT sofreu forte aceleração para, logo depois, cair de maneira intensa, fase que durou até fins de 2010. Essas oscilações abruptas são de difícil explicação sob o ponto de vista unicamente econômico, e parecem estar intimamente ligadas a problemas de mensuração que permeiam os indicadores do mercado de trabalho⁴. Entretanto, pode-se observar que a produtividade tem um caráter pró-cíclico e esse fato pode ser visto de maneira clara nos meses seguintes à eclosão da crise de 2008, assim como na recuperação acentuada que adveio posteriormente.

Gráfico 2 – Indústria de transformação: CUT e componentes



Obs.: Evolução nos últimos doze meses em relação a igual período imediatamente anterior.

3/ Outra maneira de se decompor o CUT é dividindo pelo número de trabalhadores, ao invés de usar o número de horas. O número de trabalhadores, entretanto, não é a melhor maneira de se medir os serviços do trabalho, tendo em vista que os erros de mensuração são maiores, comparados aos erros quando se utiliza o número de horas. Não obstante, a dinâmica seria similar à apresentada no Gráfico 2.

4/ Ver DA SILVA FILHO (2012).

Essa dinâmica explicaria, em parte, as fortes oscilações observadas naquele período.

Desde 2011, contudo, mais de dois anos após o início da crise internacional de 2008/2009, o CUT começou a subir de maneira consistente e, atualmente, se encontra em patamar elevado, mostrando que o quadro atual sugere pressões inflacionárias oriundas do mercado de trabalho. De fato, contribuíram para a elevação recente tanto o aumento do custo médio do trabalho como a evolução menos favorável da produtividade⁵.

Referências

DA SILVA FILHO, T. N. T. (2008). Searching for the Natural Rate of Unemployment in a Large Relative Price Shocks' Economy: the Brazilian Case. Banco Central do Brasil, *Working Paper Series*, n. 163.

DA SILVA FILHO, T. N. T. (2012). Going Deeper into the Link Between the Labour Market and Inflation. Banco Central do Brasil, *Working Paper Series*, n. 279.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2007). O Custo Unitário do Trabalho na Indústria. Relatório de Inflação, v. 9 (4), 121-125.

5/ Apesar de o CUT ter sido calculado para o setor industrial – mais precisamente para a indústria de transformação –, é bastante plausível assumir, dada a evolução dos demais setores da economia, que as inferências aqui contidas possam ser estendidas para o resto da economia. De fato, além de o desempenho recente do setor industrial ter sido inferior ao de outros setores da economia (e.g. serviços), indicadores desagregados do mercado de trabalho mostram que a redução da taxa de desemprego ocorre de maneira ampla, se estendendo por diversos setores econômicos. A esse respeito, *vide* o Trabalho para Discussão nº 279 (2012) e, mais indiretamente, o boxe “Salário Real e Produtividade, alterações recentes” (<http://www.bcb.gov.br/pec/boletimregional/port/2011/04/br201104b4p.pdf>), no Boletim Regional do Banco Central de abril de 2011.

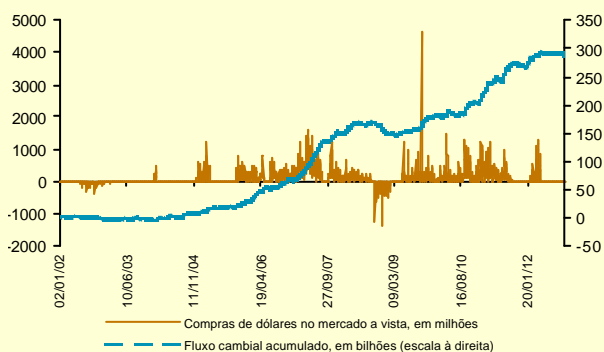
Atuações no Mercado e Efeito do Fluxo Cambial sobre a Taxa de Câmbio

A identificação dos fatores determinantes da taxa de câmbio – variável fundamental em economias abertas – e de como ela é afetada por atuações da autoridade monetária têm sido objeto permanente de análise. Aprofundar o conhecimento sobre o funcionamento do mercado de câmbio pode fornecer importante subsídio para o processo decisório de política econômica.

Na literatura – focada primordialmente na experiência de países desenvolvidos – há um debate sobre se operações no mercado de câmbio, esterilizadas por ações de política monetária, teriam efeito significativo sobre a taxa de câmbio¹. Alguns argumentam que o efeito dessas atuações seria maior em mercados emergentes, nos quais a liquidez e o volume de transações são menores. Dada a relevância do tema, este box busca verificar em que medida as atuações do Banco Central (BC) no mercado de câmbio influenciam o apreçamento desse mercado², em particular via canal de atenuação (*damping channel*), proposto por Girardin e Lyons (2008)³.

O Gráfico 1 mostra os volumes das compras diárias de divisas estrangeiras realizadas pelo Banco Central no mercado a vista – dados diários, de janeiro de 2002 a novembro de 2012 – e a evolução do saldo do fluxo cambial total acumulado durante o período. Em termos líquidos, as compras do BC no mercado

Gráfico 1 – Atuações no mercado a vista e fluxo cambial



1/ Pode-se afirmar que existe um consenso de que intervenções não esterilizadas têm efeitos significativos.

2/ Este box é baseado em Kohlscheen (2012).

3/ Nos modelos que enfatizam esse canal, as operações oficiais induzem mudanças no comportamento de apreçamento dos agentes privados. Atuações da autoridade monetária tendem a atenuar a volatilidade da taxa de câmbio, na medida em que reduzem o impacto de transações privadas sobre o preço.

a vista, nesse período, totalizaram US\$264,3 bilhões, as compras no mercado a termo, US\$9,2 bilhões, e as vendas realizadas por leilões de linhas, US\$29,5 bilhões. O Banco Central interveio contratando novas compras ou vendas de dólares nos mercados de câmbio em 51,9% dos dias úteis. Recentemente a frequência das atuações diminuiu, sendo que a última atuação no período estudado ocorreu em 27 de abril deste ano – compra de US\$63 milhões no mercado pronto.

O debate na literatura em torno da estimação precisa dos efeitos das atuações da autoridade monetária no mercado de câmbio decorre, em grande parte, da não exogeneidade dessas operações, que são, frequentemente, reações às próprias condições do mercado. Esse problema de identificação faz com que em muitos estudos o pesquisador se defronte com uma situação de causalidade reversa, que, eventualmente, pode fazer com que os resultados das estimações sejam recebidos com cautela⁴.

Dada a restrição imposta pela eventual endogeneidade das operações, uma forma de aferir a eficácia das intervenções no mercado de câmbio consiste em comparar os efeitos do fluxo cambial sobre a taxa de câmbio nos dias em que o Banco Central atua com os dos dias em que isso não acontece. Por exemplo, estudos dessa natureza foram realizados para o caso do Japão. Girardin e Lyons (2008) chegam à conclusão de que a presença do Banco do Japão no mercado de câmbio altera a relação entre fluxo cambial e taxa de câmbio de forma significativa. Marsh (2011), por sua vez, aponta que essa relação, que normalmente é forte, essencialmente desaparece nos dias em que o Banco do Japão atua no mercado de câmbio.

Esses dois estudos, entretanto, se limitam a analisar informações concernentes a uma instituição financeira. Os resultados a seguir apresentados para o caso brasileiro, obtidos a partir do Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen), referem-se a uma análise sobre todas as instituições autorizadas a atuar no mercado de câmbio brasileiro.

4/ Da mesma forma, é comum análises apresentarem instabilidade da função de reação estimada.

Tabela 1 – Fluxo Cambial e o Real
Mudança na taxa de câmbio BRL/US\$

	Amostra completa	Amostra sem intervenções	Amostra com intervenção
fluxo cambial	0,233***	0,418***	0,172***
estatística t	5,66	3,80	4,47
d (Selic - <i>Fed Funds</i>)	-0,246	0,061	-0,660**
estatística t	1,32	0,57	2,00
d(Embi)	1,948***	1,918***	1,933***
estatística t	10,70	6,77	8,16
d(VIX)	0,184***	0,217***	0,162***
estatística t	8,79	4,96	9,21
d(CRB)	-0,280***	-0,395***	-0,202***
estatística t	4,93	4,51	2,75
Observações	2454	1129	1325
R ² ajustado	0,3734	0,3950	0,3741
<i>Log-likelihood</i>	-3249,9	-1469,7	-1759,1
<i>Durbin-Watson</i>	2,155	2,131	2,077

***, ** e * denotam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 1 apresenta os resultados de uma regressão de mínimos quadrados da variação diária na taxa de câmbio BRL/US\$ em relação ao fluxo cambial diário líquido e variáveis de controle que atuam como *proxies* de mudanças no diferencial de juros (taxa Selic – taxa dos *Fed Funds*), no risco-país (Embi *spread*), no grau de incerteza global (VIX) e nos preços internacionais de *commodities* (capturados pela variação do índice *Commodity Research Bureau*).

A primeira coluna (amostra completa) indica, por exemplo, que, ignorando-se as atuações do Banco Central nos mercados de câmbio, em média, a venda de US\$1 bilhão por um usuário final está associada a um movimento de apreciação de 0,23% do Real. Da mesma forma, reduções do risco-país, do grau de incerteza global e aumentos nos preços internacionais de *commodities* provocam movimentos de apreciação da moeda.

A segunda coluna da tabela refere-se aos dias em que o Banco Central não atuou nos mercados de câmbio e indica que a reação da taxa de câmbio ao fluxo cambial é bem mais intensa em tais

5/ As estimativas apresentadas aqui consideram qualquer tipo de atuação oficial direta nos mercados de câmbio.

circunstâncias⁶. Dito de outra forma, as estimativas pontuais sugerem que seria necessário um fluxo cambial líquido muito menor para mover o valor relativo do Real em 1% quando o Banco Central não atua no mercado, comparativamente aos dias em que o Banco Central atua⁷. A propósito, note-se que o volume de intervenção mediano durante o período, em valor absoluto, foi de apenas US\$140 milhões⁸.

Quando as magnitudes das atuações são levadas em conta – classificadas em pequenas, médias e grandes, de acordo com o respectivo tercil – observa-se que a intensidade da intervenção enfraquece a relação entre o fluxo cambial e taxa de câmbio, embora o gradiente entre as subamostras não seja muito expressivo.

Em suma, a evidência apresentada neste boxe sugere que intervenções esterilizadas no mercado de câmbio são efetivas.

Referências

GIRARDIN, E. e LYONS, R. (2008). Does intervention alter private behavior? Mimeo. Universidade da Califórnia – Berkeley.

KOHLSCHEEN, E. (2012). Order flow and the Real: indirect evidence of the effectiveness of sterilized interventions. Banco Central do Brasil. *Working Paper* n. 273.

MARSH, I. (2011). Order flow and central bank intervention: an empirical analysis of recent Bank of Japan actions in the foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance* 30, 377-392.

6/ Resultados similares são obtidos quando se separa o fluxo cambial em financeiro e não-financeiro. Além disso, foram obtidos resultados muito parecidos quando foram incluídas variáveis *dummy* para todas as observações em que o valor absoluto dos resíduos da regressão ficou acima do percentil 99 da distribuição de resíduos.

7/ A estimativa pontual do fluxo cambial líquido requerido para mover o valor da moeda em 1% é o inverso do coeficiente estimado para o fluxo cambial.

8/ Considerando-se apenas os dias em que houve operações da autoridade monetária.

Notas da 170ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 9 e 10/10/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (9/10) e do 20º andar (10/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (9/10) e 16h52 (10/10)

Horário de término: 19h57 (9/10) e 19h53 (10/10)

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 9)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 10)

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

Geraldo Pereira Júnior – Departamento de Assuntos Internacionais

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

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 9)

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 0,57% em setembro (de 0,41% em agosto). Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses alcançou 5,28% ante 7,31% em setembro de 2011. Os preços livres variaram 5,93% em doze meses até setembro (7,79% em setembro de 2011), e os preços administrados, 3,44% (6,17% em setembro de 2011). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 3,37% em doze meses até setembro (6,52% em setembro de 2011), e os dos bens não comercializáveis, 8,28% (8,88% em setembro de 2011). O grupo de alimentos e bebidas, ainda sensibilizado por fatores climáticos, externos e domésticos, registrou alta de 1,26% nos preços em setembro (0,64% em setembro de 2011) e atingiu variação de 9,53% em doze meses. Os preços dos serviços aumentaram 0,51% em setembro (0,49% em agosto) e 7,89% em doze meses (9,03% em setembro de 2011). Em síntese, a inflação de serviços ainda segue em níveis elevados, e há

pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central passou de 0,43% em agosto para 0,47% em setembro. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 5,26% em agosto para 5,23% em setembro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,50% em agosto para 0,49% em setembro, e o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,42% para 0,49% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,45% em agosto para 0,51% em setembro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, avançou de 0,40% em agosto para 0,47% em setembro, e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,40% em agosto para 0,39% em setembro.

3. A inflação mais ampla, medida pela variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) ficou em 0,88% em setembro, depois de registrar alta de 1,29% em agosto, resultando em inflação acumulada de 8,17% em doze meses (7,45% em setembro de 2011). O principal componente desse indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 9,18% em doze meses até setembro, influenciado por forte alta no segmento agropecuário (18,06%), impactado por choques de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 11,84% nos preços de matérias-primas brutas, de 9,76% nos de bens intermediários e de 6,13% nos de bens finais. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,73% em doze meses até setembro (7,13% em setembro de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, variou 7,49%, na mesma base de comparação, 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 0,53% em agosto (0,50% em julho) e 7,53% 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-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br avançou 0,4% em julho, após crescer 0,6% em junho. Dessa forma, o indicador atingiu crescimento de 0,6% no trimestre de maio a julho, em relação ao trimestre imediatamente anterior, e alta de 1,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. Assim, a variação acumulada em doze meses permaneceu estável, em 1,2%, em julho. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), mostrou crescimento em setembro, depois de quatro recuos consecutivos, com melhora tanto na percepção das condições presentes da economia como no componente que diz respeito às expectativas. Da mesma forma, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) subiu, após cinco recuos consecutivos, impulsionado por melhora expressiva nas expectativas.

5. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada com instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito, evidenciam, em geral, condições mais flexíveis no quarto trimestre de 2012 em comparação ao terceiro. Especialmente sobre o crédito às pessoas jurídicas (grandes empresas e micro, pequenas e médias empresas), a análise sugere cenário moderadamente mais flexível, em relação ao trimestre anterior, no que se refere à aprovação de novas linhas de crédito. Em relação ao crédito voltado ao consumo, a expectativa para o quarto trimestre indica leve recuperação no percentual de aprovação de crédito. Para o crédito habitacional, apesar da demanda em níveis superiores aos observados de julho a setembro de 2012, a expectativa de aprovação de novas linhas tende a ser similar à verificada no trimestre anterior.

6. O IBGE divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2012. A expansão da atividade foi de 0,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior e de 0,4% ante o primeiro trimestre de 2012, segundo dados dessazonalizados. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres recuou de 1,9% para 1,2%, 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 agropecuária cresceram 0,7% e 4,9%, respectivamente, na comparação com o trimestre anterior, e a produção da indústria apresentou recuo de 2,5%, nessa mesma base de comparação. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão de 0,6% no consumo das famílias e de 1,1% no consumo do governo, e contração de 0,7% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), em relação ao trimestre anterior. Por sua vez, a contribuição do setor externo foi negativa, com retração de 3,9% das exportações e expansão de 1,9% das importações. Em particular, foram negativamente impactadas as vendas externas para a Argentina e para a União Europeia. 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.

7. A atividade fabril registrou a terceira variação mensal positiva consecutiva em agosto, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. A produção industrial aumentou 1,5% em agosto, após avanço de 0,5% em julho. Houve crescimento da produção em 20 dos 27 ramos de atividade. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 1,9% em agosto e 2,9% no acumulado em doze meses. Sob o critério da média móvel trimestral, houve avanço de 0,8% na produção industrial de junho a agosto. No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, houve crescimento real de 7,0% em agosto, em relação ao mesmo mês do ano anterior, a despeito de recuo de 2,1% no número de horas trabalhadas, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI).

8. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve crescimento de 2,6% na produção de bens de

consumo duráveis em agosto, o terceiro avanço mensal consecutivo. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis registrou expansão de 1,2% em agosto, a de bens de capital, crescimento de 0,3%, e a de bens intermediários, avanço de 2,0%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até agosto, a produção de bens de consumo duráveis variou -8,0%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,7%; a de bens de capital, -8,5%; e a de bens intermediários, -1,6%.

9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, recuou para 5,3% em agosto, 0,7 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada em agosto de 2011. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação passou de 5,3% em julho para 5,2% em agosto, menor valor da série iniciada em março de 2002. Em relação a agosto de 2011, houve expansão de 1,5% da população ocupada e de 0,7% da População Economicamente Ativa (PEA). O menor ritmo de crescimento da PEA 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 habitual cresceu 2,3% em agosto, comparado a igual mês do ano anterior. Como consequência, a massa salarial real, considerando-se o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 3,8% em relação a agosto de 2011. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, em agosto, houve criação de 100,9 mil postos de trabalho formais (190,4 mil em agosto 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 de comércio. Em suma, o conjunto de dados disponíveis indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há sinais de moderação na margem.

10. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 10,2% em julho, em relação a julho de 2011, amparado, em parte, por estímulos fiscais. Na comparação mês a mês, com base na série com ajuste sazonal, houve queda de 1,5%

em julho, após expansão de 6,2% em junho. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em doze meses até julho ficou em 5,9%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (19,9%) e móveis e eletrodomésticos (14,2%). Desde outubro de 2011, a FGV, em parceria com o Banco Central, divulga o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). Esse indicador retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. Em setembro, o índice avançou pelo segundo mês consecutivo. 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.

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, mostrou elevação em setembro (84,9%), ficando 0,5 p.p. acima do observado em setembro de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,1% em setembro – maior valor desde julho de 2011 –, 0,5 p.p. acima do registrado em setembro de 2011 e 2,6 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 86,7%, e recuou no de bens de capital, para 82,0%. No setor de bens intermediários e de materiais de construção, os níveis ficaram em 85,1% e em 88,0%, respectivamente. Ainda de acordo com a FGV, o Índice de Confiança da Indústria segue em recuperação gradual e atingiu o maior valor desde julho de 2011 na série dessazonalizada, em razão, principalmente, de melhoras no indicador de expectativas. A proporção de empresas que reportaram estoques em níveis normais aumentou desde a última reunião do Copom.

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses continuou em trajetória de queda, recuando para US\$22,5 bilhões em setembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$246,6 bilhões e de importações de US\$224,2 bilhões, associadas a variações de -0,1% e de 3,6%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o déficit em transações correntes acumulado em doze

meses atingiu US\$49,7 bilhões em agosto, equivalente a 2,1% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$65,8 bilhões em doze meses até agosto, equivalentes a 2,8% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

13. A economia global enfrenta período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado. Apesar do ambiente de riscos elevados, a volatilidade e a aversão ao risco diminuíram, desde a última reunião do Copom, em parte influenciadas por ações não convencionais de política monetária em importantes economias maduras. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas políticas, 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 agosto, aponta ainda maior moderação no crescimento nas principais economias. No mesmo sentido, os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a setembro sugerem atividade global moderada – apesar de alguma melhora na margem nos Estados Unidos (EUA) –, destacando-se a desaceleração no setor manufatureiro. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodaticias. Medidas não convencionais anunciadas por economias maduras devem aumentar a liquidez nos respectivos mercados, bem como preços de *commodities*, no curto prazo. Mesmo assim, 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.

14. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se acima de 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 avançaram 2,5%, enquanto as agrícolas recuaram 1,0%. Assim, em relação aos valores máximos observados em abril de 2011, as variações alcançam -21,7% e -12,7%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), acumula recuo de 9,3% até setembro, 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 e da Índia, 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

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

a) a projeção para o reajuste no preço da gasolina, para o acumulado em 2012, foi mantida em 0%, valor considerado na reunião do Copom de agosto;

b) a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão, para o acumulado em 2012, permaneceu em 0%, valor considerado na reunião do Copom de agosto;

c) a projeção de reajuste da tarifa de telefonia fixa, para o acumulado em 2012, reduziu-se para -1,3% ante -1,0% considerado na reunião do Copom de agosto, e a de eletricidade manteve-se em 1,4%, valor considerado na reunião de agosto;

d) 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%, valor considerado na reunião do Copom de agosto; e

e) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013 reduziu-se para 2,4% ante 4,5% considerados na reunião do Copom de agosto. 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). Cabe destacar que, em grande parte, o recuo na projeção para 2013 se deve à redução estimada nas tarifas de energia elétrica.

16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -27 pontos base (p.b.) e 27 p.b. para o quarto trimestre de 2012 e de 2013, respectivamente.

17. Em relação à política fiscal, considera-se geração de superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit 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 superávit primário de 3,10% do PIB, sem ajustes.

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

19. 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.

20. 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 5,19% para 5,42%. Para 2013, a mediana das

projeções de inflação reduziu-se de 5,50% para 5,44%. 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 5,20%, 5,19% e 5,19% para 5,39%, 5,44% e 5,40%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,50%, 5,67% e 5,46% para 5,47%, 5,51% e 5,40%, na mesma ordem.

21. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,05/US\$ e da taxa Selic em 7,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2012 manteve-se estável em relação ao valor considerado na reunião do Copom de agosto 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 manteve-se estável, acima 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. Para o terceiro trimestre de 2014, a projeção encontra-se acima do valor central da meta em ambos os cenários.

Implementação da política monetária

22. 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.

23. 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.

24. 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 penúltima 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 reverter no médio prazo. Dessa forma, apesar de ter manifestado viés inflacionário no curto prazo, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo.

25. 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.

26. O Copom pondera que 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, encontrar-se em nível elevado, e em ascensão. 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.

27. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, ainda que de forma não linear.

28. 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 superávit 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.

29. 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.

30. 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 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.

31. O Copom destaca que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica 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, devido à ausência de solução definitiva para a crise financeira europeia e aos riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – ora em curso nos principais blocos econômicos. Nota ainda, que o cenário para importantes economias emergentes se apresenta mais desafiador do que se antecipava. 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, 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.

32. Diante disso, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 7,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a.

33. Votaram pela redução da taxa Selic para 7,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini, Presidente, Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Luiz Awazu Pereira da Silva e Luiz Edson Feltrim. Nesse sentido, a maioria dos membros do Copom argumentou, em especial, que restavam incertezas quanto à velocidade de recuperação da atividade, em grande parte, decorrência das perspectivas de que o período de fragilidade da economia global seja mais prolongado do que se antecipava, com repercussões desinflacionárias sobre a economia doméstica. Além disso, foi destacado que as recentes pressões de preços decorrem, principalmente, de choques de oferta, internos e externos, que tendem a reverter no médio prazo. Portanto, no entendimento desses cinco membros do Comitê, o cenário prospectivo para a inflação ainda comportava um último ajuste nas condições monetárias.

34. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a. os seguintes membros do Comitê: Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Sidnei Corrêa Marques. Nesse sentido, a minoria dos membros do Copom ponderou que a recuperação da atividade tende a ser sustentada pelos impulsos monetários, fiscais e creditícios já introduzidos na economia. Eventualmente, pressões de demanda e de custos poderão incidir sobre a inflação. Consequentemente, na visão desses três membros do Comitê, o cenário prospectivo para a inflação não recomendava um ajuste adicional nas condições monetárias.

35. 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 dos empresários criam boas perspectivas para o investimento neste e nos próximos semestres. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para expansionista. Por outro lado, o Comitê nota 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.

36. 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 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.

37. 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.

38. Diante do exposto, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear.

39. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 27 de novembro 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

40. O IPCA registrou elevação de 0,57% em setembro ante 0,41% em agosto, acumulando alta de 3,77% no ano e de 5,28% em doze meses ante 5,24% em agosto, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu a aceleração tanto dos preços livres quanto dos monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,66% em setembro ante 0,50% em agosto, o movimento foi influenciado pelo comportamento dos preços de bens comercializáveis, que passaram de 0,44% para 0,92%, enquanto os preços de não comercializáveis desaceleraram de 0,55% para 0,43%, a despeito da aceleração dos preços dos serviços, com variação de 0,51% em setembro ante 0,49% em agosto. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,30% em setembro ante 0,13% em agosto. A variação mensal do IPCA decorreu, principalmente, de aumentos dos preços dos grupos alimentação e bebidas e habitação, com contribuições respectivas de 0,30 p.p. e de 0,10 p.p. O índice de difusão situou-se em 66,30% em setembro ante 65,48% em agosto.

41. Considerados períodos de doze meses até setembro, os preços livres apresentaram aceleração em relação a agosto, de 5,75% para 5,93%, enquanto os preços monitorados desaceleraram, de 3,77% para 3,44%. A evolução dos preços livres refletiu o efeito

da aceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 2,96% para 3,37%, enquanto os preços dos produtos não comercializáveis recuaram de 8,33% para 8,28%, no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 7,89% no acumulado em doze meses até setembro ante 7,89% e 7,90%, em períodos correspondentes até agosto e julho, respectivamente.

42. O IGP-DI variou 0,88% em setembro, após alta de 1,29% em agosto, de acordo com a FGV, com desaceleração no IPA e no INCC, enquanto o IPC apresentou aceleração no período. O indicador acumula elevação de 7,46% no ano e de 8,17% em doze meses.

43. O IPA-DI variou 1,11% no mês ante 1,77% em agosto, e acumula alta de 8,89% no ano e de 9,18% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários avançaram 1,98% em setembro, após elevação de 5,19% no mês anterior, acumulando aumentos de 18,73% no ano e de 18,06% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,76% no mês ante 0,47% em agosto, e acumula 5,39% no ano e 5,98% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários repercutiu, principalmente, a variação registrada nos preços da soja, 2,48%; bovinos, 3,96%; mandioca, 16,37%; e arroz, 13,58%; com contribuições para o IPA-DI de 0,17 p.p., 0,13 p.p., 0,12 p.p. e 0,10 p.p., respectivamente. Entre os preços dos produtos industriais, destaque-se a influência exercida por carnes, produtos de carne e pescados e produtos químicos, com altas de 6,95% e 2,31%, respectivamente, e contribuições para o índice mensal de 0,23 p.p. e 0,22 p.p., respectivamente.

44. O IPC-DI registrou elevação de 0,54% em setembro ante 0,44% em agosto, acumulando aumentos de 4,07% no ano e de 5,73% em doze meses. A variação do IPC-DI em setembro foi influenciada, em especial, pela alta de 1,23% no grupo alimentação, com contribuição de 0,29 p.p. para o índice mensal. O INCC-DI variou 0,22% no mês ante 0,26% no mês anterior, resultado da desaceleração dos custos de mão de obra, de 0,13% para 0,00%, e da aceleração dos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,39% para 0,46%. O INCC-DI acumulou alta de 6,37% no ano e de 7,49% em doze meses.

45. O IPP/IT variou 0,53% em agosto, após alta de 0,50% em julho, e acumulou elevação de 5,59% no ano ante 0,75% no mesmo período do ano anterior, e expansão de 7,53% no período de doze meses encerrado em agosto ante 7,14% em julho. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pela alta nos preços do segmento de produtos alimentícios, com contribuição para o índice de 0,41 p.p., contrabalançada parcialmente pela contribuição relativa à divisão de outros produtos químicos, -0,16 p.p. A variação do índice no período de doze meses encerrado em agosto refletiu, sobretudo, elevação associada à contribuição da indústria de produtos alimentícios, 3,32 p.p.

46. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 0,29% em setembro, após ter recuado 0,08% em agosto, refletindo variação de -0,89%, -1,28% e de 8,05% nos subíndices agropecuária, energia e metal, respectivamente. No ano, o IC-Br acumula valorização de 8,93%, com avanços de 8,94%, 6,64% e 11,44% nos respectivos subíndices. Em doze meses, o índice acumula valorização de 3,61%, com os subíndices registrando altas de 3,05%, 7,39% e 2,88%, na mesma sequência.

Atividade econômica

47. O IBC-Br registrou elevação de 0,42% em julho ante junho, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em julho, o índice apresentou alta de 0,61% em relação ao terminado em abril, quando havia crescido 0,38% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 2,34% no mês, em relação a julho de 2011, ante expansão de 0,99% registrada em junho, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevação de 1,08% no ano e de 1,24% nos últimos doze meses finalizados em julho.

48. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 1,5% em julho em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após alta de 6,2% em junho e de 0,1% em maio. Com esse resultado, o trimestre finalizado em julho apresentou expansão de 4,6% em relação ao trimestre encerrado em abril, quando havia crescido 1,4%. Por segmento, observou-se elevação mensal nas vendas de 8 dos

10 segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 9,7%, em oposição à queda de 8,9% em veículos, motocicletas, partes e peças. No ano, o comércio ampliado cresceu 7,5%. As vendas do comércio varejista aumentaram 1,4% em julho comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após elevação de 1,6% em junho e queda de 0,8% em maio, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 1,3% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 8,8% no ano e de 7,5% no acumulado de doze meses.

49. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 10,2% em julho, com expansão em todos os segmentos, destacando-se as elevações de veículos, motocicletas, partes e peças, 16,4%; móveis e eletrodomésticos, 12,5%; equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 11,4%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 11,3%. No período de doze meses encerrado em julho, o comércio ampliado registrou crescimento de 5,9%, com ênfase no aumento das vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 19,9%; móveis e eletrodomésticos, 14,2%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10%.

50. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 288,1 mil unidades em setembro, representando retração mensal de 16,2%, após elevação de 8,7% em agosto e queda de 6% em julho, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. No terceiro trimestre houve expansão de 14,2% ante alta de 3,7% no trimestre anterior. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos cresceram 4%, resultado dos aumentos de 6,9% nas vendas de automóveis e de 0,9% nas vendas de comerciais leves; em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus decresceram 22,8% e 13%, respectivamente.

51. 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 1% em agosto. A análise dos dados observados indicou variações de -7,1% em relação a agosto do ano anterior, de 1,4% no acumulado do ano e de 1,9% em doze meses.

52. A produção de bens de capital cresceu 0,3% em agosto, acumulando elevação de 1% no trimestre, relativamente ao finalizado em maio, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado da categoria no mês foi favorecido pela expansão de 2,5% na produção de bens de capital agrícolas; em oposição, os demais segmentos registraram retração no período, destacando-se as reduções de 28% na produção de equipamentos para a construção e de 8,8% nas relativas a bens de capital para fins não seriados e, também, para peças agrícolas.

53. A produção de insumos típicos da construção civil registrou crescimento mensal de 1,3% em agosto, acumulando aumento de 0,5% no trimestre em relação ao finalizado em maio, considerados dados dessazonalizados. Em relação a iguais períodos de 2011, a produção do segmento registrou expansões de 3,6% no mês, de 2,8% no acumulado do ano e de 3,2% em doze meses.

54. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$137,6 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em julho, 16,6% inferior ao resultado de igual período de 2011, repercutindo, em grande medida, retração de 44,4% nos recursos destinados à indústria de transformação. No período, o setor de infraestrutura absorveu 37% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 32%; comércio e serviços, 24%; e agropecuária, 7%.

55. A produção física da indústria geral apresentou expansão mensal de 1,5% em agosto, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após elevação de 0,5% (revisada) em julho, refletindo crescimentos de 1,6% na indústria de transformação e de 0,1% na indústria extrativa. Foram registrados aumentos na produção de todas as categorias de uso: bens de consumo duráveis, 2,6%; bens intermediários, 2%; bens de consumo semi e não duráveis, 1,2%; e bens

de capital, 0,3%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, dezenove apresentaram elevação no mês, com destaque para os segmentos fumo, 35%; mobiliário, 6,3%; e material eletrônico e equipamento de comunicação, 5,9%. Em oposição, os setores diversos, equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e máquinas e equipamentos apresentaram as maiores retrações mensais, 5%, 2,7% e 2,6%, respectivamente. A produção da indústria aumentou 0,4% no trimestre encerrado em agosto em relação ao terminado em maio, quando havia decrescido 0,9%, na mesma base de comparação, repercutindo expansão de 0,4% na indústria de transformação, enquanto a indústria extrativa recuou 1,3%. A evolução trimestral foi favorecida pelo avanço das indústrias de fumo, 22,3%; de outros equipamentos de transportes, 5,4%; e de perfumaria e produtos de limpeza, 4%; em sentido contrário, equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e vestuário apresentaram as maiores quedas, 6% e 3%, respectivamente, no período analisado. Considerados dados observados, a produção física da indústria, refletindo, sobretudo, resultado desfavorável do segmento de bens de capital, apresentou redução de 1,9% no mês ante igual período do ano anterior, de 3,4% no acumulado do ano e de 2,9% em doze meses.

56. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,1% em setembro, com aumento de 0,1 p.p. em relação a agosto, segundo dados dessazonalizados da FGV. Foram registradas retrações em todas as categorias de uso para esse tipo de comparação, destacando-se as reduções de 1,5 p.p. em bens de capital e de 0,6 p.p. em material de construção e em bens de consumo não duráveis. Considerada a série observada, o Nuci apresentou aumento de 0,5 p.p. em relação a setembro de 2011, atingindo 84,9%, resultado da elevação de 3,6 p.p. em bens de consumo não duráveis e de 2,9 p.p. em bens de consumo duráveis; em oposição ao decréscimo nos indicadores das indústrias de bens de capital, 2,9 p.p.; de material de construção, 2,5 p.p.; e de bens intermediários, 0,1 p.p.

57. A produção de automóveis montados atingiu 282,5 mil unidades em setembro, representando queda de 1,1% em relação a agosto e aumento de 6,9% no terceiro trimestre, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos

Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando-se dados observados, a produção apresentou variação de 8,2% em relação a setembro de 2011, de -5,7% no acumulado do ano e de -6,1% em doze meses.

58. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais recuou 15% em relação a agosto e cresceu 16,8% no trimestre encerrado em setembro ante o trimestre anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, ocorreu expansão de 0,4% em relação a setembro de 2011, de 5,8% no acumulado do ano e de 0,6% em doze meses. As exportações de autoveículos montados alcançaram 27,2 mil unidades em setembro, representando retrações de 40,3% em relação a igual mês do ano anterior, de 18% no acumulado do ano e de 8,4% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações decresceram 26,9% no mês e 5,8% no terceiro trimestre, na comparação com o anterior.

59. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, referente a setembro, a safra de grãos do país deverá totalizar 163,7 milhões de toneladas em 2012, o que representa elevação de 2,2% em relação à de 2011 e retração de 0,5% em relação à estimativa de agosto. O novo levantamento apresentou perspectiva mais favorável para a safra de trigo, com acréscimo de 7,8% em comparação à estimativa do mês anterior, contrastando com as retrações previstas para os cultivos de soja, milho e feijão, de 0,9%, 0,6% e 0,5%, respectivamente, em igual base de comparação. Em relação à safra de grãos de 2011, o novo levantamento estima expansão de 28,5% para o milho, repercutindo expectativa de aumento de 75,8% para a segunda safra, em oposição ao decréscimo respectivo de 18,1%, 15%, 12,8% e 7,1% nas colheitas de feijão, arroz, soja e trigo. Projeta-se, adicionalmente, queda de 7,7% na safra de cana-de-açúcar em relação ao ano anterior, resultado 0,4% maior que o projetado na estimativa anterior.

Expectativas e sondagens

60. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da

FGV, de abrangência nacional, registrou aumento de 1,4% em setembro em relação a agosto, alcançando 122,1 pontos, refletindo expansão de 2,2% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,8% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a setembro de 2011, o ICC registrou alta de 1,8%, conforme dados observados, resultado de elevações de 1,1% no ISA e de 2,1% no IE.

61. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS), calculado pela Sondagem de Serviços, da FGV, considerados dados com ajuste sazonal, avançou 2,9% em setembro em relação a agosto, ao passar de 117,5 para 120,9 pontos, refletindo elevação de 0,2% no ISA-S e de 5,1% no IE-S. Na comparação com setembro de 2011, o ICS apresentou recuo de 5%, resultado das retrações de 8,9% no ISA-S e de 1,8% no IE-S.

62. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 132,8 pontos em setembro, representando queda de 1,4% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de retrações de 2,1% no ISA-COM e de 1% no IE-COM. No trimestre finalizado em setembro, o ICOM registrou contração de 3,1% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelas retrações de 2,2% no ISA-COM e de 3,7% no IE-COM.

63. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, avançou 0,9% em setembro em relação a agosto, situando-se em 105 pontos, resultado de recuo de 0,1% no ISA e de aumento de 1,7% no IE. Em relação a setembro de 2011, o ICI apresentou elevação de 3,5%, resultado dos acréscimos de 2% no ISA e de 5% no IE.

64. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 122,6 pontos em setembro, 3% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado decorreu de retrações de 2,9% no ISA-ICST e de 3,1% no IE-ICST. No trimestre encerrado em setembro, o ICST registrou contração de 7,8% comparativamente a igual período de 2011, repercutindo recuos de 9,4% no ISA-ICST e de 6,4% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

65. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 100,9 mil empregos formais em agosto, sobressaindo a abertura de 54,3 mil vagas no setor de serviços, 31,3 mil no comércio, 16,4 mil na indústria de transformação e 11,3 mil na construção civil; em oposição ao fechamento líquido de 16,6 mil postos na agropecuária, reflexo de fatores sazonais. No acumulado do ano, foram geradas 1,1 milhão de vagas, e em doze meses, 1,07 milhão ante 1,6 milhão e 1,8 milhão, na ordem, em iguais períodos de 2011. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a julho, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.

66. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,3% em agosto, com recuos de 0,1 p.p. em relação a julho e de 0,7 p.p. comparativamente a agosto de 2011. O resultado mensal refletiu a elevação de 0,7% na ocupação e de 0,6% na PEA. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o desemprego atingiu 5,2% em agosto, ante 5,3% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou crescimento de 1,9%, em relação ao mês anterior, de 2,3%, na comparação com agosto de 2011, e de 4%, no acumulado do ano. A massa salarial real apresentou expansão de 2,6%, 3,8%, e 5,9%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

67. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.211 bilhões em agosto, com expansão de 1,2% no mês, 8,9% no ano e 17% em doze meses, correspondendo a 51% do PIB. As operações com recursos livres, 63,8% do estoque total do sistema financeiro, cresceram 1% no mês, 8,1% no ano e 15% em doze meses, refletindo acréscimos respectivos de 1,3%, 7,8% e 13,9% no saldo das operações com pessoas físicas e de 0,8%, 8,4% e 16,1%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos

com recursos direcionados apresentaram elevações respectivas de 1,6%, 10,4% e 20,6%, nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 3,2%, 24,3% e 37,3%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais.

68. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 30,1% em agosto, com reduções de 0,6 p.p. no mês e de 9,6 p.p. em doze meses. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 35,6% e 23,1%, assinalando retrações respectivas de 0,6 p.p. e de 0,5 p.p., em relação a julho, e de 10,6 p.p. e de 7,8 p.p., na comparação com agosto de 2011.

69. O prazo médio das operações no âmbito do crédito referencial aumentou três dias em agosto, atingindo 507 dias. Os prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e jurídicas aumentaram quatro e dois dias, respectivamente, alcançando 614 e 408 dias, na ordem.

70. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, alcançou 5,9% em agosto, apresentando estabilidade no mês e elevação de 0,6 p.p. em relação a agosto de 2011. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 7,9% no mês, permanecendo estável em relação ao mês anterior e aumentando 1,1 p.p. em doze meses. O indicador relativo a pessoas jurídicas alcançou 4,1%, com aumentos de 0,1 p.p. e de 0,2 p.p. nas mesmas bases de comparação.

Ambiente externo

71. Desde a última reunião do Copom, a atividade mundial segue em ritmo moderado. Nos EUA, o crescimento do PIB no segundo trimestre foi revisado para 1,3% ante estimativa anterior de 1,7%. A produção industrial recuou 1,2% em julho e agosto, levando o índice médio desses meses ao mesmo patamar observado no segundo trimestre do ano. A criação média de postos de trabalho alcançou 146 mil vagas no terceiro trimestre, ritmo superior ao observado no trimestre anterior, e a taxa de desemprego recuou para 7,8% em setembro ante 8,3% em julho. Os preços médios das residências, medidos pelo índice Case-Shiller, cresceram em julho pelo

sexto mês consecutivo e registraram a primeira alta interanual em junho. Na Área do Euro, a taxa de desemprego de agosto manteve-se, pelo terceiro mês consecutivo, em 11,4%, o maior índice da série, contribuindo para que, em setembro, o índice de sentimento econômico da região recuasse pelo sétimo mês consecutivo. O PMI composto da região alcançou 46,1 em setembro ante 46,3 em agosto, indicando contração pelo oitavo mês consecutivo. As vendas no varejo cresceram 0,1% em agosto, registrando o terceiro crescimento mensal consecutivo. Na China, a despeito dos dados interanuais permanecerem em desaceleração, as taxas médias de crescimento mensal observadas no bimestre julho-agosto para a produção industrial e as vendas no varejo avançaram em relação às médias do segundo trimestre, em oposição ao observado para os investimentos em ativos fixos. As projeções para o crescimento global em 2012 e 2013 divulgadas no *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional (FMI), de outubro, foram reduzidas para 3,3% e 3,6%, respectivamente, ante 3,5% e 3,9% previstos na atualização de julho.

72. Os mercados financeiros e de *commodities* foram positivamente afetados pelos anúncios do Banco Central Europeu (BCE) sobre o programa de compras ilimitadas de papéis soberanos de até três anos no mercado secundário, sob condicionalidades; de novas medidas de afrouxamento monetário por parte do *Federal Reserve*, nos EUA, e do Banco do Japão; e de novo pacote de estímulo fiscal na China. Desde a última reunião do Copom, o Embi+ Composto e o índice CBOE VIX recuaram, os principais índices representativos de bolsas de valores valorizaram-se, e o dólar recuou frente às principais moedas. Em relação aos preços internacionais de *commodities*, ressaltou-se o expressivo avanço das metálicas, bastante influenciado pelas medidas citadas. As *commodities* agrícolas apresentaram variações em sentidos opostos, com recuos nos preços internacionais de grãos e aumentos nos de açúcar e café. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent*, embora com oscilação, recuou no período analisado.

73. Em agosto, a variação anual do IPC para as economias avançadas, dados do *International Financial Statistics* (IFS), do FMI, elevou-se para 1,7% ante 1,4% em julho, em razão do comportamento dos preços de energia,

interrompendo sequência de dez meses consecutivos sem elevação daquele índice. Nas economias emergentes e em desenvolvimento, a desinflação também sofreu inflexão em agosto, influenciada, em grande parte, pelas altas nos preços dos alimentos e matérias-primas ocorridas nos últimos meses. A variação anual do IPC para as economias em desenvolvimento, de acordo com o IFS/FMI, avançou para 5,9% em agosto ante 5,8% em julho, após quatro meses consecutivos sem elevação.

74. Nas economias desenvolvidas, as taxas de juros oficiais foram sustentadas nas mínimas históricas nos EUA, entre 0 e 0,25%; Área do Euro, 0,75%; Japão, entre 0 e 0,1%; e Reino Unido, 0,5%. Nas demais economias, as taxas também se mantiveram nos níveis vigentes, à exceção da Suécia, República Tcheca, Hungria e Austrália, que reduziram suas respectivas taxas básicas em 25 p.b., e Rússia e Uruguai, que as elevaram em 25 p.b.

Comércio exterior e reservas internacionais

75. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2,6 bilhões em setembro, resultado de exportações de US\$20 bilhões e importações de US\$17,4 bilhões. O saldo acumulado no ano totalizou US\$15,7 bilhões ante US\$23,1 bilhões em igual período de 2011, refletindo retrações de 4,9% nas exportações e de 1,2% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio recuou 3,2% no ano, pela média diária, somando US\$345,5 bilhões.

76. As reservas internacionais atingiram US\$378,7 bilhões em setembro, representando aumento de US\$1,5 bilhão em relação a agosto e de US\$26,7 bilhões comparativamente a dezembro de 2011. No mês, não houve intervenção do Banco Central no mercado doméstico de câmbio a vista.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

77. Após a reunião do Copom de agosto, a curva de juros doméstica apresentou declínio em toda a sua extensão. No âmbito doméstico, a queda das taxas foi influenciada pela divulgação de dados de emprego formal e de atividade econômica abaixo das

estimativas de mercado e pela expectativa de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário. No cenário internacional, preocupações com os desdobramentos da crise na Zona do Euro e a perspectiva de baixo crescimento global reforçaram o movimento de queda das taxas de longo prazo. Entre os dias 28 de agosto e 8 de outubro, as taxas de juros de um, três e seis meses recuaram 0,24 p.p., 0,17 p.p. e 0,14 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos cederam 0,23 p.p., 0,41 p.p. e 0,37 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 1,78% em 27 de agosto para 1,67% em 8 de outubro, devido, principalmente, à redução das taxas nominais.

78. Entre 28 de agosto e 8 de outubro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial reverso de vencimento em outubro, novembro e dezembro de 2012 e em janeiro de 2013, em montante equivalente a US\$7,0 bilhões. O saldo líquido das operações de *swap* do Banco Central é de US\$4,9 bilhões, ativo em variação cambial.

79. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 28 de agosto a 8 de outubro, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$38,4 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$131,8 bilhões, entre 10 de julho e 27 de agosto, para R\$140,9 bilhões, entre 28 de agosto e 8 de outubro. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 13 e 29 dias úteis, elevando o saldo diário médio

das operações tomadoras de curto prazo para R\$390,4 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo em 29 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\$55,5 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central aumentou de R\$567,5 bilhões, entre 10 de julho e 27 de agosto, para R\$586,8 bilhões, entre 28 de agosto e 8 de outubro. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra subiu de R\$567,4 bilhões em 27 de agosto para R\$606,8 bilhões em 8 de outubro. Os principais fatores que contribuíram para a expansão da liquidez no período foram as despesas líquidas da União e a liberação de recursos dos depósitos compulsórios.

80. Entre 28 de agosto e 8 de outubro, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$41,4 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$30,0 bilhões, sendo R\$28,2 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2013, 2014, 2015 e 2016, e R\$1,8 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2018 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$0,1 bilhão, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$11,3 bilhões.

Notas da 171ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 27 e 28/11/2012

Local: Sala de reuniões do 8º andar (27/11) e do 20º andar (28/11) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h11 (27/11) e 16h25 (28/11)

Horário de término: 20h05 (27/11) e 19h35 (28/11)

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 27)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 28)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Luiz Donizete Felício – Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

Rodrigo Collares Arantes – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas (presente no dia 28)

Gustavo Paul Kurre – Assessor de Imprensa (presente no dia 27)

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência (presente no dia 27)

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) ficou em 0,59% em outubro, 0,02 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em setembro. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses alcançou 5,45% ante 6,97% em outubro de 2011. Os preços livres variaram 6,23% em doze meses até outubro (7,24% em outubro de 2011), e os preços administrados, 3,23% (6,34% em outubro de 2011). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 4,00% em doze meses até outubro (5,87% em outubro de 2011), e os dos bens não comercializáveis, 8,27% (8,41% em outubro de 2011). O grupo de alimentos e bebidas, ainda sensibilizado por fatores climáticos, externos e domésticos, registrou alta de 1,36% nos preços em outubro (0,56% em outubro de 2011) e atingiu variação de 10,40% em doze meses. Os preços dos serviços aumentaram 0,51% em setembro e em outubro e atingiram 7,99% em doze meses (8,94% em outubro de 2011). Em síntese, a inflação de serviços ainda segue em níveis elevados, e são decrescentes as pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central passou de 0,47% em setembro para 0,51% em outubro. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo se deslocou de 5,23% em setembro para 5,25% em outubro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,49%, em setembro, para 0,54% em outubro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,49% para 0,46% no mesmo período. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,51% em setembro para 0,55% em outubro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, avançou

de 0,47% em setembro para 0,51% em outubro, e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,39% em setembro para 0,48% em outubro.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou 0,31% em outubro, após registrar alta de 0,88% em setembro, com variação acumulada de 7,41% em doze meses (6,78% em outubro de 2011). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 7,92% em doze meses até outubro, influenciado por forte alta no segmento agropecuário (17,21%), por sua vez, impactado por choques de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 9,27% nos preços de matérias-primas brutas, de 9,00% nos de bens intermediários e de 5,48% nos de bens finais. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,97% em doze meses até outubro (6,78% em outubro de 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,47% em doze meses, em parte pela elevação dos custos de 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 0,72% em setembro (0,52% em agosto) e 6,99% 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-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,5% em setembro, após crescer 1,0% em agosto. Dessa forma, o indicador aumentou 1,2% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior, e 1,8% em relação ao mesmo período do ano anterior. Assim, a variação acumulada em doze meses ficou em 1,1%,

em setembro. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou em novembro, embora continue em valores superiores à média histórica recente do índice. Já o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) registrou a terceira alta consecutiva em novembro. Ainda de acordo com a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) recuou em novembro na série dessazonalizada, após registrar três avanços mensais consecutivos. De acordo com levantamento feito pelo IBGE, a produção de grãos deve crescer 1,5% este ano. Para 2013, os prognósticos apontam expansão de 5,1%.

5. A atividade fabril recuou 1% em setembro, após expansão por três meses consecutivos, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Houve queda da produção em 16 dos 27 ramos de atividade. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial recuou 3,8% em setembro e 3,1% no acumulado em doze meses, apesar do crescimento de 1,0% no terceiro trimestre deste ano. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação diminuiu 0,5% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, e o número de horas trabalhadas recuou 3,8%. Dessa forma, o faturamento real cresceu 3,1% entre janeiro e setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 2,0%.

6. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve recuo de 1,4% na produção de bens de consumo duráveis em setembro, após três meses de variações positivas. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis ficou estável em setembro, enquanto a de bens de capital recuou 0,6%, e a de bens intermediários, 1,1%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até setembro, a produção de bens de consumo duráveis variou -7,0%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,7%; a de bens de capital, -9,6%; e a de bens intermediários, -1,9%.

7. A taxa de desemprego para outubro, nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi estimada em

5,3%, 0,5 p.p. abaixo da registrada em outubro de 2011. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação passou de 5,5% em setembro para 5,4% em outubro. O nível de ocupação – que representa a proporção de pessoas ocupadas em relação às pessoas em idade ativa – atingiu máximo da série em outubro (55,0%). Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 4,6% em outubro, comparado a igual mês do ano anterior. Por sua vez, a massa salarial real cresceu 7,8% em relação a outubro de 2011. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, em outubro, houve criação de 67,0 mil postos de trabalho formais (126,1 mil em outubro de 2011). Os setores que mais contribuíram para esse resultado, em termos absolutos, foram o comércio e os serviços. Em suma, os dados disponíveis indicam um mercado de trabalho aquecido, embora com alguns 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 varejista cresceu 8,5% em setembro, em relação a setembro de 2011, e o volume de vendas do comércio varejista ampliado, 2,0%, na mesma base de comparação. Em relação ao mês anterior, houve expansão de 0,3% nas vendas do comércio varejista restrito em setembro, com base na série com ajuste sazonal, e queda de 9,2% nas vendas do comércio ampliado – em parte, reflexo da reversão de ganhos, localizados em agosto, e que decorreram de estímulos fiscais ao segmento de veículos. Dessa forma, a taxa de crescimento, acumulada em doze meses, do comércio ampliado até setembro ficou em 6,6%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (17,9%) e móveis e eletrodomésticos (13,3%). O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, avançou pelo terceiro mês consecutivo em outubro, com melhora na percepção da situação atual e nas expectativas. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real 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 ligeiro recuo em novembro para 85,2%, 0,7 p.p. acima do observado em novembro de 2011. Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,0% em novembro, 0,7 p.p. acima do registrado em novembro de 2011 e 2,7 p.p. abaixo do máximo da série registrado em junho de 2008. A utilização da capacidade se intensificou no setor de bens de consumo ao longo dos últimos meses e atingiu 86,8% em novembro. No setor de bens de capital, de bens intermediários e de materiais de construção, os níveis ficaram em 80,9%, 85,3% e 90,3%, respectivamente.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$21,8 bilhões em outubro. Esse resultado adveio de exportações de US\$246,3 bilhões e de importações de US\$224,5 bilhões, associadas a variações de -1,8% e de 2,2%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o déficit em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$52,2 bilhões em outubro, equivalente a 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$66,0 bilhões em doze meses até outubro, equivalentes a 2,9% 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, a despeito da recente acomodação nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e a incertezas políticas, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras, principalmente na Europa. O indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a setembro, sinaliza estabilização no crescimento dos Estados Unidos (EUA) e da China e alguma piora na Zona do Euro e no Japão. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) referentes a outubro, bem como resultados preliminares de novembro, sugerem atividade global moderada, notadamente no setor manufatureiro, apesar de sinalizarem crescimento nos EUA e nas principais economias emergentes. Em relação à política monetária, as economias maduras

persistem com posturas fortemente acomodatórias. 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 outras ações anticíclicas.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se acima de 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 ficaram estáveis, enquanto os das agrícolas recuaram 1,7%. Assim, em relação aos valores máximos observados em abril de 2011, as variações alcançaram -21,7% e -14,2%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), acumula recuo de 10,3% até outubro, 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.

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) a projeção de reajuste no preço da gasolina, para o acumulado em 2012, foi mantida em 0%, valor considerado na reunião do Copom de outubro;

b) a projeção de reajuste na tarifa de eletricidade, para o acumulado de 2012, foi mantida em 1,4%, valor considerado na reunião do Copom de outubro;

c) a projeção de reajuste no preço do gás de bujão, para o acumulado em 2012, elevou-se para 3,5% ante 0% considerado na reunião do Copom de outubro;

d) a projeção de reajuste na tarifa de telefonia fixa, para o acumulado em 2012, reduziu-se para -1,6% ante -1,3% considerado na reunião do Copom de outubro;

e) 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 3,4% ante 3,6% considerado na reunião do Copom de outubro; e

f) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados, para o acumulado de 2013, foi mantida em 2,4%, valor considerado na reunião do Copom de outubro, e para 2014 a projeção é de 4,5%. Essas projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).

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 -9 pontos base (p.b.), 40 p.b. e 30 p.b. para o quarto trimestre de 2012, de 2013 e de 2014, respectivamente.

15. Em relação à política fiscal, considera-se geração de *superávit* primário em torno de 3,10% do PIB em 2012, com ajustes. Além disso, admite-se como hipótese de trabalho a geração de *superávit* 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 *superávit* primário de 3,10% do PIB, sem ajustes.

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

17. 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 5,42% para 5,43%. Para 2013, a mediana das projeções de inflação reduziu-se de 5,44% para 5,40%. 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 5,39%, 5,44% e 5,40% para 5,41%, 5,43% e 5,43%, respectivamente. Para 2013, a mediana das projeções deslocou-se de 5,47%, 5,51% e 5,40% para 5,34%, 5,46% e 5,39%, na mesma ordem.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,10/US\$ e da taxa Selic em 7,25% 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 outubro e se posiciona 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 encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2013, a projeção de inflação manteve-se estável em ambos os cenários – nos dois casos, acima do valor central da meta. Para 2014, a projeção encontra-se em torno do valor central da meta em ambos os cenários.

Implementação da política monetária

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

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

20. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, e ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Dito de outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo prazo. Assim, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa trajetória. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

21. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Nesse contexto, apesar de identificar recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. O Comitê avalia que, de modo geral, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada. Nas economias maduras, parece limitado o espaço para

utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal neste e nos próximos anos. Já em importantes economias emergentes, o ritmo de atividade tem se intensificado, amparado pela resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca, ainda, as evidências de moderação de pressões localizadas de preços no segmento de *commodities* agrícolas, que haviam surgido entre o segundo e o terceiro trimestre deste ano e decorreram de um choque desfavorável de oferta.

22. O Copom pondera que são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica doméstica, 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, encontrar-se em nível elevado. 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.

23. 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. Nota que a geração de *superavit* 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.

24. 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.

25. O Copom ressalta que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste semestre e no próximo ano e riscos limitados de 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 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. Além disso, importa destacar que as perspectivas para os próximos semestres apontam moderação na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros. Na visão do Comitê, evidências como a acomodação dos preços no atacado indicam arrefecimento de pressões, sobre os preços ao consumidor, decorrentes da instabilidade dos preços de produtos *in natura* e de grãos observadas há alguns meses.

26. Em resumo, o Copom avalia que o cenário prospectivo para a inflação apresenta sinais favoráveis e reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, ainda que de forma não linear.

27. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés.

28. 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.

29. 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 dos empresários criam boas perspectivas para o investimento neste e nos próximos semestres. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos 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.

30. 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. Apóia essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo oitavo ano consecutivo, da estabilidade macroeconômica e de avanços institucionais. Além disso, o processo de redução dos juros foi favorecido por mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito bem como pela geração de *superavit* primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Para o Comitê, todas essas transformações caracterizam-se por 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.

31. 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.

32. Diante do exposto, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a estabilidade

das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 15 de janeiro de 2013, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 22.665, de 27 de junho de 2012.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

34. O IPCA-15 variou 0,54% em novembro ante 0,65% em outubro, acumulando altas de 5,05% no ano e de 5,64% em doze meses ante 5,56% em outubro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu desaceleração dos preços livres e aceleração dos monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,60% em novembro ante 0,76% em outubro, o movimento foi influenciado pelo comportamento dos preços de bens comercializáveis, que passaram de 1,16% para 0,79%, enquanto os preços de não comercializáveis aceleraram de 0,40% para 0,43%, repercutindo, principalmente, a aceleração dos preços dos serviços, que variaram 0,71% em novembro ante 0,43% em outubro. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,36% em novembro ante 0,31% em outubro. A variação mensal do IPCA-15 decorreu, principalmente, de aumento dos preços dos grupos alimentação e bebidas, com contribuição de 0,20 p.p., e vestuário e transportes, com contribuições idênticas de 0,09 p.p. O índice de difusão situou-se em 63,84% em novembro ante 66,03% em outubro.

35. Considerados períodos de doze meses até novembro, os preços livres apresentaram aceleração em relação a outubro, de 6,27% para 6,32%, e os preços monitorados, de 3,55% para 3,67%. A evolução dos preços livres refletiu o efeito da aceleração dos preços dos produtos comercializáveis, de 4,27% para 4,56%, enquanto os preços dos produtos não comercializáveis recuaram de 8,07% para 7,91%, no período analisado. Os preços do

segmento de serviços aumentaram 7,76% no acumulado em doze meses até novembro ante 7,61% e 7,64%, em períodos correspondentes até outubro e setembro, respectivamente.

36. O IGP-10 variou -0,28% em novembro, após alta de 0,42% em outubro, de acordo com a FGV, tendo refletido queda do IPA e desaceleração do IPC e do INCC. O indicador acumula elevações de 6,75% no ano e de 6,95% em doze meses.

37. O IPA-10 variou -0,57% no mês ante 0,40% em outubro e acumula altas de 7,36% no ano e de 7,33% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 1,10% em novembro, após elevação de 0,53% no mês anterior, acumulando aumentos de 16,06% no ano e de 15,93% em doze meses. Os preços dos produtos industriais registraram queda de 0,35% no mês ante a elevação de 0,34% em outubro, e acumulam 4,23% no ano e 4,24% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários repercutiu, principalmente, a variação registrada nos preços da soja, -5,94%, e do tomate, -32,61%, com contribuições para o IPA-10 de -0,39 p.p. e -0,11 p.p., respectivamente. Entre os preços dos produtos industriais, destaque-se a influência exercida por minerais metálicos e óleos e gorduras vegetais, com recuos de 4,71% e 4,13%, respectivamente, e contribuições para o índice mensal de -0,23 p.p. e -0,14 p.p., respectivamente.

38. O IPC-10 registrou elevação de 0,36% em novembro ante 0,57% em outubro, acumulando aumentos de 5,05% no ano e de 5,73% em doze meses. A desaceleração do IPC-10 em novembro foi favorecida, em especial, pela menor elevação de preços do grupo alimentação, cuja contribuição para o índice mensal recuou de 0,27 p.p. em outubro para 0,07 p.p. em novembro. O INCC-DI variou 0,22% em novembro ante 0,24% no mês anterior, resultado da elevação dos custos de mão de obra, de 0,09% ante variação nula em outubro, e da desaceleração dos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,50% para 0,35%. O INCC-10 acumulou altas de 6,67% no ano e de 7,23% em doze meses.

39. O IPP/IT variou 0,72% em setembro, após alta de 0,52% em agosto, acumulando elevações de

6,35% no ano, ante 1,99% no mesmo período do ano anterior, e de 6,99% no período de doze meses encerrado em setembro, ante 7,53% em agosto. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, em grande medida, pela alta nos preços dos segmentos de outros produtos químicos, alimentos e bebidas, com contribuições respectivas para o índice de 0,40 p.p., 0,17 p.p. e 0,13 p.p., contrabalançadas parcialmente pelas contribuições relativas às divisões de veículos automotores, reboques e carrocerias, -0,09 p.p., e metalurgia, -0,06 p.p. A variação do índice no período de doze meses encerrado em setembro repercutiu, principalmente, elevação associada à contribuição da indústria de produtos alimentícios, de 2,93 p.p.

40. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 0,71% em outubro, após ter avançado 0,29% em setembro. O recuo de outubro refletiu variações respectivas de -1,02%, -0,67% e 0,97% nos subíndices agropecuária, metal e energia. No ano, o IC-Br acumula valorização de 8,17%, com avanços de 7,82%, 10,68% e 7,67% nos respectivos subíndices. Em doze meses, o índice acumula variação de 6,11%, com os subíndices registrando altas de 5,15%, 8,78% e 8,21%, na mesma sequência.

Atividade econômica

41. O IBC-Br registrou variação de -0,52% em setembro ante agosto, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em setembro, o índice apresentou alta de 1,15% em relação ao terminado em junho, quando havia crescido 0,61% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 0,44% no mês, em relação a setembro de 2011, ante a expansão de 2,73% registrada em agosto, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevação de 1,20% no ano e de 1,14% nos últimos doze meses finalizados em setembro.

42. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 9,2% em setembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após alta de 2,7% em agosto e queda de 1% em julho. Com esse resultado, o trimestre finalizado em

setembro apresentou expansão de 1,7% em relação ao trimestre encerrado em junho, quando havia crescido 3,2%. Por segmento, observou-se retração mensal nas vendas de seis dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos, motocicletas, partes e peças (-22,6%), e equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (-9,2%), em oposição às elevações de 0,9% em combustíveis e lubrificantes e em hipermercados, supermercados e produtos alimentícios. No ano, o comércio ampliado cresceu 7,8%. As vendas do comércio varejista aumentaram 0,3% em setembro, comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após altas de 0,2% em agosto e de 1,3% em julho, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 2,3% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 8,9% no ano e de 8,1% no acumulado de doze meses.

43. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 2% em setembro, com expansão em oito segmentos, destacando-se as elevações de combustíveis e lubrificantes, 10,9%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 9,9%; hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 9,4%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 8,1%; em oposição à retração de 9,5% em veículos, motocicletas, partes e peças. No período de doze meses encerrado em setembro, o comércio ampliado registrou crescimento de 6,6%, com ênfase para o aumento das vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 17,9%; móveis e eletrodomésticos, 13,3%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10%.

44. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 341,7 mil unidades em outubro, com elevação mensal de 0,1%, após queda de 15,9% em setembro e elevação de 8,9% em agosto, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em outubro, houve expansão de 2,3% ante alta de 17,7% no trimestre anterior. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos cresceram 5,7%,

resultado dos aumentos de 8,4% nas vendas de automóveis e de 3,5% nas de comerciais leves; em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus decresceram 21,5% e 14,3%, respectivamente.

45. 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 aumento mensal de 8,9% em outubro. A análise dos dados observados indicou crescimento de 13,8% em relação a outubro do ano anterior, de 1,8% no acumulado do ano e de 3,1% em doze meses.

46. A produção de bens de capital decresceu 0,6% em setembro, acumulando elevação de 0,5% no trimestre, relativamente ao finalizado em junho, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. O resultado da categoria no mês repercutiu retração na produção de equipamentos para a construção, 9,4%; de bens de capital agrícolas, 7,6%; e de equipamentos de uso misto, 5%; parcialmente compensado pela expansão dos demais segmentos, com ênfase no crescimento de 7,3% em equipamentos de transporte.

47. A produção de insumos típicos da construção civil registrou recuo mensal de 3,2% em setembro, acumulando crescimento de 1% no trimestre, em relação ao finalizado em junho, considerando dados dessazonalizados. Em relação a iguais períodos de 2011, a produção do segmento registrou variações de -3,2% no mês, de 2,2% no acumulado do ano e de 2,5% em doze meses.

48. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$141,8 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em setembro, 7,4% superior ao resultado de igual período de 2011, com destaque para o crescimento de 15,8% nos recursos destinados à indústria de transformação. No período, o setor de infraestrutura absorveu 35% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 34%; comércio e serviços, 24%; e agropecuária, 7%.

49. A produção física da indústria geral apresentou retração mensal de 1% em setembro, de acordo com

dados dessazonalizados do IBGE, após elevação de 1,7% (revisada) em agosto, refletindo decréscimo de 1,6% na indústria extrativa e de 0,6% na indústria de transformação. Foram registrados recuos na produção de todas as categorias de uso, com exceção da relativa a bens de consumo semi e não duráveis, que permaneceu estável: bens de consumo duráveis, -1,4%; bens intermediários, -1,1%; e bens de capital, -0,6%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, quinze apresentaram queda no mês, com destaque para os segmentos fumo, 11,7%, e perfumaria e produtos de limpeza, 10%. Em oposição, produtos farmacêuticos e outros equipamentos de transporte registraram os maiores aumentos mensais, 6% e 4,4%, respectivamente. A produção da indústria aumentou 1% no trimestre encerrado em setembro em relação ao terminado em junho, quando havia decrescido 0,9%, na mesma base de comparação, repercutindo expansão de 1,1% na indústria de transformação, enquanto a indústria extrativa recuou 1,9%. A evolução trimestral foi favorecida pelo avanço das indústrias de fumo, 30%; de veículos automotores, 6,2%; e de produtos farmacêuticos, 5%; em sentido contrário, máquinas para escritório e equipamentos de informática e produtos de metal apresentaram as maiores quedas, 4,6% e 4,2%, respectivamente, no período analisado. Considerados dados observados, a produção física da indústria apresentou reduções de 3,8% em setembro ante igual mês do ano anterior, de 3,4% no acumulado do ano e de 3,1% em doze meses, influenciadas, principalmente, pelos decréscimos de 14%, 12,4% e 9,6%, na ordem, do segmento de bens de capital.

50. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,0% em novembro, com redução de 0,2 p.p. em relação a outubro, segundo dados dessazonalizados da FGV. Foram registradas expansões de 2,6 p.p. em material de construção e de 0,3 p.p. em bens de consumo não duráveis; em contraposição, houve reduções de 0,5 p.p. em bens intermediários, 0,4 p.p. em bens de capital e 0,2 p.p. em bens de consumo duráveis. Considerada a série observada, o Nuci apresentou aumento de 0,7 p.p. em relação a novembro de 2011, atingindo 85,2%, resultado da elevação de 4,7 p.p. em bens de consumo duráveis e de 3,5 p.p. em bens de consumo não duráveis; em oposição ao decréscimo nos indicadores das indústrias de bens de

capital, 2,4 p.p.; de material de construção, 0,2 p.p.; e de bens intermediários, 0,1 p.p.

51. A produção de autoveículos montados atingiu 318,7 mil unidades em outubro, representando aumentos de 2,5% em relação a setembro e de 6,7% no trimestre encerrado em outubro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou expansão de 20,2% em relação a outubro de 2011 e retrações de 3,3% no acumulado do ano e de 3,7% em doze meses.

52. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais aumentou 3,1% em relação a setembro e 5,3% no trimestre encerrado em outubro, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve expansão de 33,6% em relação a outubro de 2011, de 8,3% no acumulado do ano e de 4,3% em doze meses. As exportações de autoveículos montados alcançaram 41,8 mil unidades em outubro, representando retrações de 21,2% em relação a igual mês do ano anterior, de 18,4% no acumulado do ano e de 10,8% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações cresceram 20,6% em outubro ante setembro e 10,2% no trimestre encerrado em outubro, na comparação com o finalizado em julho.

53. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a outubro, a safra de grãos do país deverá totalizar 162,6 milhões de toneladas em 2012, o que representa elevação de 1,5% em relação à de 2011 e retração de 0,7% em relação à estimativa de setembro. O novo levantamento repercutiu principalmente a perspectiva menos favorável para as safras de trigo e milho, com quedas de 8,5% e 1,1%, respectivamente, em comparação à estimativa do mês anterior. Em relação à safra de grãos de 2011, o novo levantamento estima expansão de 27,1% para o milho, em decorrência do aumento esperado de 73,4% para a segunda safra, em oposição aos decréscimos respectivos de 18,8%, 15%, 14,9% e 12,5% nas colheitas de feijão, arroz, trigo e soja. Projeta-se, adicionalmente, queda de 7,5% na safra de cana-de-açúcar em relação ao ano anterior,

resultado 0,2% maior que o projetado na estimativa anterior. Ainda segundo o instituto, que elaborou o primeiro prognóstico para a safra de 2013, estima-se que a produção de grãos atingirá 170,9 milhões de toneladas, 5,1% superior à projetada para 2012, favorecida especialmente pela elevação esperada de 21,5% na produção de soja.

Expectativas e sondagens

54. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, registrou redução de 1,4% em novembro em relação a outubro, alcançando 120 pontos, refletindo retrações de 0,7% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,9% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a novembro de 2011, o ICC registrou alta de 0,9%, conforme dados observados, resultado da elevação de 3,1% no IE e da queda de 2,4% no ISA.

55. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços, da FGV, considerados dados com ajuste sazonal, avançou 3,2% em novembro em relação a outubro, ao passar de 121,5 para 125,4 pontos, refletindo as elevações de 4,5% no ISA-S e de 2,3% no IE-S. Na comparação com novembro de 2011, o ICS apresentou recuo de 3,7%, resultado das retrações de 7,2% no ISA-S e de 0,7% no IE-S.

56. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 131,7 pontos em outubro, com acréscimo de 3,4% em relação a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu elevações iguais, de 3,6%, no ISA-COM e no IE-COM. No trimestre finalizado em outubro, o ICOM registrou contração de 0,7% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelas retrações de 0,8% no ISA-COM e de 0,5% no IE-COM.

57. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, recuou 0,8% em novembro em relação a outubro, situando-se em 105,2 pontos, resultado de recuos de 0,6% no ISA e 1% no IE. Em relação a novembro de 2011, o ICI apresentou elevação de 4,3%, resultado dos acréscimos de 5% no ISA e de 3,7% no IE.

58. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 120,7 pontos em outubro, 2,4% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado refletiu variações de 0,6% no ISA-ICST e de -5% no IE-ICST. No trimestre encerrado em outubro, o ICST registrou contração de 5,1%, comparativamente a igual período de 2011, repercutindo recuos de 5,5% no ISA-ICST e de 4,7% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

59. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 67 mil empregos formais em outubro, sobressaindo a abertura de 49,6 mil vagas no comércio, 32,7 mil no setor de serviços e 17,5 mil na indústria de transformação; em oposição ao fechamento líquido de 20,2 mil postos na agropecuária e 8,3 mil na construção civil. No acumulado do ano, foram geradas 1,3 milhão de vagas e, em doze meses, 953,7 mil ante 1,9 milhão e 1,7 milhão, na ordem, em iguais períodos de 2011. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a setembro, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.

60. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,3% em outubro, com recuos de 0,1 p.p. em relação a setembro e de 0,5 p.p. comparativamente a outubro de 2011. O resultado mensal refletiu a elevação de 0,9% na ocupação e de 0,8% na PEA. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o desemprego atingiu 5,4% em outubro, ante 5,5% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou crescimento de 0,3% em relação a setembro; de 4,6%, na comparação com outubro de 2011; e de 4,1%, no acumulado do ano. A massa salarial real apresentou expansão de 1,2%, 7,8% e 6,1%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

61. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.269 bilhões em outubro,

com expansões de 1,4% no mês, 11,8% no ano e 16,6% em doze meses, correspondendo a 51,9% do PIB. As operações com recursos livres, 63,4% do estoque total do sistema financeiro, cresceram 1,1% no mês, 10,3% no ano e 14,2% em doze meses, refletindo variações respectivas de 1%, 9,1% e 11,3% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,2%, 11,4% e 17,2%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram elevações respectivas de 1,9%, 14,5% e 20,9% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,7%, 30,8% e 37,8%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais.

62. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 29,3% em outubro, com reduções de 0,6 p.p. no mês e de 10,2 p.p. em doze meses. As taxas relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 35,4% e 22,1%, assinalando reduções respectivas de 0,4 p.p. e 0,5 p.p. em relação a setembro, e de 11,7 p.p. e 7,7 p.p. na comparação com outubro de 2011.

63. O prazo médio das operações no âmbito do crédito referencial aumentou 13 dias em outubro, atingindo 522 dias. Os prazos relativos aos segmentos de pessoas físicas e jurídicas aumentaram 4 e 21 dias, respectivamente, alcançando 620 e 432 dias, na ordem.

64. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, permaneceu estável em 5,9% em outubro, pelo quarto mês consecutivo, representando elevação de 0,4 p.p. em relação a outubro do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 7,9%, mesmo nível de setembro, aumentando 0,8 p.p. em doze meses. O indicador relativo a pessoas jurídicas alcançou 4,1%, registrando aumento de 0,1 p.p. no mês e em doze meses.

Ambiente externo

65. Desde a última reunião do Copom, a atividade econômica mundial segue em ritmo moderado e desenvolvimento heterogêneo, com expansões nos EUA e na China e contrações na Área do Euro e no

Japão. No terceiro trimestre, as variações trimestrais anualizadas do PIB atingiram 2% nos EUA, 9,1% na China, -0,2% na Área do Euro e -3,5% no Japão, ante variações respectivas de 1,3%, 8,2%, -0,7% e 0,3% registradas no trimestre anterior. Nos EUA, a aceleração no ritmo de crescimento refletiu expansões no consumo das famílias e nos gastos do governo federal e melhorias adicionais no mercado imobiliário residencial, refletidas em crescimentos dos preços das residências, da quantidade de novas residências cuja construção foi iniciada e do índice de confiança das construtoras. Embora a taxa de desemprego siga em nível elevado, 7,9% em outubro, a geração de postos de trabalho não rurais atingiu, no mesmo mês, 171 mil, com revisões para cima nos dados referentes aos três meses anteriores. Na Área do Euro, que no terceiro trimestre contabilizou quatro trimestres seguidos sem crescimento, os indicadores mais recentes de produção industrial, consumo, sentimento econômico e taxa de desemprego sinalizam a continuidade desse quadro. No Japão, todos os componentes de demanda registraram contrações no terceiro trimestre, com destaque para a redução de 18,7% nas exportações. Na China, as taxas médias de crescimento mensal observadas no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, indicaram avanços na produção industrial e nas vendas no varejo e desaceleração nos investimentos em ativos fixos. Em outubro, a média móvel de três meses para essas mesmas variáveis avançou em relação a setembro. Ressalte-se ainda a recuperação das exportações chinesas em setembro e outubro, com crescimentos interanuais de 9,9% e de 11,6%, respectivamente.

66. Os mercados financeiros e de *commodities* foram afetados, desde a última reunião do Copom, por incertezas associadas à questão fiscal nos EUA e a definições quanto à continuidade de programas de ajuste em alguns países da Área do Euro. Adicionalmente, as pressões sobre preços dos grãos foram reduzidas, fruto de melhores perspectivas em relação à safra sul-americana de 2012/2013 e de revisões favoráveis nas estimativas divulgadas pelo USDA (*United States Department of Agriculture*). Nesse ambiente, a maior parte das *commodities*, entre as quais soja, trigo, café, açúcar e petróleo *Brent*, desvalorizou-se desde a última reunião do Copom. Nos mercados financeiros, as bolsas de valores dos

principais países tiveram trajetórias divergentes, fato que se repetiu na cotação do dólar dos EUA com outras moedas. O índice CBOE VIX manteve-se em alta até a primeira semana de novembro e passou a recuar desde então, situando-se no mesmo nível da reunião anterior.

67. Em outubro, a variação anual do IPC global, dados do *International Financial Statistics* (IFS), do FMI, recuou para 3,3%, de 3,4% em setembro. De acordo com a mesma fonte, a variação anual do IPC para as economias avançadas elevou-se para 1,9% ante 1,8% em setembro, terceiro mês consecutivo de alta, enquanto que para as economias emergentes e em desenvolvimento, dados disponíveis até setembro, a variação anual do IPC recuou para 5,8%, de 5,9% em agosto. Entre as economias avançadas, destaque-se a alta nos EUA, com o IPC registrando variação anual de 2,2% em outubro. Entre as economias emergentes, ressaltou-se a redução do IPC na China para 1,7% em outubro, em grande medida devido à desaceleração dos preços de alimentos, taxa que representa a menor variação anual desde janeiro de 2010, quando a inflação ao consumidor atingira 1,5%.

68. Nas economias desenvolvidas, as taxas de juros oficiais permaneceram nas mínimas históricas nos EUA, entre 0 e 0,25%; na Área do Euro, 0,75%; no Japão, entre 0 e 0,1%; e no Reino Unido, 0,5%. Nas demais economias, as taxas de juros básicas também se mantiveram nos níveis vigentes, à exceção de Colômbia, Coreia do Sul, Tailândia, Filipinas, Polônia e Israel, que reduziram as referidas taxas em 25 p.b.; da República Tcheca, cuja taxa básica foi reduzida em 20 p.b., para 0,05% a.a.; e da Hungria, com redução de 50 b.p. Relativamente às medidas não convencionais de política monetária, o BoJ ampliou novamente o tamanho de seu programa de compra de ativos, em ¥11 trilhões, para ¥91 trilhões, valor a ser integralizado ao final de 2013.

Comércio exterior e reservas internacionais

69. A balança comercial brasileira registrou *superávit* de US\$1,7 bilhão em outubro, resultado de exportações de US\$21,8 bilhões e importações de US\$20,1 bilhões. O saldo acumulado no ano totalizou US\$17,4 bilhões, ante US\$25,4 bilhões em igual período de 2011, refletindo retrações de 5,5%

nas exportações e de 1,9% nas importações, pelo critério de média diária. A média diária da corrente de comércio recuou 3,8% no ano, somando, até outubro, US\$387,3 bilhões, ante US\$398,9 bilhões em igual período de 2011.

70. As reservas internacionais atingiram US\$377,8 bilhões em outubro, representando redução de US\$973 milhões em relação ao mês anterior e elevação de US\$25,7 bilhões comparativamente a dezembro de 2011. No mês, não houve intervenção do Banco Central no mercado doméstico de câmbio a vista.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

71. Após a reunião do Copom de outubro, as taxas de juros domésticas apresentaram relativa estabilidade. Durante o período, observou-se discreto aumento da inclinação da curva de juros, com recuo das taxas de curto prazo e elevação das taxas no trecho longo. No âmbito interno, contribuíram para esse movimento preocupações com o impacto sobre a inflação futura da valorização do dólar frente ao real, da possível elevação do preço dos combustíveis e da redução das tarifas de energia elétrica abaixo do esperado. Entre os dias 8 de outubro e 26 de novembro, as taxas de juros de um e de dois meses recuaram, respectivamente, 0,09 p.p. e 0,07 p.p., enquanto a taxa para o prazo de um ano subiu 0,03 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, elevou-se de 1,67% em 8 de outubro para 1,81% em 26 de novembro, devido, principalmente, à redução das expectativas de inflação.

72. Entre 9 de outubro e 26 de novembro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial reverso de vencimento em dezembro de 2012 e em janeiro de 2013, totalizando o equivalente a US\$3,1 bilhões. Realizou, também, em 23 de novembro, leilão de *swap* cambial tradicional de vencimento em dezembro de 2012, em montante equivalente a US\$1,6 bilhão. A posição líquida do Banco Central após essas atuações é de US\$3,4 bilhões, ativo em variação cambial.

73. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou,

semanalmente, de 9 de outubro a 26 de novembro, operações compromissadas com prazo de três e de seis meses, tomando recursos no valor de R\$13,9 bilhões e R\$47,7 bilhões, respectivamente. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$140,9 bilhões, entre 28 de agosto e 8 de outubro, para R\$180,1 bilhões, entre 9 de outubro e 26 de novembro. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 32 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$368,6 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo em 32 oportunidades como tomador de recursos e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de dois dias úteis. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$40,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central aumentou de R\$586,8 bilhões, entre 28 de agosto e 8 de outubro, para R\$589,0 bilhões, entre 9 de outubro e 26 de novembro. Considerando-se o período mais recente, o estoque

dos compromissos de recompra recuou de R\$606,8 bilhões em 8 de outubro para R\$577,8 bilhões em 26 de novembro. Os principais fatores que contribuíram para a contração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

74. Entre 9 de outubro e 26 de novembro, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$42,5 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$31,9 bilhões, sendo R\$28,8 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2013, 2015 e 2016 e R\$3,1 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2018 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$1,4 bilhão, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$9,2 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 Corrêa 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

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)

Eduardo Jose Araujo Lima

Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESparr	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
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
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
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 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
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
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
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IR	Imposto de Renda
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto sobre o Valor Agregado
JGB	Títulos do Governo Japonês
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
OMT	<i>Outright Monetary Transactions</i>
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PEA	População Economicamente Ativa
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação

T-Bills	<i>Treasury Discount Bills</i>
TR	Taxa Referencial
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>