

Relatório de Inflação

Março 2013

Volume 15 | Número 1



Relatório de Inflação

Março 2013
Volume 15 | Número 1



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 15	nº 1	mar.	2013	p. 1-140
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir.

- **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 15, nº 1.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Comun/Dipiv/Coivi
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 14º 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-se o primeiro e o último.

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

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

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Deati/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
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	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	17
1.6 Conclusão	18
Preços	21
2.1 Índices gerais	21
2.2 Índices de preços ao consumidor	22
2.3 Preços monitorados	22
2.4 Núcleos	23
2.5 Expectativas de mercado	23
2.6 Conclusão	24
Políticas creditícia, monetária e fiscal	25
3.1 Crédito	25
Taxas de juros e inadimplência	26
3.2 Agregados monetários	28
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	28
Mercado de capitais	34
3.3 Política fiscal	34
Necessidades de financiamento do setor público	35
Evolução em 2012	35
Evolução em janeiro de 2013	36
Operações do Banco Central no mercado aberto	37
Dívida mobiliária federal	37
Dívida Líquida do Setor Público	38
3.4 Conclusão	39
Economia internacional	47
4.1 Atividade econômica	47
4.2 Política monetária e inflação	49
4.3 Mercados financeiros internacionais	50
4.4 <i>Commodities</i>	52
4.5 Conclusão	53

Setor externo	55
5.1 Movimento de câmbio	55
5.2 Comércio de bens	56
5.3 Serviços e renda	57
5.4 Conta financeira	58
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	60
5.6 Conclusão	61
Perspectivas para a inflação	65
6.1 Determinantes da Inflação	66
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	72
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	79
Boxes	
Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres	19
Nova Estrutura de Dados de Crédito	29
Evolução das Finanças dos Governos Regionais	40
Resultado Estrutural do Governo Geral	43
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2013	62
Decomposição da Inflação de 2012	84
Revisão dos Modelos de Vetores Autorregressivos Estatísticos – 2012	88
Algumas evidências sobre a relação entre salário e inflação no Brasil	94
Anexo	103
Apêndice	135

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. Nesse contexto, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo.

Ainda sobre o âmbito 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 da intensificação do ritmo de atividade em importantes economias emergentes. O Copom avalia que, apesar de melhora na margem, o cenário internacional ainda se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada. Importa mencionar também que o cenário central contempla moderação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

No âmbito doméstico, o ritmo de atividade ganhou impulso no quarto trimestre de 2012. De acordo com as Contas Nacionais divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a demanda doméstica continuou sendo o principal suporte da economia, com o consumo das famílias sendo sustentado pela expansão moderada do crédito, pela geração de empregos e de renda. O crescimento da demanda ainda teve contribuição positiva dos investimentos. Pelo lado da oferta, as evidências sinalizam que a indústria começou a responder aos estímulos introduzidos na economia. Cabe notar, ainda, que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso do que o observado em 2012.

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, os estoques em níveis ajustados e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam perspectivas de intensificação dos investimentos.

No mercado de crédito, houve expansão de 16,4% em 2012, com destaque para os financiamentos destinados à habitação. As perspectivas para o mercado de crédito em 2013 são positivas. De fato, as taxas de juros situam-se em patamares historicamente baixos, e o declínio ao longo de 2012, em ambiente de expansão moderada do crédito, contribuiu para diminuir o comprometimento da renda das famílias com serviço de dívida bancária. Adicionalmente, a taxa de inadimplência se estabilizou em meados de 2012, embora em níveis relativamente elevados, mas com perspectivas de recuo. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, em particular, no caso do segmento de pessoas físicas, em ritmo que tende a ser mais condizente com o do crescimento da renda disponível das famílias.

A redução anual do *superavit* primário, em 2012, refletiu, de um lado, recuo da arrecadação decorrente da desaceleração da atividade, bem como das desonerações; de outro, crescimento real das despesas primárias do setor público. Ainda assim, o endividamento líquido seguiu em trajetória descendente. Para 2013, o ritmo mais intenso de atividade tende a contribuir para a recuperação das receitas. Nesse contexto, o Copom assinala que o cenário central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais, não obstante iniciativas recentes apontarem o balanço do setor público em posição expansionista.

O saldo da balança comercial recuou no primeiro bimestre de 2013, em relação a igual intervalo do ano anterior. Os gastos líquidos com serviços e rendas mantiveram trajetória crescente. Nesse cenário, o *deficit* em transações correntes atingiu US\$17,9 bilhões, ante US\$8,8 bilhões nos dois primeiros meses de 2012. Os investimentos estrangeiros líquidos diretos e em ações totalizaram US\$7,2 bilhões e US\$5,3 bilhões, respectivamente, no primeiro bimestre de 2013, ante US\$9,1 bilhões e US\$5,1 bilhões em igual período de 2012.

A inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses, alcançou 6,31% em fevereiro, 0,46 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mesmo mês de 2012. Os preços livres

variaram 7,86% em doze meses até fevereiro (1,89 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2012) e os administrados por contrato e monitorados, 1,53% (3,95 p.p. abaixo do registrado em fevereiro de 2012). A inflação do setor de serviços, que vem se mantendo em patamar superior à do total dos preços livres, atingiu 8,66% em doze meses até fevereiro. O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência.

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 8 de março de 2013 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,95/US\$ e meta para a taxa Selic em 7,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 5,7% em 2013, 5,3% em 2014 e 5,4% no primeiro trimestre de 2015.

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 5,8% em 2013, 5,1% em 2014 e 5,2% no primeiro trimestre de 2015.

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.

O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de

crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

Diante do exposto, o Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento projetado do Produto Interno Bruto (PIB), em 2013, é de 3,1%, acima, portanto, do crescimento de 0,9% observado em 2012.



Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2012		2013	
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,6	0,3	-0,4	0,6
Combustíveis e lubrificantes	-0,7	-1,7	0,1	0,6
Hiper, supermercados	0,3	0,6	-0,1	1,4
Tecidos, vestuário e calçados	-1,8	1,9	0,6	-0,4
Móveis e eletrodomésticos	2,1	-0,4	2,7	-2,6
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,2	0,4	-2,3	3,1
Livros, jornais, revistas e papelaria	1,6	4,7	-3,8	0,5
Equipamentos e materiais para escritório	7,1	-5,8	-10,3	18,5
Outros artigos de uso pessoal	3,4	4,5	-5,2	4,7
Comércio ampliado	4,8	-0,6	0,8	0,3
Materiais de construção	2,3	-1,0	3,4	1,3
Automóveis e motocicletas	21,5	-2,5	3,3	-1,2
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	1,9	1,3	0,9	0,7
Combustíveis e lubrificantes	3,5	2,1	-0,2	-1,3
Hiper, supermercados	0,8	1,3	1,1	1,6
Tecidos, vestuário e calçados	-0,1	-0,9	-1,0	0,9
Móveis e eletrodomésticos	2,0	-0,3	1,5	1,1
Artigos farmacêuticos, médicos	1,5	0,6	-0,4	-0,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,8	4,0	4,1	3,5
Equipamentos e materiais para escritório	5,2	3,6	-2,8	-4,2
Outros artigos de uso pessoal	4,0	5,4	5,2	4,5
Comércio ampliado	1,3	-2,7	0,4	0,4
Material de construção	3,7	3,0	3,7	3,4
Automóveis e motocicletas	-2,3	-12,4	1,5	1,3
No ano				
Comércio varejista	8,9	8,9	8,4	5,9
Combustíveis e lubrificantes	6,9	7,0	6,9	8,8
Hiper, supermercados	8,7	8,6	8,5	3,4
Tecidos, vestuário e calçados	3,1	3,4	3,5	5,0
Móveis e eletrodomésticos	13,2	12,7	12,2	5,8
Artigos farmacêuticos, médicos	11,1	10,9	10,3	10,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	4,9	5,4	5,4	5,4
Equipamentos e materiais para escritório	13,8	12,3	7,0	8,8
Outros artigos de uso pessoal	8,4	9,3	9,3	13,9
Comércio ampliado	8,5	8,4	8,0	7,1
Materiais de construção	8,3	8,0	8,0	11,6
Automóveis e motocicletas	7,7	7,4	7,3	8,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,6% no quarto trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados do IBGE. Esse resultado aponta ritmo mais intenso da atividade econômica na segunda metade do ano. A atividade na indústria e no setor de serviços cresceu, mas recuou na agropecuária. No âmbito da demanda, destacaram-se a expansão robusta do consumo das famílias, em linha com as condições benignas no mercado de trabalho, e a recuperação parcial da Formação Bruta do Capital Fixo (FBCF), consistente com a gradual melhora nos indicadores de confiança dos empresários.

Informações recentes apontam intensificação do investimento e uma trajetória de crescimento mais alinhada com o crescimento potencial. A demanda doméstica tende a ser impulsionada pelos efeitos defasados de ações de política monetária implementadas recentemente, bem como pela expansão moderada da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas. Adicionalmente, a atividade doméstica continuará a ser favorecida pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

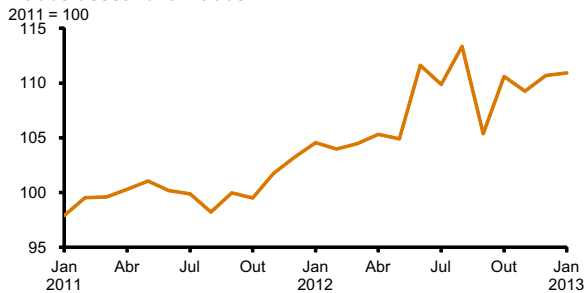
1.1 Comércio

Os indicadores de comércio permaneceram, ao final de 2012, com tendência de crescimento, conforme observado nos últimos anos. Isso ocorreu tanto nas vendas de bens duráveis e semiduráveis, mais sensíveis às condições do mercado de crédito, como nas de bens não duráveis, favorecidas pelas condições do mercado de trabalho.

De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o comércio ampliado cresceu 8% em 2012, ressaltando-se as elevações de vendas nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 12,2%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 10,3%; e outros artigos de uso pessoal e doméstico, 9,3%. Na margem, o comércio ampliado cresceu 0,4% no trimestre encerrado

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

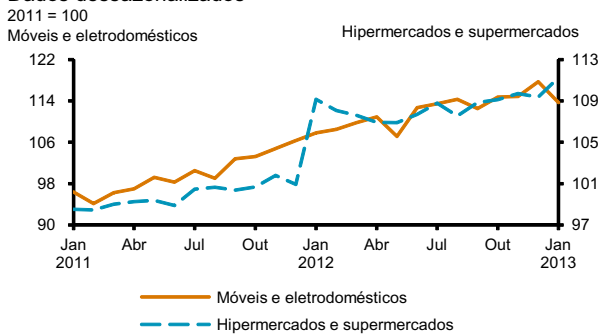
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

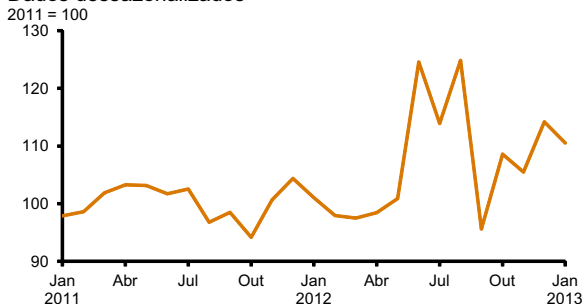
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

em janeiro de 2013, em relação ao finalizado em outubro de 2012, quando havia expandido 1,3%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. Sete dos dez segmentos pesquisados registraram expansão no período, com ênfase nos relativos a outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,5%; e a livros, jornais, revistas e papelaria, 3,5%, contrastando com os recuos nas vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 4,2%; e combustíveis e lubrificantes, 1,3%.

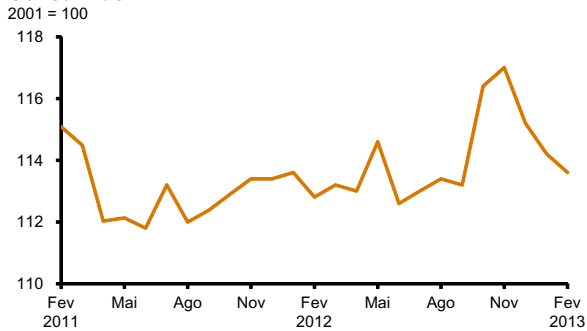
As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 8,4% no ano e 0,7% no trimestre encerrado em janeiro, quando ocorreram aumentos de 2,2% na região Sul, de 0,8% no Nordeste e de 0,5% no Sudeste, em contraste com a retração de 0,6% no Centro-Oeste.

Outros indicadores do comércio varejista sugerem manutenção do crescimento do setor no início de 2013. Nesse sentido, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 29% na PMC, cresceram 1,3% no trimestre finalizado em janeiro de 2013, em relação ao encerrado em outubro de 2012, quando haviam recuado 2,3%, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, variou, nos mesmos períodos, 1,6% e 2,2%, respectivamente.

As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), cresceram 7,5% no trimestre encerrado em fevereiro de 2013, em relação ao terminado em novembro de 2012, quando haviam recuado 16,2%, no mesmo tipo de comparação.

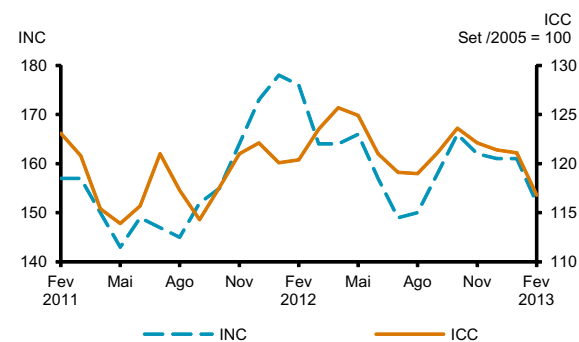
Os indicadores de inadimplência permaneceram relativamente estáveis. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,7% em fevereiro, ante 6,4% em igual mês de 2012, ressaltando-se o aumento de 0,9 p.p. no Nordeste. A inadimplência no estado de São Paulo atingiu 7,9% em fevereiro, ante 7,8% em igual período de 2012, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor, após registrar cinco elevações mensais consecutivas, recuou 0,2% em janeiro de 2013, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central.

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		2013	
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	2,1	0,8	0,1	-0,1
Por seção				
Indústria extrativa	0,4	1,1	3,6	-1,4
Indústria de transformação	2,2	0,9	0,2	0,5
Por categoria de uso				
Bens de capital	1,4	0,6	0,3	2,5
Bens intermediários	1,9	0,8	0,1	-0,3
Bens de consumo	2,4	0,8	0,3	0,5
Duráveis	4,6	1,1	-0,0	-0,0
Semi e não duráveis	2,3	1,0	0,5	0,2

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou 1,4% em fevereiro, relativamente ao mês anterior, quinta retração consecutiva nessa base de comparação, e atingiu o menor patamar desde janeiro de 2012. O Índice de Situação Atual (ISA) diminuiu 2,3%, e o Índice de Expectativas (IE), 0,8%. O ICC decresceu 3,0% em relação a igual mês de 2012, resultado de variações de -8,3% no ISA e 0,8% no IE.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 0,9% em fevereiro, ante o mês anterior, terceiro retração consecutiva nessa base de comparação. Esse movimento refletiu, principalmente, as deteriorações nos componentes relacionados às expectativas de inflação e desemprego.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, após duas reduções mensais em sequência, registrou estabilidade em fevereiro. Ocorreram, no período, retração de 7,8% na região Sul, estabilidade no Nordeste e aumentos respectivos de 15,6% e 1,3% no Norte/Centro-Oeste e no Sudeste. O INC recuou 9,6% em relação ao mesmo período de 2012.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, cresceu 3,2% em fevereiro, em relação a janeiro, resultado de crescimentos no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), 6,3%, e no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC), 1,4%.

O IEC, calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ), para a Região Metropolitana do Rio de Janeiro, aumentou 3,4% no mesmo período, reflexo de aumentos respectivos de 4,8% e 2,2% nos componentes Situação Financeira Presente e Expectativas Financeiras.

1.2 Produção

Produção industrial

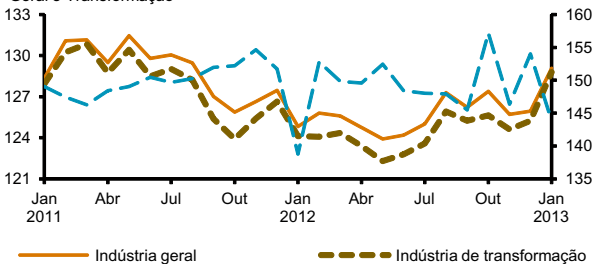
A produção física da indústria recuou 0,1% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando havia aumentado 2,1%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa recuou 1,4% e a de

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100

Geral e Transformação



Fonte: IBGE

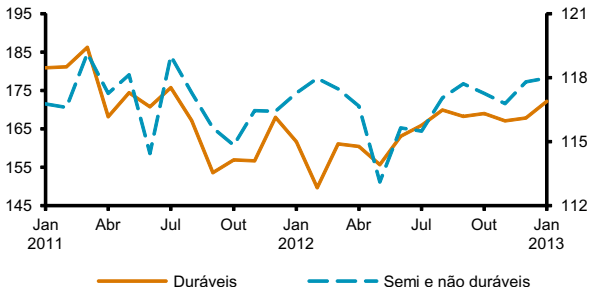
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2002 = 100

Duráveis



Fonte: IBGE

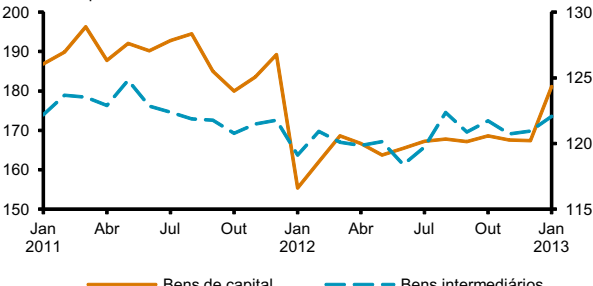
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2002 = 100

Bens de capital



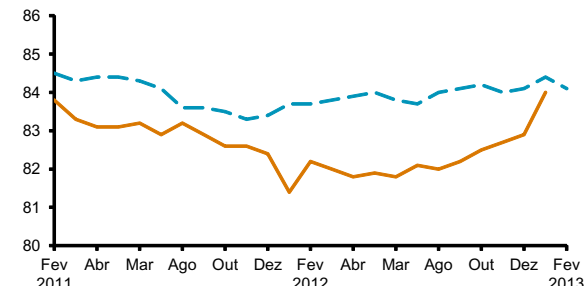
Fonte: IBGE

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.

transformação, cresceu 0,5%, ressaltando-se os aumentos nas atividades vestuário e acessórios, 8,4%; farmacêutica, 1,9%; e perfumaria e produtos de limpeza, 1,8%, e as retrações nas indústrias de fumo, 31,5%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 4,3%; e de calçados e artigos de couro, 3,2%.

A análise segmentada por categorias de uso indica a ocorrência de aumentos trimestrais nas indústrias de bens de capital, 2,5%, e de bens de consumo semi e não duráveis, 0,2%; estabilidade na de bens de consumo duráveis; e retração de 0,3% na de bens intermediários.

O índice de pessoal ocupado assalariado da indústria manteve-se estável no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao terminado em outubro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real cresceu 4,2%.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu 84,2% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 84,1% naquele encerrado em novembro de 2012, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. Por categoria de uso, ocorreram aumentos de 1,2 p.p. na indústria de bens de capital e de 0,5 p.p. na de bens de consumo não duráveis, e reduções nas indústrias de bens de consumo duráveis, 2,1 p.p., e de bens intermediários, 0,1 p.p.

De acordo com a SIT da FGV, os estoques industriais situam-se, desde outubro, em níveis próximos aos considerados adequados pelos empresários industriais. O índice de estoques da indústria geral atingiu 101,2 pontos em fevereiro^{1/}, ante 104 pontos em setembro de 2012. Ressalte-se que o ajuste de estoques vem ocorrendo de forma distinta nas quatro categorias de uso da indústria, com patamares adequados nos segmentos de bens intermediários e de bens de consumo não duráveis; acima do planejado, no de bens de capital; e insuficiente no de bens de consumo duráveis.

O Índice de Confiança da Indústria^{2/} (ICI) medido pela FGV, em recuperação desde dezembro, atingiu 106,6 pontos em fevereiro, considerados dados dessazonalizados. O ICI médio aumentou 1,1 ponto no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao finalizado em novembro, com

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

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

aumentos nas indústrias de bens de capital, 8,5 pontos; bens intermediários, 2,4 pontos; e de bens de consumo não duráveis, 0,6 pontos, e da redução de 11,7 pontos na indústria de bens de consumo duráveis.

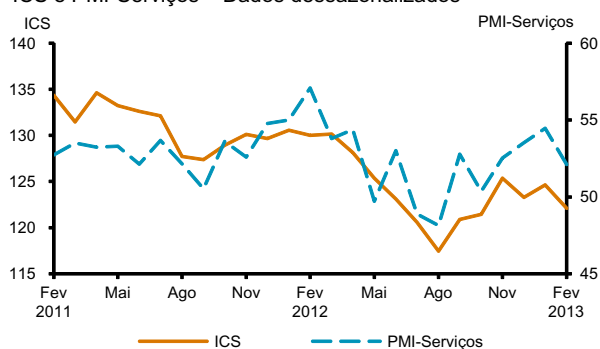
O Índice de Gerentes de Compras³ (PMI), considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 52,5 pontos em fevereiro, sinalizando expansão da atividade industrial pelo quinto mês seguido.

Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) medido pela FGV atingiu 122,1 pontos em fevereiro, recuo de 2,7% ante o mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados. Houve redução de 4,4% no ISA-S e de 1,4% no IE-S. Ressalte-se, ainda, que o ICS encontra-se, atualmente, em patamar 3,1 pontos inferior à sua média histórica.

O PMI-Serviços relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 52,1 pontos em fevereiro, ante 54,5 pontos em janeiro, sugerindo a manutenção do crescimento do setor. Considerados dados dessazonalizados, o indicador atingiu 48,5 pontos em fevereiro, ante 51,7 pontos em janeiro e 55,5 pontos em fevereiro de 2012.

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



Fontes: FGV e Markit

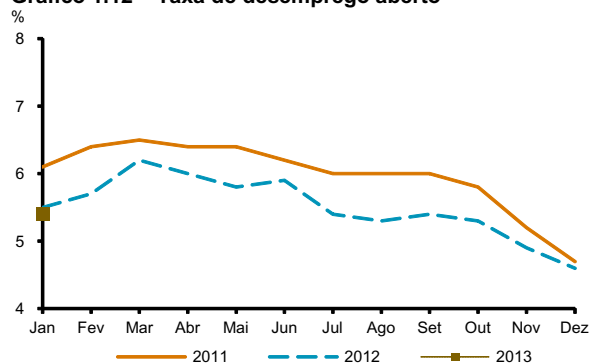
Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central
Dados dessazonalizados



Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) aumentou 0,67% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando havia aumentado 0,66%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador cresceu 3,84% em janeiro, ante -0,40% em dezembro, 1,52% em novembro e 3,34% em outubro.

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego atingiu 5,4% em janeiro de 2013, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) divulgada pelo IBGE. Considerando dados dessazonalizados, o indicador registrou média de 5,5% no trimestre encerrado em janeiro, ante 5,4% naquele encerrado em outubro de 2012, reflexo de aumentos de 0,9% na população ocupada e de 1,0% na População Economicamente Ativa (PEA).

Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE),

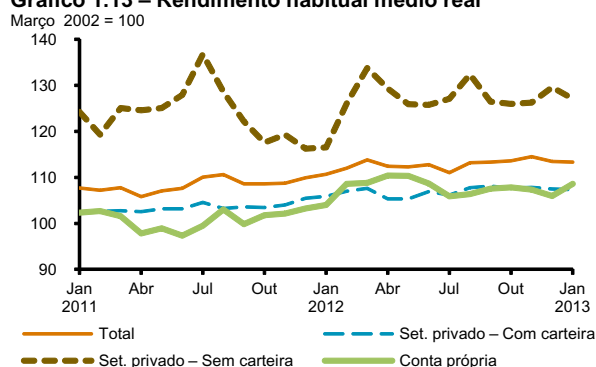
3/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2012			2013
	1º sem	2º sem	No ano	Jan
Total	858,3	9,9	868,2	28,9
Indústria de transformação	112,6	-79,4	33,2	43,4
Comércio	17,9	252,5	270,4	-67,5
Serviços	395,4	106,1	501,5	14,7
Construção civil	165,7	-94,8	70,9	33,4
Agropecuária	123,1	-147,7	-24,6	-0,6
Serviços ind. de util. pública	7,1	1,2	8,3	4,3
Outros ^{1/}	36,5	-28,0	8,4	1,2

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real

Fonte: IBGE

foram eliminados 421,9 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro de 2013, ante criação de 318,2 mil empregos formais no trimestre encerrado em outubro e 246,5 mil demissões líquidas em igual período do ano anterior. Na indústria de transformação, houve redução de 160,9 mil empregos formais; na agropecuária, de 116,5 mil; e na construção civil, de 100,0 mil.

Ainda de acordo com a PME do IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 3,6% no trimestre encerrado em janeiro, em relação à igual intervalo do ano anterior, resultado de variações respectivas de 4,1%, 3,8% e -1,4% nas categorias de ocupados por conta própria, empregados e empregadores. No âmbito do setor privado, ocorreram elevações de 2,3% no segmento trabalhadores com carteira assinada e de 8,8% no relativo a empregados sem carteira assinada. Destaque-se os ganhos reais nas atividades serviços de intermediação financeira, imobiliários, de aluguéis e prestados às empresas, 6,9%; serviços domésticos, 6,1%; e comércio, 4,5%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 6,6% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 1,4% no quarto trimestre de 2012, em relação a igual intervalo de 2011, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 0,9%. Na margem, o agregado aumentou 0,6% em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados.

A expansão do PIB entre os trimestres encerrados em dezembro de 2012 e de 2011 decorreu de crescimentos no setor de serviços, 2,2%, impulsionado pelas expansões respectivas de 3,8% e 2,8% nas atividades outros serviços e serviços de informação; e na indústria, 0,1%; e de recuo de 7,5% na agropecuária, em parte devido a perdas nas lavouras de trigo, fumo, cana-de-açúcar, laranja e mandioca. No âmbito da demanda, o componente doméstico contribuiu com 1,2 p.p., com variações respectivas de 3,9%, 3,1% e -4,5% no consumo das famílias, no consumo do governo e na FBCF, enquanto a contribuição do setor externo totalizou 0,2 p.p., reflexo de aumentos de 2,1% nas exportações e de 0,4% nas importações.

A variação anual do PIB refletiu o crescimento de 1,7% no setor de serviços, ressaltando-se o desempenho das atividades serviços de informação, 2,9%, e administração, saúde e educação pública, 2,8%; e as retrações de 2,3%

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

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

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

na agropecuária e de 0,8% na indústria, influenciadas, respectivamente, por perdas nas safras de soja e arroz, e nas atividades extrativa e de transformação. No âmbito da demanda, ocorreram contribuições de 0,84 p.p. do componente doméstico, com ênfase nas variações respectivas de 3,2% e 3,1% nos consumos do governo e das famílias, e de 0,03 p.p. do setor externo, decorrente de elevações de 0,5% nas exportações e de 0,2% nas importações.

A análise na margem evidencia que o desempenho do PIB no quarto trimestre de 2012 refletiu, sob a ótica da produção, os crescimentos de 0,4% na indústria e de 1,1% no setor de serviços, contrastando com o recuo de 5,2% na agropecuária. Em relação à demanda, o componente doméstico registrou elevações no consumo das famílias, 1,2%; no consumo do governo, 0,8%; e na FBCF, 0,5%, enquanto no âmbito do setor externo ocorreram aumentos de 4,5% nas exportações e de 8,1% nas importações.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, recuaram 4,5% no último trimestre de 2012, em relação a igual período de 2011, com recuo de 4% no ano, após crescimento de 4,7% em 2011 e de 21,3% em 2010. Considerados dados dessazonalizados, a análise na margem evidencia expansão de 0,5% dos investimentos, em relação ao trimestre encerrado em setembro de 2012, interrompendo sequência de quatro recuos consecutivos nessa base de comparação.

A produção de insumos típicos da construção civil, favorecida pelo dinamismo do mercado de trabalho e pela expansão do crédito habitacional, cresceu 1,4% em 2012. A absorção de bens de capital diminuiu 9,7% no ano, resultado de variações respectivas de -11,8%, 2,4% e 0,2% na produção, exportação e importação destes bens.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – totalizaram R\$156 bilhões em 2012, aumentando 12,3% no ano. A análise setorial revela que a maior expansão, 16,4%, ocorreu em agropecuária, e a maior retração, 49%, na indústria extrativa, segmentos que detiveram, na ordem, 7,3% e 1,2% dos desembolsos totais. Os recursos direcionados aos segmentos comércio e serviços, e indústria de transformação registraram variações anuais respectivas de 13,7% e 13,9% e representaram, na ordem, 62,1% e 29,4% do total dos desembolso anuais.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2012			2013
	Out	Nov	Dez	Jan
Insumos da construção civil	1,2	-0,2	-0,2	-0,8
Bens de capital	-10,9	-9,7	-9,9	-4,3
Tipicamente industrializados	-6,8	-3,7	-2,7	-3,7
Agrícolas	0,7	-0,1	-0,8	-9,6
Peças agrícolas	-29,7	-14,6	-0,9	13,8
Construção	-34,3	-27,8	-34,0	-37,8
Energia elétrica	-6,5	-9,1	-8,2	-5,2
Equipamentos de transporte	-8,8	-7,4	-9,2	3,6
Misto	-12,1	-12,5	-12,7	-11,8

Fonte: IBGE

1.6 Conclusão

A atividade econômica apresentou recuperação gradual ao longo de 2012, trajetória consistente com os efeitos defasados de ações de política implementadas. Indicadores de atividade relativos aos primeiros meses de 2013 sugerem a intensificação desse movimento, entre outros fatores, reflexo de um melhor desempenho da agropecuária e da indústria. Nesse contexto, a demanda doméstica tende a se apresentar robusta, em ambiente de intensificação da Formação Bruta de Capital Fixo e de melhora gradual da confiança dos empresários.

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos quatro trimestres de 2013 está projetado em 3,1%, patamar 2,2 p.p. superior ao observado em 2012 (Tabela 1), evolução consistente com indicadores coincidentes e antecedentes da atividade doméstica.

Estima-se expansão de 6% da produção agropecuária, ante recuo de 2,3% em 2012, destacando-se o impacto dos aumentos projetados, pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para as safras de soja, 26,8%; feijão, 18,6%; cana-de-açúcar, 9,4%; fumo, 6,5%; e arroz, 4,9%.

A projeção de crescimento para a indústria em 2013 atinge 2,3%, ante retração de 0,8% em 2012, destacando-se as reversões nos desempenhos da indústria de transformação, de -2,5% para 2%, e da extrativa mineral, de -1,1% para 3%. Para as atividades construção e produção e distribuição de eletricidade, gás e água, estimam-se crescimentos, na ordem, 1,8% e 3,2%, no período.

Estima-se expansão de 3,1% para o setor terciário em 2013, resultado 1,4 p.p. superior ao de 2012. Nesse cenário, destacam-se os aumentos nas atividades serviços de informação, 4%, e comércio e transportes, ambos com variação de 3,8%.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se crescimento de 3,5% para o consumo das famílias, ante 3,1% em 2012, evolução consistente com a expansão moderada da oferta de crédito e a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho. O consumo do governo deverá aumentar 2,8%, ante 3,2% em 2012, enquanto a expansão da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), associada mais fortemente à absorção de bens de capital do que à construção civil, deverá atingir 4%.

As exportações e as importações de bens e serviços devem crescer 4,5% e 7%, respectivamente, no período,

ante, na ordem, elevações de 0,5% e 0,2% em 2012. As vendas de produtos brasileiros no exterior devem se beneficiar da intensificação do ritmo de atividade em relevantes parceiros comerciais, enquanto o aumento das importações brasileiras se alinha às perspectivas de maior crescimento da demanda doméstica, em particular, de investimentos. Nesse cenário, as contribuições da demanda interna e do setor externo para o aumento do PIB em 2013 estão estimadas em 3,5 p.p. e -0,4 p.p., respectivamente.

Os índices de inflação mais elevados no trimestre finalizado em fevereiro refletiram, em especial, pressões de preços nos segmentos minerais metálicos e derivados do petróleo, no âmbito dos preços ao produtor; e nos grupos alimentação, despesas pessoais, educação e transportes, no caso dos preços ao consumidor, não obstante o impacto da redução dos preços da energia elétrica.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2012			2013	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	-0,31	0,25	0,66	0,31	0,20
IPA	-0,68	0,16	0,74	0,00	0,09
IPC-Br	0,48	0,45	0,66	1,01	0,33
INCC	0,21	0,33	0,16	0,65	0,60

Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 1,17% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 0,81% naquele finalizado em novembro de 2012. A aceleração registrada no período refletiu maiores variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), que se deslocou de 0,58% para 0,83%; do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,48% para 2,01%; e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,77% para 1,42%.

A evolução do IPA esteve associada, fundamentalmente, à variação dos preços industriais, que passou de 0,38% para 1,52%, com destaque para preços de minério de ferro, óleo diesel e gasolina automotiva. O recuo de 0,86% nos preços agrícolas (ante inflação de 1,10% em novembro), refletiu, em especial, a retração no preço da soja. Considerados períodos de doze meses, os preços agrícolas aumentaram 15,45% em fevereiro, ante 17,15% em novembro, e os industriais, 7,02% e 4,38%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A aceleração dos preços ao consumidor no trimestre encerrado em fevereiro decorreu, em grande parte, maiores variações trimestrais nos grupos alimentação, que passou de 2,45% para 4,84%; e educação, leitura e recreação, de 1,03% para 4,98%, esse em linha com a sazonalidade do período. A aceleração do INCC foi em parte determinada pelos aumentos nas variações de preços nos itens materiais e serviços, de 1,13% para 1,26%; e mão-de-obra, de 0,42% para 1,57%.

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

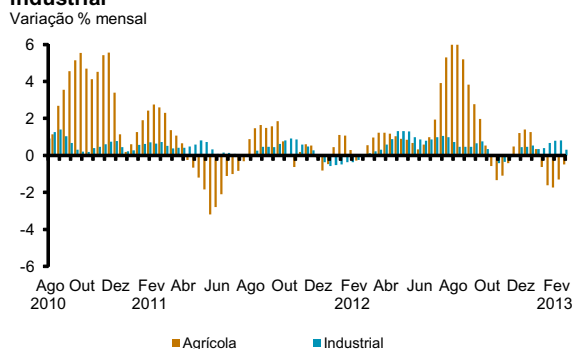


Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2012			2013	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,59	0,60	0,79	0,86	0,60
Livres	0,70	0,62	0,94	1,20	1,13
Comercializáveis	1,00	0,67	0,86	1,03	0,63
Não comercializáveis	0,43	0,57	1,00	1,35	1,58
Serviços	0,51	0,82	0,98	0,92	1,30
Monitorados	0,25	0,54	0,33	-0,22	-1,11

Fontes: IBGE e Banco Central

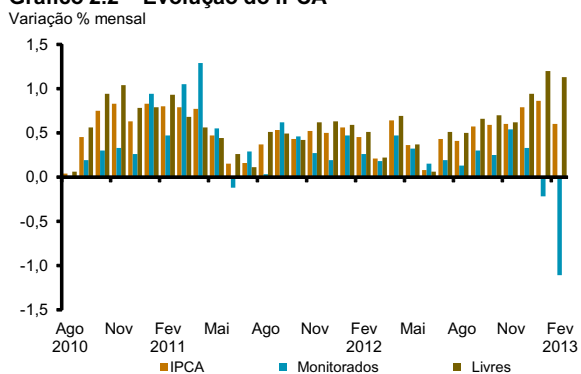
Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 8,24% em fevereiro, ante 7,22% em novembro e 3,38% em fevereiro de 2012.

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 2,27% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,77% naquele terminado em novembro, resultado de aceleração nos preços livres, de 1,99% para 3,31%, e reversão, de 1,09% para -1,00%, na variação dos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu a aceleração nos preços dos itens não comercializáveis, de 1,44% para 3,98%, enquanto os preços dos itens comercializáveis registraram ligeira desaceleração no período, de 2,61% para 2,54%. Destaque-se, no segmento de bens não comercializáveis, além da pressão sazonal do item cursos regulares, a registrada no segmento de tubérculos, raízes e legumes e aluguel residencial. No âmbito dos bens comercializáveis, cabe destacar o aumento nos preços de cigarros, em parte decorrente da elevação na alíquota do IPI, e o arrefecimento da inflação no grupo vestuário.

A variação dos preços dos serviços passou de 1,85% no trimestre encerrado em novembro, para 3,23% no encerrado em fevereiro, em especial, devido a aumentos nos itens cursos regulares e aluguel residencial. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 8,66% em fevereiro, ante 8,24% em novembro.

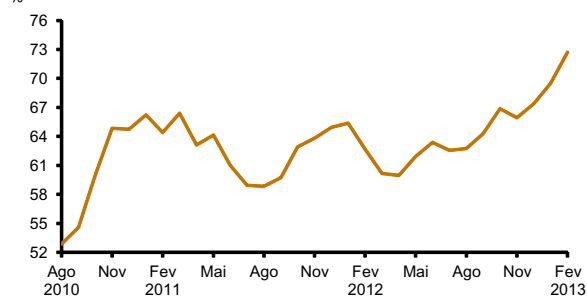
A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,31% em fevereiro, ante 5,53% em novembro, com maiores aumentos de preços livres, 7,86% ante 6,23%, e desaceleração dos monitorados, de 3,50% para 1,53%. O índice de difusão do IPCA registrou média de 72,69% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 65,93% naquele finalizado em novembro e 62,69% em igual período de 2012.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

Fonte: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral
%



Fonte: IBGE

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados recuaram 1,0% no trimestre finalizado em fevereiro, ante aumento de 1,09% no período setembro/novembro, contribuindo com -0,24p.p. para a variação do IPCA no período. Essa evolução, em que pese o reajuste no preço da gasolina, deveu-se essencialmente à redução da tarifa de energia elétrica residencial no bimestre encerrado em fevereiro.

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2012			2013		
		Out	Nov	Dez	Jan	Fev	No ano
IPCA	100,00	0,59	0,60	0,79	0,86	0,60	1,47
Livres	76,26	0,70	0,62	0,94	1,20	1,13	2,34
Monitorados	23,74	0,25	0,54	0,33	-0,22	-1,11	-1,33
Principais itens							
Gás encanado	0,08	-0,02	0,00	0,91	2,81	0,28	3,10
Ônibus urbano	2,67	0,00	0,00	0,00	0,33	0,62	0,95
Água e esgoto	1,51	0,63	0,00	0,15	0,01	0,35	0,36
Plano de saúde	3,10	0,66	0,65	0,65	0,65	0,65	1,30
Gasolina	3,85	0,75	1,18	0,18	0,27	4,10	4,38
Pedágio	0,12	0,09	0,12	0,55	0,69	0,00	0,69
Remédios	3,40	0,05	0,18	-0,19	0,25	0,04	0,29
Energia elétrica	3,18	-0,24	1,38	1,25	-3,91	-15,17	-18,49
Gás veicular	0,12	0,24	0,15	2,13	1,31	0,07	1,38
Gás de bujão	1,09	0,49	0,99	0,36	0,15	0,68	0,83
Óleo diesel	0,13	0,64	0,37	0,17	0,57	3,72	4,31

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal					
	2012			2013		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	
IPCA (cheio)	0,59	0,60	0,79	0,86	0,60	
Exclusão ^{1/}	0,48	0,64	0,88	0,87	1,00	
Exclusão ^{2/}	0,51	0,63	0,76	0,63	0,28	
Médias aparadas com suavização	0,54	0,49	0,56	0,73	0,53	
Médias aparadas sem suavização	0,46	0,61	0,64	0,77	0,61	
Dupla ponderação	0,55	0,62	0,67	0,65	0,55	
IPC-Br (cheio)	0,48	0,45	0,66	1,01	0,33	
Médias aparadas	0,45	0,46	0,47	0,58	0,47	

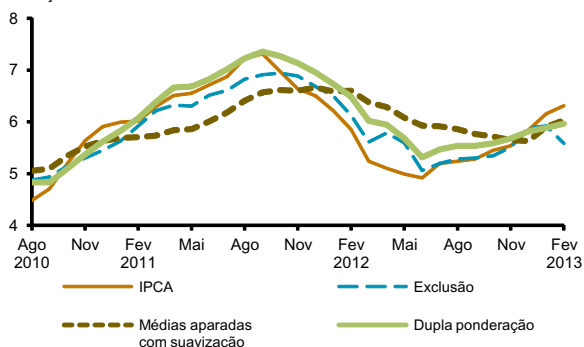
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

- 1/ 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 meses do ano.
- 2/ 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.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis cresceu 1,68% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,62% naquele finalizado em novembro. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 5,59% em fevereiro, ante 5,51% em novembro.

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 2,78% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,52% no terminado em novembro. A análise em doze meses revela que o indicador aumentou 6,36% em fevereiro, ante 5,16% em novembro.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização¹ cresceu 1,83%, ante 1,53% no trimestre encerrado em novembro. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,03% em fevereiro, ante 5,65% em novembro.

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização variou 2,03% no trimestre findo em fevereiro, ante 1,57% nos três meses encerrados em novembro. Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 5,88% em fevereiro, ante 4,84% em novembro.

O núcleo de dupla ponderação² variou 1,88% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,69% no encerrado em novembro. A análise em doze meses indica variação de 5,97% em fevereiro, ante 5,68% em novembro.

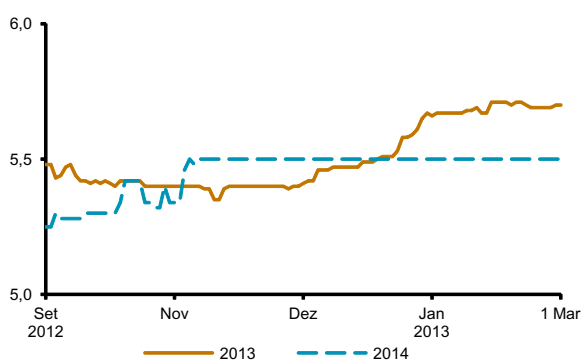
O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,53% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 1,31% no terminado em novembro. Considerados períodos de doze meses, o indicador aumentou 5,17% em fevereiro e 4,97% em novembro.

2.5 Expectativas de mercado

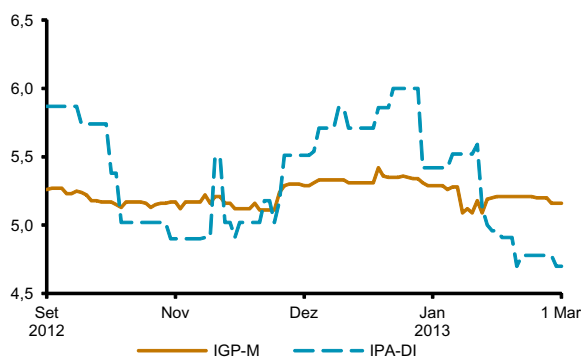
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 1º de março, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2013 e 2014 atingiram 5,7%

Gráfico 2.5 – IPCA

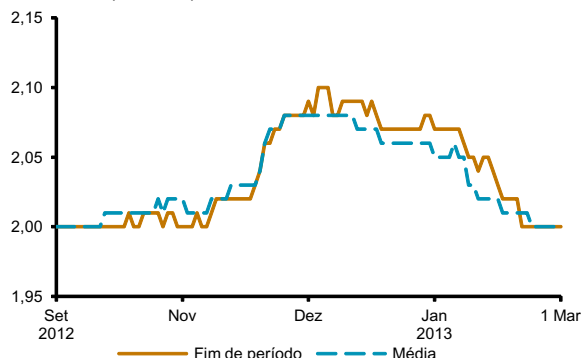
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	28.9.2012		31.12.2012		1.3.2013	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Em percentual						
IPCA	5,5	5,3	5,5	5,5	5,7	5,5
IGP-M	5,3	5,0	5,3	5,0	5,2	5,2
IPA-DI	5,9	5,0	5,7	5,0	4,7	5,0
Preços administrados	4,0	4,5	3,5	4,5	3,3	4,2
Selic (fim de período)	8,00	9,00	7,25	8,25	7,25	8,25
Selic (média do período)	7,58	8,96	7,25	8,35	7,25	8,30
PIB	4,0	4,0	3,3	3,8	3,1	3,7
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,00	2,00	2,09	2,05	2,00	2,05
Câmbio (média do período)	2,00	2,00	2,07	2,05	2,00	2,04

e 5,5%, respectivamente, ante 5,5%, ao final de dezembro. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,6%, ante 5,5% em 31 de dezembro.

A mediana relacionada à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2013 recuou de 5,3%, ao final de dezembro, para 5,2%, em 1º de março, e a referente ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), de 5,7% para 4,7%. No mesmo período, a mediana da variação do IGP-M para 2014 aumentou de 5,0% para 5,2%, e a relativa ao IPA-DI, mantida em 5,0%.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2013 foi reduzida de 3,5%, ao final de dezembro, para 3,3%, em 1º de março, enquanto a referente a 2014 decresceu de 4,5% para 4,2%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2013 e de 2014 atingiram, respectivamente, R\$2,00/US\$ e R\$2,05/US\$ em 1º de março, ante, na ordem, R\$2,09/US\$ e R\$2,05/US\$ ao final de dezembro. No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2013 e de 2014 diminuíram, na ordem, de R\$2,07/US\$ e R\$2,05/US\$, para R\$2,00/US\$ e R\$2,04/US\$, respectivamente.

2.6 Conclusão

A despeito da redução nas tarifas de energia elétrica residencial em janeiro, as taxas de inflação ao consumidor aumentaram no trimestre encerrado em fevereiro. Essa dinâmica reflete, em parte, aumentos nos preços da alimentação e educação, ambos influenciados pela sazonalidade no período, e reajustes nos preços da gasolina e cigarro. Cabe destacar, ainda, a maior disseminação de aumentos de preços verificada no período. No segmento de preços ao produtor, houve recentemente recuo nos preços agrícolas e aceleração nos industriais.

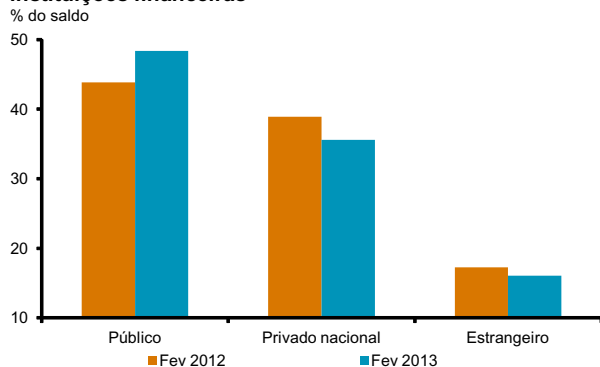
3.1 Crédito

O Banco Central, objetivando aperfeiçoar e ampliar as estatísticas de crédito, com ênfase nas modalidades que ganharam expressão nos últimos anos, a exemplo dos financiamentos imobiliários e do crédito consignado, passou recentemente a publicar um conjunto mais amplo de informações sobre o mercado de crédito. Essas estatísticas, que possibilitam análise mais abrangente, detalhada e uniforme das modalidades de crédito, e, em particular, dos financiamentos com recursos direcionados, encontram-se detalhadas no box: Nova estrutura de dados de crédito, na página 29 deste relatório.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	2 310,9	2 368,0	2 366,0	2 383,5	3,1	16,8
Pessoas jurídicas	1 255,2	1 292,1	1 278,7	1 290,4	2,8	17,2
Recursos livres	688,6	706,1	690,7	697,7	1,3	16,3
Direcionados	566,6	586,0	588,0	592,7	4,6	18,3
Pessoas físicas	1055,7	1075,9	1087,3	1093,1	3,5	16,2
Recursos livres	684,6	692,7	697,6	696,8	1,8	9,5
Direcionados	371,1	383,2	389,7	396,3	6,8	30,4
Participação %:						
Total/PIB	52,8	53,8	53,4	53,4		
P. jurídicas/PIB	28,7	29,4	28,8	28,9		
P. físicas/PIB	24,1	24,4	24,5	24,5		
Rec. livres/PIB	31,3	31,7	31,3	31,2		
Rec. direc./PIB	21,4	22,0	22,1	22,2		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras



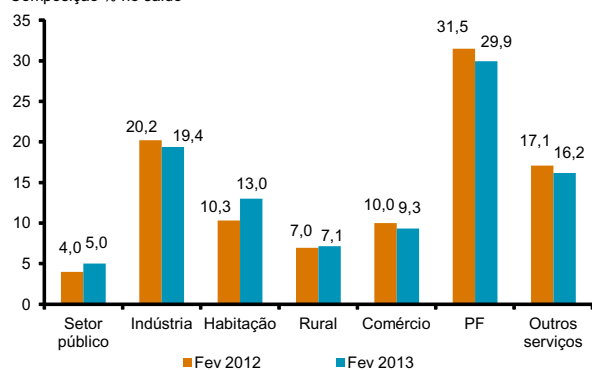
Já considerando esses desenvolvimentos, o saldo das operações de crédito do sistema financeiro, computadas operações com recursos livres e direcionados, somou R\$2.384 bilhões em fevereiro, elevando-se 3,2% no trimestre e 16,8% em doze meses. O estoque de crédito correspondeu a 53,4% do PIB, ante 52,8% em novembro e 48,8% em fevereiro de 2012. Os créditos às empresas e às famílias totalizaram R\$1.291 bilhões e R\$1.093 bilhões, respectivamente, assinalando, na ordem, elevações trimestrais de 2,8% e 3,6%.

A expansão trimestral do crédito foi condicionada, em parte, por fatores sazonais e idiossincráticos, como a intensificação da demanda por crédito pelas empresas, associada às vendas de fim de ano e a aceleração dos desembolsos do BNDES em dezembro. No âmbito das pessoas físicas, o recebimento do décimo terceiro salário contribuiu para a redução, em dezembro, do uso da modalidade crédito rotativo, que se recuperou em janeiro, quando se apresentam compromissos financeiros sazonais importantes.

A representatividade dos bancos públicos no total das operações de crédito aumentou 1,2 p.p. no trimestre, para R\$1.153 bilhões, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e estrangeiras recuaram, na ordem, 0,7 p.p. e 0,5 p.p., correspondendo a R\$848 bilhões e R\$382 bilhões, respectivamente. Os empréstimos ao setor privado

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

**Tabela 3.2 – Crédito concedido a pessoas jurídicas**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	688,6	706,1	690,7	697,7	1,3	16,3
Capital de giro	358,4	366,4	365,8	364,9	1,8	15,7
Conta garantida	43,7	43,1	42,6	43,8	0,2	-2,6
ACC	48,1	45,9	43,6	44,5	-7,7	9,9
Financ. a export.	37,5	36,9	36,6	43,0	14,5	55,4
Demais	200,8	213,8	202,1	201,6	0,4	17,6
Rec. direcionados	566,6	586,0	588,0	592,7	4,6	18,3
BNDES	432,3	446,7	448,5	450,2	4,1	15,7
Imobiliário	42,2	42,9	43,1	43,8	3,7	28,7
Rural	47,7	48,8	48,9	49,9	4,6	17,8
Demais	44,4	47,6	47,6	48,8	10,0	37,5

Tabela 3.3 – Crédito concedido a pessoas físicas

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	684,6	692,7	697,6	696,8	1,8	9,5
Crédito pessoal	278,8	279,1	283,2	287,1	3,0	16,4
Do qual: consignado	187,7	188,9	192,2	195,5	4,2	18,7
Aquisição de veículos	190,8	193,2	193,5	192,8	1,0	6,3
Cartão de crédito	119,4	126,6	126,3	122,1	2,2	11,0
Cheque especial	20,0	18,3	20,0	20,8	4,1	0,4
Demais	75,6	75,5	74,6	74,0	-2,1	-4,9
Recursos direcionados	371,1	383,2	389,7	396,3	6,8	30,4
BNDES	28,5	29,2	30,2	31,1	9,3	20,9
Imobiliário	248,7	255,4	261,3	266,5	7,1	34,3
Rural	86,4	90,7	90,5	90,9	5,2	23,1
Demais	7,5	8,0	7,7	7,8	3,9	33,6

totalizaram R\$2.264 bilhões, elevando-se 2,8% no trimestre, com destaque para as contratações dos setores imobiliário e rural. Os financiamentos para o setor público cresceram 9,6% no período, para R\$120 bilhões, resultado da elevação de 23,4% e retração de 0,5% nos créditos a governos subnacionais e à esfera federal, respectivamente.

As operações de crédito com recursos livres totalizaram R\$1.395 bilhões (31,2% do PIB) em fevereiro, elevando-se 1,6% no trimestre e 12,8% em doze meses, e corresponderam a 58,5% da carteira do sistema financeiro. Nesse segmento, os empréstimos a pessoas jurídicas registraram aumento trimestral de 1,3%, ante 4,5% em novembro, e totalizaram R\$698 bilhões. Destacaram-se as expansões nas modalidades capital de giro, cheque especial e repasses externos, e as reduções nas operações envolvendo *leasing* de veículos e Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC). Os créditos a pessoas físicas atingiram R\$697 bilhões, com aumentos de 1,8% no trimestre e de 9,5% em doze meses. A expansão trimestral, 0,5 p.p. acima da registrada no trimestre finalizado em novembro, foi estimulada, em especial, pelo aumento sazonal de 2,6% na modalidade crédito rotativo.

Os financiamentos com recursos direcionados (41,5% do estoque total de crédito) somaram R\$989 bilhões (22,2% do PIB) em fevereiro, crescendo 5,5% no trimestre e 22,9% em doze meses. Os créditos a pessoas jurídicas (59,9% do total dos créditos direcionados) expandiram 4,6% no trimestre. As operações do BNDES aumentaram 4,1%, com ênfase para o financiamento de investimentos em infraestrutura. No segmento de pessoas físicas, os financiamentos com recursos direcionados cresceram 6,8% no trimestre, destacando-se as modalidades crédito imobiliário, 7,1%, e crédito rural, 5,2%.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito atingiu 18,7% no trimestre encerrado em fevereiro, recuando 0,2 p.p. em relação ao terminado em novembro de 2012 e 5,1 p.p. em doze meses. Registraram-se taxas médias de 26,4% nas contratações com recursos livres e de 7,2% nas efetuadas com recursos direcionados.

Considerado o segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros recuou 0,2 p.p. no trimestre e 6,2 p.p. em doze meses, situando-se em 24,9%. Ocorreu aumento trimestral de 0,4 p.p. na taxa relativa às operações com recursos livres, reflexo, em parte, das elevações respectivas de 2,1 p.p., 0,8 p.p. nas modalidades crédito renegociado e crédito pessoal.

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

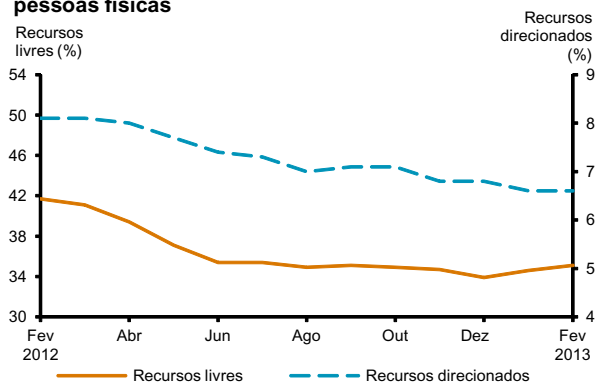


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

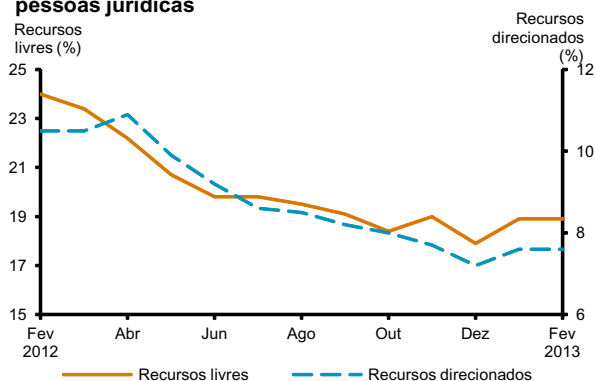


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

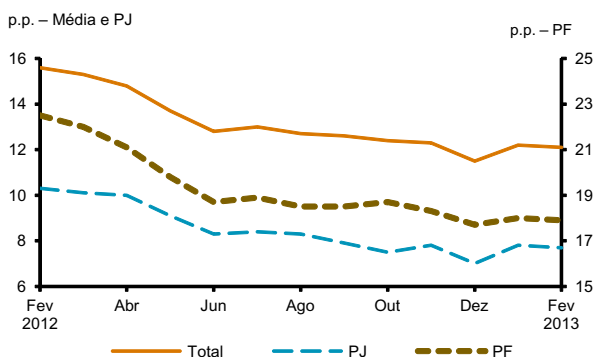
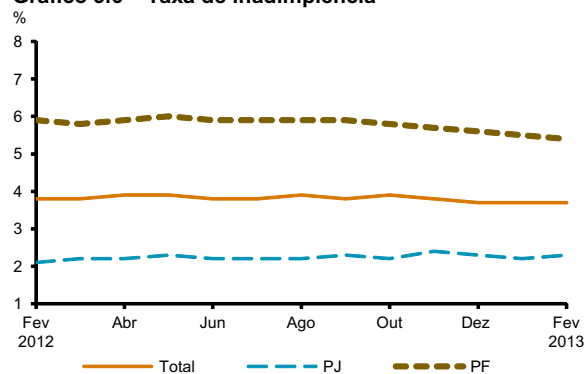


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

A retração trimestral de 0,2 p.p. na taxa média envolvendo as operações com recursos direcionados foi condicionada, em parte, pelas retrações respectivas de 1 p.p., 0,2 p.p. e 0,2 p.p. nas modalidades financiamentos para investimentos com recursos do BNDES, crédito rural e crédito imobiliário. As taxas médias de juros nos segmentos mencionados atingiram 35,1% e 6,6%, respectivamente.

A taxa média de juros nos financiamentos a pessoas jurídicas atingiu 14% no trimestre encerrado em fevereiro e recuaram 4,2 p.p. em doze meses. A análise trimestral revela que a redução de 0,2 p.p., em relação trimestre encerrado em novembro de 2012, resultou da variação respectiva de -0,1 p.p. nas taxas relativas às operações com recursos direcionados e com recursos livres, que se deslocaram para patamares de 7,6% e 18,9%, respectivamente. No crédito direcionado, destacou-se o recuo de 0,9 p.p. na taxa média de capital de giro com recursos do BNDES; e no crédito livre, as reduções de 0,1 p.p. e 0,6 p.p. nas taxas de capital de giro e ACC, respectivamente.

O *spread* bancário estimado para o total das operações de crédito do sistema financeiro, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu 12,1 p.p. em fevereiro, recuando 0,2 p.p. no trimestre e de 3,5 p.p. em doze meses. Ocorreram variações trimestrais de -0,4 p.p. no segmento de pessoas físicas, e de -0,1 p.p. no de pessoas jurídicas.

A inadimplência do sistema financeiro, correspondente a operações com atraso superior a noventa dias, representou, em fevereiro, 3,7% do estoque total de crédito, reduzindo-se 0,1 p.p. tanto no trimestre como em relação a igual período de 2012. A inadimplência totalizou 5,6% das operações com recursos livres e 1,1% das com direcionados. Destacaram-se os recuos trimestrais nas modalidades financiamentos de veículos, 0,4 p.p.; cartão de crédito rotativo, 2,2 p.p.; e financiamentos imobiliários de 0,1 p.p.

A taxa de inadimplência atingiu 5,4% no segmento de pessoas físicas, com recuos 0,3 p.p. no trimestre encerrado em fevereiro e 0,5 p.p. em doze meses.

No segmento de pessoas jurídicas, a inadimplência situou-se em 2,3% em fevereiro, apresentando estabilidade no trimestre, com ênfase nos declínios de 0,1 p.p. em capital de giro e de 0,2 p.p. nos financiamentos com recursos do BNDES, e elevação de 0,1 p.p. em doze meses.

3.2 Agregados monetários

Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

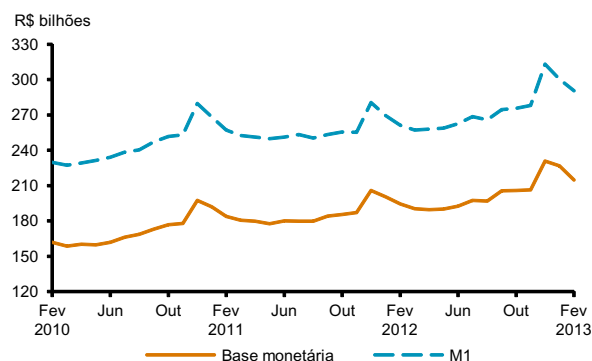


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados

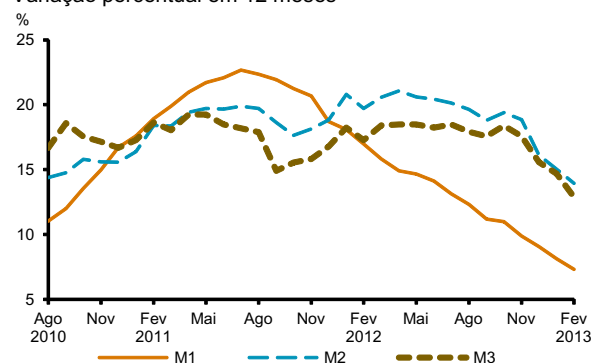


Gráfico 3.9 – Taxas de juros

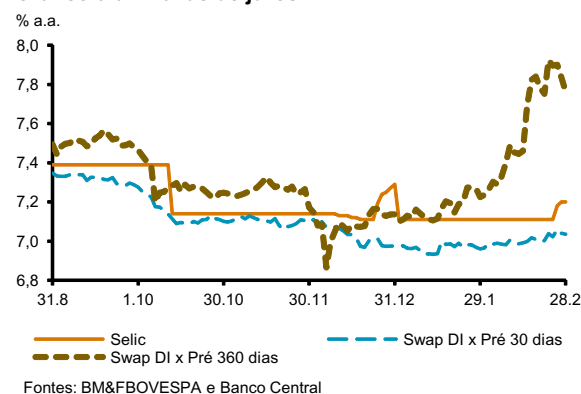
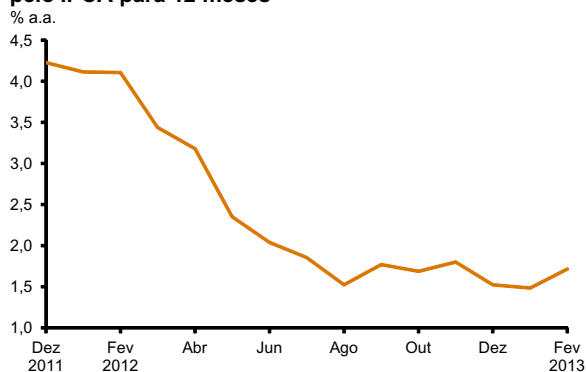


Gráfico 3.10 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$ 290,5 bilhões em fevereiro, elevando-se 4,5% no trimestre e 11,2% em doze meses. A base monetária totalizou R\$ 214,9 bilhões, variando 4,1% e 10,5%, nas mesmas bases de comparação.

Considerados saldos em final de período, a base monetária situou-se em R\$ 205 bilhões em fevereiro. A retração trimestral de 1,9% refletiu, em especial, impactos contracionistas das operações do Tesouro Nacional, R\$52,4 bilhões, e das vendas líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$5 bilhões, neutralizados, em parte, pelos efeitos expansionistas das operações com títulos públicos federais, R\$47,1 bilhões, e dos recolhimentos compulsórios, R\$1,6 bilhões.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,7 trilhão em fevereiro, diminuição de 0,4% no trimestre e 7,3% em doze meses, registrando-se crescimentos de 0,8% no estoque de títulos privados e de 18,7% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,5 trilhões, elevando-se 1,5% no trimestre e 13,9% em doze meses, enquanto o M4 somou R\$4,1 trilhões, com expansões respectivas de 1,1% e 12,9%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros para prazos mais longos apresentaram elevado crescimento ao final do trimestre encerrado em fevereiro. Os contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré de 30 dias apresentaram redução de 6 p.b., enquanto as de 360 dias cresceram 59 p.b. no trimestre. As referidas taxas fecharam fevereiro respectivamente em 7,0% a.a. e 7,8% a.a., frente a 7,1% a.a. e 7,2% a.a. no trimestre anterior.

A taxa de juros real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base em pesquisa sobre as expectativas de analistas do setor privado para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e para a variação anual do IPCA, apresentou redução, saindo de 1,8% a.a. para 1,7% a.a. ao longo do trimestre. Esse movimento se deve às expectativas de elevação da inflação e manutenção da taxa de juros Selic nos próximos doze meses.

Nova Estrutura de Dados de Crédito

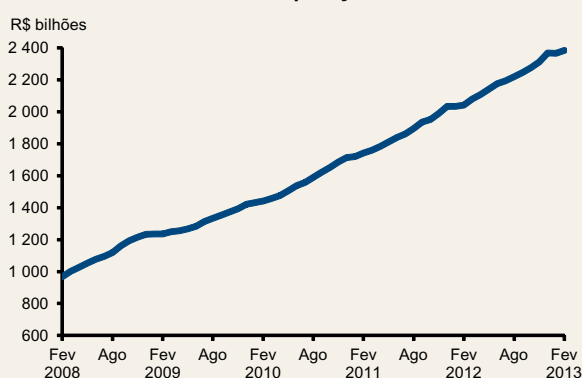
Este boxe apresenta as principais alterações introduzidas recentemente nas estatísticas de crédito publicadas pelo Banco Central¹.

A reformulação objetivou ampliar a abrangência, uniformizar informações e a especificação mais detalhada das principais modalidades de crédito. A nova estrutura amplia as estatísticas de concessões, taxas de juros, spreads, prazos e taxas de inadimplência, as quais, antes limitadas às principais modalidades de crédito com recursos livres, passaram a incorporar créditos com recursos direcionados e operações de arrendamento mercantil. As mudanças permitem o detalhamento da evolução de linhas de crédito como financiamentos imobiliários, rurais e com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e de modalidades que adquiriram expressão ao longo dos últimos anos, como o crédito consignado, cartão de crédito e empréstimos de capital de giro.

Os créditos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) totalizaram R\$2.368,3 bilhões em dezembro de 2012 (R\$2.383,7 bilhões, em fevereiro de 2013), de acordo com os dados disponíveis na nova estrutura. Esse total, na antiga estrutura, correspondeu a R\$2.359,6 bilhões². Como não houve alteração na abrangência dos saldos, a diferença de R\$8,7 bilhões resulta da maior precisão na mensuração do volume total de operações interbancárias. A relação entre o crédito total e o PIB situou-se em 53,8% em dezembro de 2012.

A segmentação dos saldos entre recursos livres e direcionados foi alterada, decorrente da reclassificação, como créditos direcionados, de financiamentos imobiliários e rurais baseados nas exigibilidades de direcionamento dos depósitos de poupança e à vista, porém, contratados com taxas de juros livres. Também

Gráfico 1 – Saldo total das operações de crédito



1/ Mais informações a respeito constam da Nota Metodológica sobre a Nova Estrutura de Dados de Crédito, disponível no endereço <http://www.bcb.gov.br/?ecoimprensa>.

2/ As séries de saldos na estrutura antiga foram interrompidas em dezembro de 2012. Os dados publicados relativos aos últimos três meses são sempre considerados preliminares, tendo em vista a possibilidade de serem revisados.

Gráfico 2 – Crédito segundo origem dos recursos

Dezembro/2012

R\$ bilhões

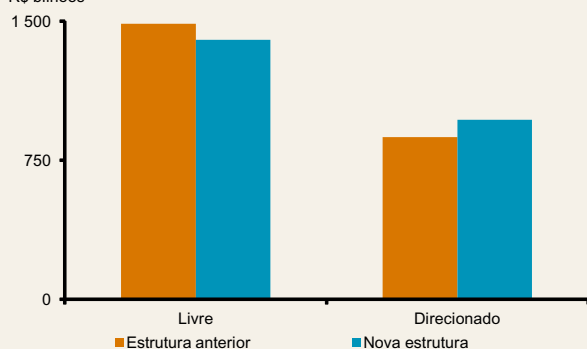


Gráfico 3 – Crédito a pessoas físicas e jurídicas

Dezembro/2012

R\$ bilhões

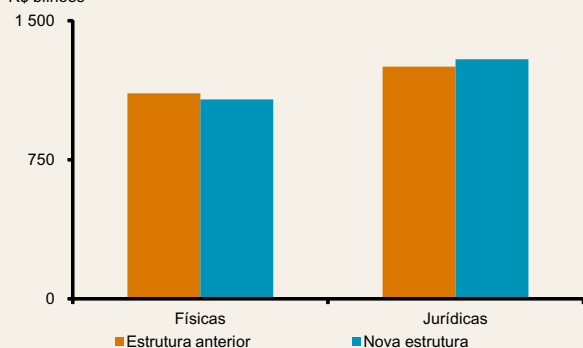
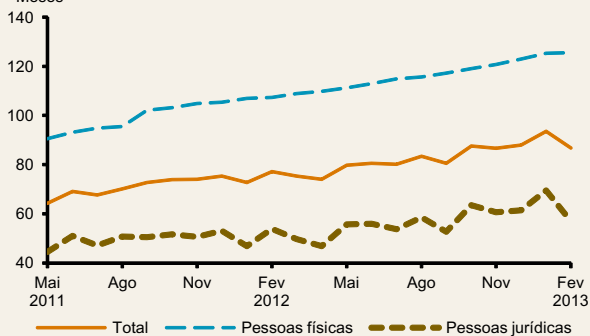


Gráfico 4 – Prazo médio das concessões das operações de crédito

Meses



foi possível aferir com mais precisão a segmentação entre pessoas físicas e a pessoas jurídicas. Conseqüentemente, a distribuição do volume total de crédito passou a ser de 59,1% com recursos livres e 40,9% com recursos direcionados, e de 54,5% para pessoas jurídicas e 45,5% para pessoas físicas, em dezembro de 2012.

Os dados sobre concessões foram ampliados e passaram a abranger quase a totalidade das operações de crédito³, permitindo assim identificar com mais precisão fluxos destinados a consumo, investimento e habitação.

A estatística de prazo das concessões é outra novidade. A estrutura anterior apresentava apenas o prazo médio das carteiras, indicador referente ao prazo remanescente de todo o saldo das operações ativas⁴. Para cada contrato, o novo indicador reflete o prazo total a decorrer entre a data de contratação e o vencimento da última prestação e se refere exclusivamente às operações contratadas no mês, possibilitando avaliações mais tempestivas acerca da evolução dos prazos de crédito.

A abrangência sobre taxas de juros e concessões foi ampliada, passando a compreender as principais modalidades de crédito direcionado e, entre as operações com recursos livres, a oferecer maior detalhamento. Nesse contexto, a taxa média de juros referente ao volume total de crédito do sistema financeiro atingiu 18% a.a. em dezembro de 2012, reflexo de taxas médias respectivas de 13,3% a.a. e 24,3% a.a. nos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas. A nova estrutura permite conhecer as taxas de juros do crédito direcionado. Assim, a taxa média de juros das operações de crédito direcionado atingiu 7%, correspondendo a 7,2% nos financiamentos a pessoas jurídicas e a 6,8% nos destinados a pessoas físicas.

As estatísticas de taxas de juros referentes ao crédito livre são comparáveis às que eram produzidas na estrutura anterior, que se referiam ao subconjunto de modalidades de crédito chamado de Crédito Referencial para Taxas de Juros. A taxa média de juros do crédito livre na nova estrutura atingiu 25,3% em dezembro, ante 28,1% no crédito referencial da estrutura anterior. No âmbito das empresas, a taxa de juros situou-se em 17,9% na nova

3/ As informações relativas a concessões, taxas de juros, prazos e taxas de inadimplência não incluem dados de cooperativas de crédito, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor, instituições que, em conjunto, respondem por 2,2% do saldo total de crédito do SFN.

4/ O indicador de prazo médio da carteira permanece disponível, de forma resumida, na Nota para Imprensa sobre Política Monetária e Operações de Crédito, e, com maior detalhe, no sistema de séries temporais.

Gráfico 5 – Taxas de juros de operações de crédito

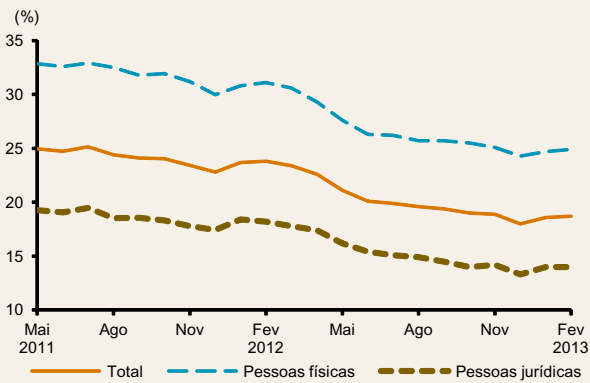
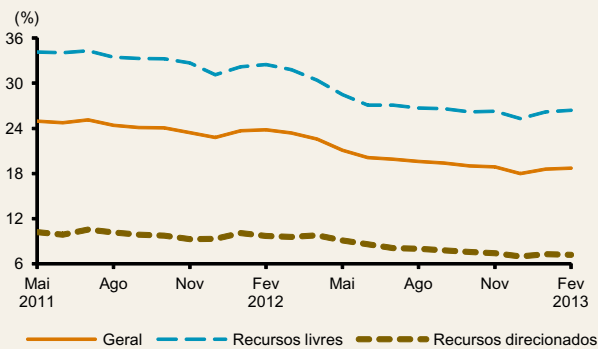


Gráfico 6 – Taxas de juros de crédito segundo a origem dos recursos



estrutura, ante 20,6% na anterior. Nos empréstimos a pessoas físicas, a taxa de juros alcançou 33,9% na nova estrutura e 34,6% na anterior.

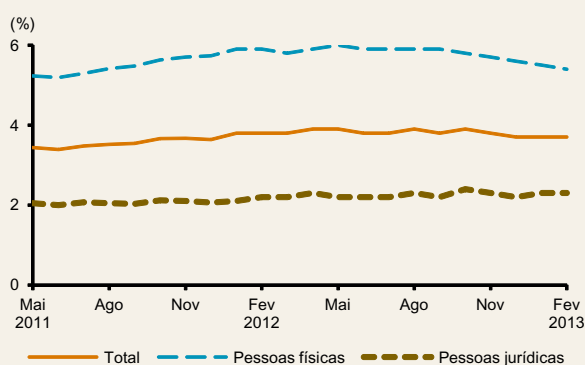
A redução do nível da taxa média de juros nos empréstimos às empresas refletiu, sobretudo, a modificação introduzida nas taxas referentes aos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), que deixaram de incorporar a expectativa de variação cambial ao longo do prazo da operação. A alteração se justifica porque, embora com valores referenciados em moeda estrangeira, as operações são contratadas e liquidadas em reais, portanto, sem a incidência de variação cambial entre a contratação e a liquidação. Nos empréstimos às famílias, a principal alteração foi a inclusão das taxas de juros referentes às operações de arrendamento mercantil, que se situam abaixo da média das demais modalidades. A despeito do deslocamento das curvas determinado pela mudança, a evolução das taxas de juros identificadas na nova estrutura manteve-se condizente com a observada anteriormente no crédito referencial, evidenciando trajetória declinante ao longo de 2012.

Em termos dos indicadores de inadimplência, a estrutura anterior contemplava dados referentes à totalidade do saldo de crédito do sistema financeiro, porém, sem aberturas pessoas físicas/jurídicas e créditos livres/direcionados para o total dos saldos. A nova estrutura permite a mediar a inadimplência para os segmentos pessoas físicas e jurídicas, bem como para operações com recursos livres e direcionados. Dessa forma, a taxa de inadimplência relativa ao volume total de crédito atingiu 3,7% em dezembro de 2012, situando-se, na ordem, em 2,2% e 5,6% nos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas.

A taxa de inadimplência atingiu 1% no âmbito dos empréstimos com recursos direcionados, totalizando 0,5% nos créditos a pessoas jurídicas e 1,9% nos contratados por pessoas físicas. O segmento de crédito direcionado apresenta, portanto, menores níveis de inadimplência do que o crédito livre, o que, em grande parte, explica-se pelas garantias oferecidas em tais operações.

As taxas de inadimplência do crédito livre, assim como as taxas de juros, são comparáveis às do crédito referencial. Em dezembro de 2012, a inadimplência

Gráfico 7 – Taxa de inadimplência



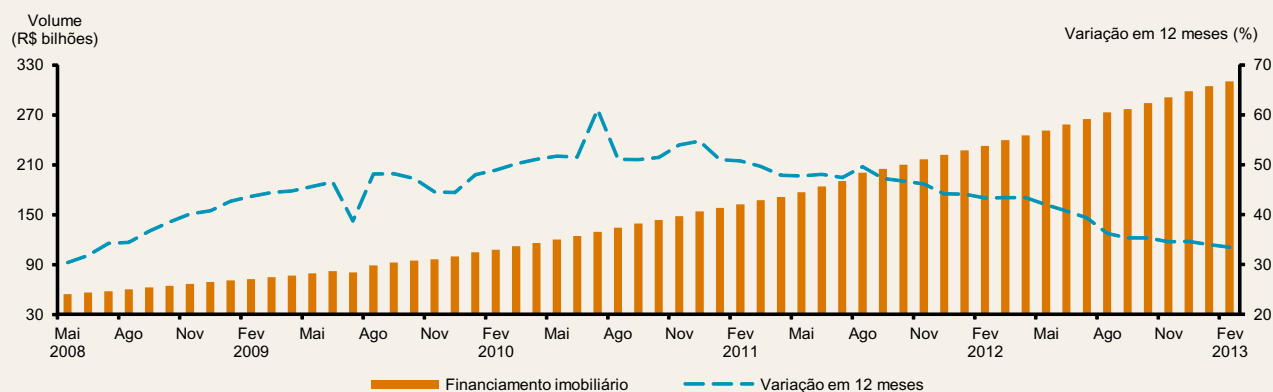
das operações com recursos livres situou-se em 5,6% (5,8% no crédito referencial), correspondendo a 3,7% (4%) nos créditos a pessoas jurídicas e a 8% (7,9%) nos relativos a pessoas físicas. Ressalte-se que a elevação de 0,1 p.p. no indicador referente a pessoas físicas deveu-se à inclusão das operações de *leasing*. A redução no indicador relacionado ao segmento de pessoas jurídicas é explicada, em especial, pela maior precisão trazida pela nova estrutura de informação.

O saldo total dos financiamentos imobiliários atingiu R\$266,5 bilhões em fevereiro de 2013, dos quais R\$239,6 bilhões em operações com taxas de juros reguladas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e R\$26,9 bilhões em financiamentos contratados a taxas livres. Cabe notar que as operações com taxas reguladas compreendem, também, financiamentos com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) destinados a mutuários de baixa renda. A nova estrutura identifica financiamentos imobiliários destinados a pessoas jurídicas, que correspondem, principalmente, a créditos para construtoras e incorporadoras para financiamento da construção de unidades residenciais, transferidos posteriormente às pessoas físicas que adquirem as unidades mencionadas. Esses créditos, que somaram R\$43,8 bilhões em fevereiro de 2013, podem ser adicionados aos empréstimos habitacionais às pessoas físicas, que atingiriam saldo total de R\$310,3 bilhões (6,9% do Produto Interno Bruto – PIB).

Ainda a respeito dos financiamentos imobiliários, a taxa de juros nas operações destinadas às famílias atingiu 6,9% nos créditos com taxas reguladas e 12,7% nos com taxas de mercado. A reduzida taxa de inadimplência dessas operações, 2% em fevereiro de 2013, corrobora a avaliação de que, a despeito do expressivo crescimento nos últimos anos, há espaço para expansão desse segmento.

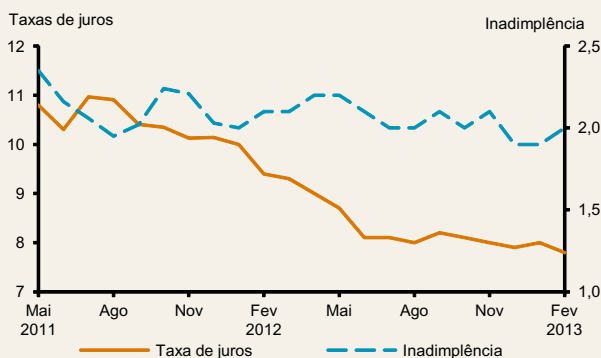
Sobre crédito consignado, a nova estrutura permite a agregação de estatísticas relativas a inadimplência e prazos, para todo o sistema financeiro, segmentadas em operações destinadas a trabalhadores ativos e inativos do setor público, a beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e a trabalhadores da iniciativa privada. A taxa de juros do conjunto dessas operações atingiu 24,7% em fevereiro de 2013, ante 69,8% nos empréstimos pessoais sem consignação em folha de

Gráfico 8 – Financiamentos imobiliários



pagamento. A inadimplência situou-se, na ordem, em 2,8% e 8,5%.

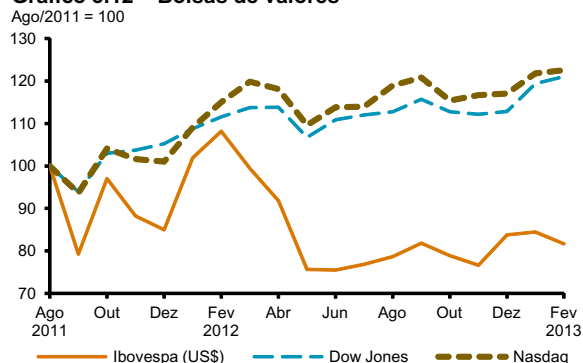
Gráfico 9 – Taxa de juros e de inadimplência – Financiamento imobiliário (%)



Em resumo, a maior abrangência e a maior abertura da nova estrutura de dados de crédito permite uma análise precisa da evolução dos empréstimos no âmbito do SFN. Dessa forma, a mudança constitui avanço importante em termos de transparência, um dos pilares das ações do Banco Central.

Gráfico 3.11 – Ibovespa

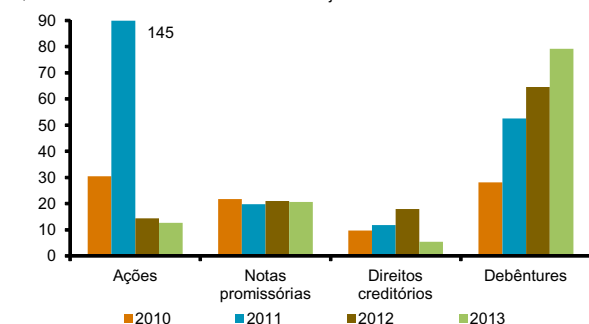
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores

Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado em doze meses até janeiro



Fonte: CVM

Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2011		2012		2013 - Jan	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-93,0	-2,2	-86,1	-2,0	-91,9	-2,1
Governos regionais	-33,0	-0,8	-21,5	-0,5	-20,5	-0,5
Empresas estatais	-2,7	-0,1	2,6	0,1	3,2	0,1
Total	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-109,2	-2,5

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) apresentou volatilidade durante o trimestre, fechando fevereiro em 57.424, muito próximo dos 57.474 registrados ao final de novembro de 2012. Encerrando o período em R\$1.918 bilhões, o valor de mercado das empresas listadas no índice registrou crescimento de 2,4% e a média diária do volume transacionado no trimestre subiu 5,7% em relação à média do trimestre anterior. Os índices das bolsas Dow Jones e Nasdaq cresceram 7,9% e 5,0% respectivamente, enquanto o Ibovespa, avaliado em dólares, teve aumento de 6,6%, auxiliado pela depreciação cambial do período.

A emissão de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, consideradas emissões públicas e restritas, atingiu R\$ 117,9 bilhões nos doze meses até janeiro de 2013, ante R\$ 117,8 bilhões no mesmo período do ano anterior. Excluídas as sociedades de arrendamento mercantil, as emissões de debêntures somaram R\$ 79,2 bilhões, ante R\$ 64,5 bilhões na mesma base de comparação.

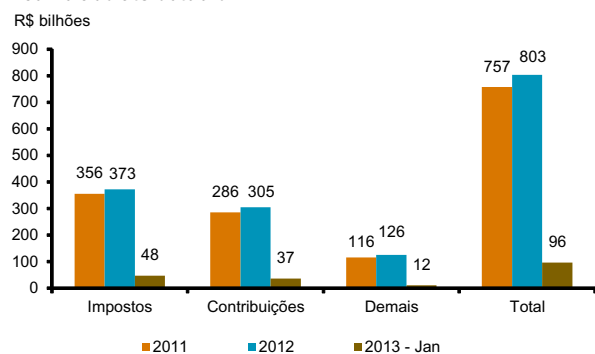
3.3 Política fiscal

Foi editada, no final de dezembro, a Medida Provisória nº 599, dispondo sobre a prestação de auxílio financeiro, pela União, aos estados que venham a registrar perdas de arrecadação em decorrência da redução de alíquotas do ICMS. Com esse objetivo, será criado o Fundo de Compensação de Receitas, com aporte de R\$74 bilhões no período 2014/2033. As alíquotas de 7% e 12% atualmente em vigor deverão convergir para uma alíquota única de 4% até 2025. Note-se ainda que deverá ser adotado exclusivamente o princípio do destino, ou seja, o tributo passará a ser cobrado integralmente no estado onde a mercadoria for consumida.

No mesmo mês, a Medida Provisória nº 601 estendeu a desoneração tributária da folha de pagamentos a diversos setores do comércio varejista e da construção civil, com renúncia fiscal estimada em R\$3,2 bilhões, para 2013, e em R\$5,3 bilhões, para 2014.

O Decreto nº 7.879, de dezembro de 2012, instituiu suspensão gradativa nos benefícios concedidos, via redução das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), às indústrias de automóveis, produtos da linha branca, móveis, painéis, laminados, luminárias e papel de parede. A recomposição gradual das alíquotas começou em janeiro de 2013 e estará concluída em julho.

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Acumulado até outubro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional
Jan-dez

Discriminação	2011		2012	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	439 191	10,6	484 356	11,0
Pessoal e encargos sociais	179 277	4,3	186 097	4,2
Custeio e capital	257 778	6,2	295 942	6,7
FAT	34 660	0,8	39 330	0,9
Subsídio e subvenções	10 517	0,3	11 006	0,2
Loas/RMV	24 905	0,6	29 207	0,7
Investimento	52 631	1,3	59 849	1,4
Outras	135 065	3,3	156 550	3,5
Transferências ao Bacen	2 136	0,1	2 317	0,1

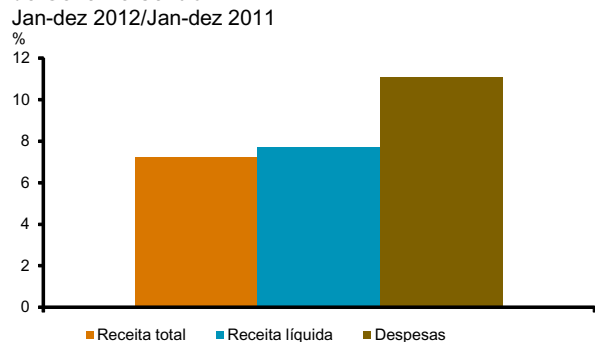
Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social
Jan-dez

Discriminação	R\$ bilhões		
	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	272,5	305,9	12,3
Restituição/devolução	-1,1	-1,0	-4,0
Transferência a terceiros	-25,5	-29,1	14,1
Arrecadação líquida	245,9	275,8	12,1
Benefícios previdenciários	281,4	316,6	12,5
Resultado primário	-35,5	-40,8	14,8
Arrecadação líquida/PIB	5,9%	6,2%	
Benefícios/PIB	6,8%	7,2%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-0,9%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central
Jan-dez 2012/Jan-dez 2011



Fonte: MF/STN

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2012

O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$105 bilhões ao final de 2012 (2,38% do PIB), patamar 0,7 p.p. do PIB inferior ao observado em 2011, ainda assim em linha com a meta fixada para o ano, após dedução das despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Ocorreram reduções nos resultados primários de todos os segmentos do setor público, no ano.

A receita bruta do Tesouro Nacional totalizou R\$802,8 bilhões em 2012, crescimento anual de 6%, com ênfase nos registrados na Cofins, R\$16,4 bilhões, e nos dividendos, R\$8,1 bilhões. Em oposição, ocorreram retrações de R\$6,2 bilhões na arrecadação da Cide-Combustíveis, em função de reduções de alíquotas, e de R\$7,8 bilhões nas demais receitas, resultado derivado, em parte, do recolhimento expressivo, em 2011, do parcelamento especial previsto na Lei 11.941/2009 (Refis da Crise).

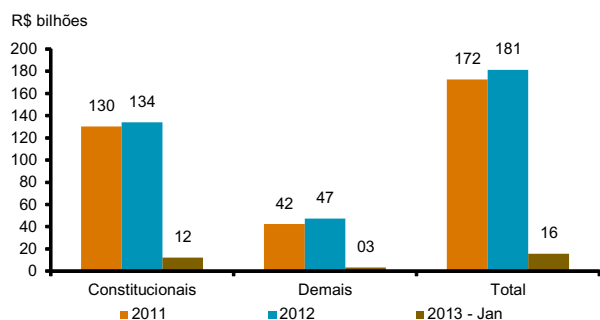
As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$484,4 bilhões em 2012, elevando-se 10,3% no ano. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 3,8%; com custeio e capital, 14,8%; com benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV), 17,3%; e com itens discricionários, 9,9%. Os investimentos totais aumentaram 13% e os investimentos incluídos no PAC, 40,3%.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$40,8 bilhões em 2012, com expansão anual de 14,8%. As despesas aumentaram 12,5%, haja vista elevações respectivas de 9,5% e 3,2% no valor médio e na quantidade dos benefícios. Por sua vez, as receitas cresceram 12,1%, em linha com a elevação da massa salarial.

As receitas e as despesas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram, respectivamente, 7,2% e 11,1% em 2012, em relação ao ano anterior, na ordem, 24,1% e 18,2% do PIB, ante 23,9% e 17,5% do PIB no ano anterior.

As transferências para os governos regionais somaram R\$181,4 bilhões (4,1% do PIB), elevando-se 5,2% em relação a 2011. Contribuíram para esse desempenho os aumentos de 21,6% nos repasses provenientes da participação especial pela exploração de petróleo e de 2,9% nas transferências constitucionais.

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.17 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

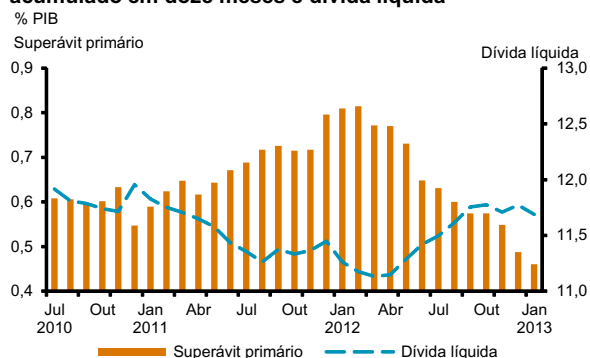


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

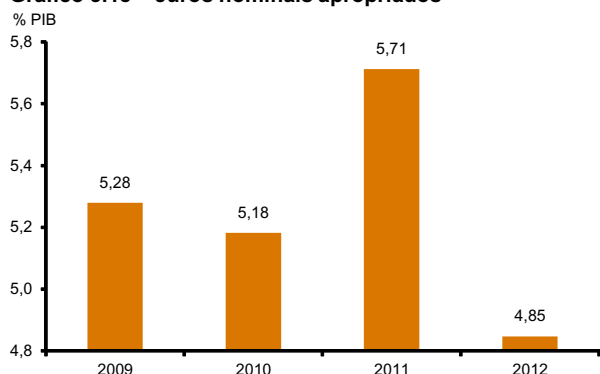


Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2011		2012		Jan 2013 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	108,0	2,6	108,9	2,5	107,7	2,4
Primário	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-109,2	-2,5
Juros	236,7	5,7	213,9	4,8	216,9	4,9
Fontes	108,0	2,6	108,9	2,5	107,7	2,4
Financiamento interno	214,4	5,2	131,5	3,0	132,5	3,0
Dívida mobiliária	223,8	5,4	311,4	7,1	301,5	6,8
Dívida bancária	-21,0	-0,5	-207,7	-4,7	-182,2	-4,1
Outros	11,6	0,3	27,8	0,6	13,2	0,3
Financiamento externo	-106,5	-2,6	-22,6	-0,5	-24,9	-0,6

1/ Acumulado em 12 meses.

As arrecadações relativas ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) somaram, na ordem, R\$329,6 bilhões e R\$23,9 bilhões em 2012 – aumentos anuais respectivos de 9,5% e 8,1%.

O *superavit* primário de estados e municípios atingiu R\$21,5 bilhões em 2012, recuo anual de 0,31 p.p. do PIB, reflexo de piora no resultado dos dois segmentos. Considerando a evolução das receitas de transferências e dos principais tributos regionais, essa redução evidencia a aceleração das despesas primárias regionais em 2012.

As empresas estatais registraram *deficit* de 0,06% do PIB, ante *superavit* de 0,07% em 2011, com destaque para a piora no resultado das empresas estaduais.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$213,9 bilhões (4,85% do PIB) em 2012. A retração de 0,87 p.p. em relação ao ano anterior refletiu o recuo da taxa Selic e da inflação, indicadores aos quais estão vinculadas parcelas significativas da dívida pública.

O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi negativo em R\$108,9 bilhões, em 2012 (2,47% do PIB), 0,14 p.p. do PIB inferior ao do ano anterior. O financiamento desse resultado ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pelas reduções no financiamento externo líquido e na dívida bancária líquida.

Evolução em janeiro de 2013

O *superavit* primário do setor público totalizou R\$30,3 bilhões em janeiro, melhor resultado mensal desde o início da série, em 2001. Considerados períodos de doze meses, o *superavit* atingiu 2,46% do PIB em janeiro, elevando-se 0,08 p.p. em relação a 2012.

O Governo Central gerou *superavit* de R\$26,1 bilhões no mês, ante R\$20,2 bilhões em janeiro de 2012. A receita bruta do Tesouro Nacional cresceu 15,3% no período, com ênfase nas elevações de 27,8% no Imposto de Renda – Pessoa Jurídica e de 27,6% na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), ambas refletindo a antecipação de pagamentos do ajuste anual referente ao lucro obtido no ano anterior. As despesas do Tesouro aumentaram 10,7%

Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

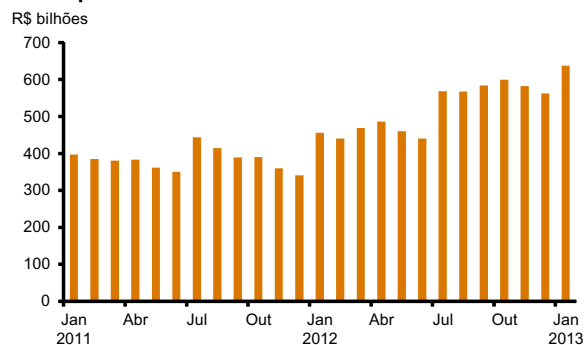


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

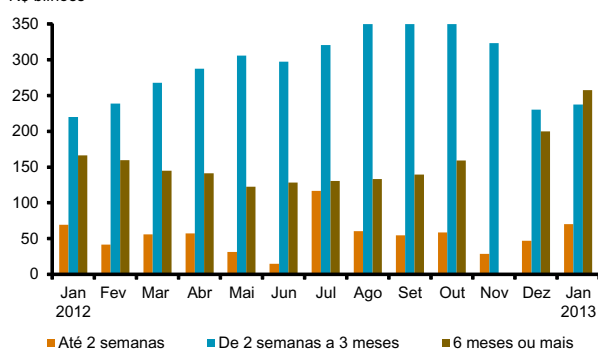
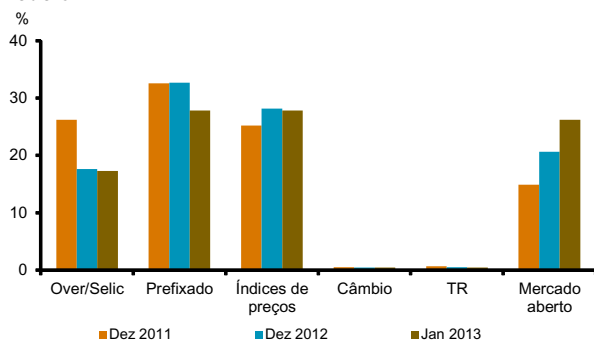


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

no período, com destaque para a elevação de 16,2% nos gastos com custeio e capital. No âmbito da Previdência Social, em ambiente de aumentos da massa salarial, do salário mínimo e da quantidade de benefícios pagos, as receitas e as despesas aumentaram, respectivamente, 9,3% e 22%, no período.

Os juros nominais apropriados somaram R\$22,6 bilhões no mês, ante R\$19,7 bilhões em janeiro de 2012. O resultado nominal, embora superavitário em R\$7,6 bilhões no mês, registrou *deficit* de 2,42% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro, reduzindo-se 0,05 p.p. em relação a 2012.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos – ou seja, com impacto monetário expansionista – de R\$81,6 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, com colocações de R\$99,5 bilhões e resgates de R\$181,1 bilhões. As operações de troca totalizaram R\$25 bilhões, das quais 81,6% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), 10,1% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), e 8,3% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT). Os resgates antecipados atingiram R\$0,4 bilhão, no mesmo período, integralmente de NTN-B.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$637,4 bilhões em janeiro, 6,4% acima da média de outubro. As operações com prazo de três a sete meses passaram de R\$161,2 bilhões para R\$329,5 bilhões; as com prazo inferior a duas semanas, de R\$58,4 bilhões para R\$70,2 bilhões; e as com prazo de duas semanas a três meses, de R\$379,7 bilhões para R\$237,7 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.837,8 bilhões em janeiro (41,3% do PIB). O recuo trimestral de 1,3 p.p. do PIB decorreu de resgates líquidos de R\$72,8 bilhões no mercado primário, incorporação de R\$56,2 bilhões de juros nominais, e do impacto de R\$0,2 bilhão associado à apreciação cambial de 2,1% observada no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, de títulos indexados a índices de preços e de financiamentos do

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

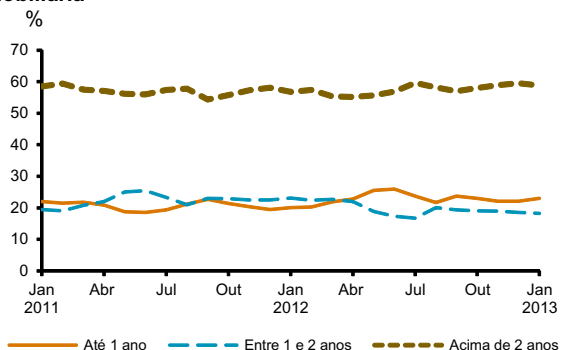


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

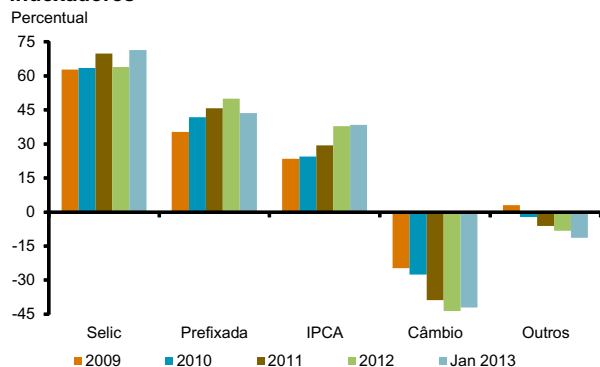
Fatores condicionantes

Discriminação	2011		2012		Jan 2013	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 508 547	36,4	1 550 083	35,1	1 563 260	35,2
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	32 727	-2,7	41 536	-1,3	13 176	0,0
Fatores	32 727	0,8	41 536	0,9	13 176	0,3
NFSP	107 963	2,6	108 912	2,5	-7 602	-0,2
Primário	-128 710	-3,1	-104 951	-2,4	-30 251	-0,7
Juros	236 673	5,7	213 863	4,8	22 649	0,5
Ajuste cambial	-66 626	-1,6	-56 560	-1,3	17 843	0,4
Dívida interna ^{1/}	-3 405	-0,1	-3 171	-0,1	1 095	0,0
Dívida externa	-63 221	-1,5	-53 389	-1,2	16 748	0,4
Outros ^{2/}	-9 097	-0,2	-5 011	-0,1	3 954	0,1
Reconhecimento de dívidas	487	0,0	-5 805	-0,1	-1 019	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-3,5		-2,2		-0,3

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



Banco Central, por meio das operações do mercado aberto, aumentaram, na ordem, 1,1 p.p. e 1,5 p.p. em janeiro, em relação a outubro de 2012. A representatividade dos títulos indexados a taxa *over*/Selic e dos prefixados recuou 0,4 p.p. e 2,2 p.p., respectivamente, enquanto as dos atrelados à taxa de câmbio e à taxa referencial mantiveram-se estáveis.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em janeiro: 17,3% do total em 2013; 19,4% em 2014; e 63,3% a partir de janeiro de 2015. Os títulos vencidos em doze meses representavam 23% do total da dívida mobiliária em mercado, no intervalo de 21% a 25% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2013. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 48,5 meses em janeiro deste ano, ante 46,1 meses ao final de 2012, evolução em linha com o objetivo estabelecido no PAF 2013, de encerrar o ano com prazo médio de 49,2 a 51,6 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$4,2 bilhões em janeiro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$472 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.550,1 bilhões em 2012 (35,1% do PIB), 1,3 p.p. do PIB inferior ao patamar verificado no ano anterior, resultado de recuo de 1,6 p.p. na dívida do Governo Central e aumentos respectivos de 0,3 p.p. e 0,04 p.p. e nas dos governos regionais e de empresas estatais. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.563,3 bilhões (35,2% do PIB).

A redução da relação DLSP/PIB em 2012 evidenciou as contribuições do *superavit* primário, -2,4 p.p. do PIB, do crescimento do PIB corrente, -2,2 p.p.; do impacto da depreciação cambial de 8,9% registrada no período, -1,2 p.p.; e do reconhecimento de ativos e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, ambas de -0,1 p.p. Esses efeitos foram neutralizados, em parte, pela contribuição de 4,8 p.p. do PIB associada à apropriação de juros nominais.

As principais alterações na composição da DLSP em 2012 ocorreram nas parcelas vinculadas à índices de preços, 8,4 p.p., e à taxa Selic, -5,8 p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R\$2.583,9 bilhões (58,6% do PIB) em 2012. A elevação anual de 4,4 p.p. do PIB se deveu, em grande parte, ao maior volume de operações compromissadas. Em janeiro, a DBGG atingiu 59% do PIB.

3.4 Conclusão

As operações de crédito evidenciaram, no trimestre encerrado em janeiro, os impactos sazonais relacionados ao período. Os financiamentos destinados à habitação continuaram apresentando desempenho mais expressivo do que os destinados ao consumo das famílias e ao investimento das empresas.

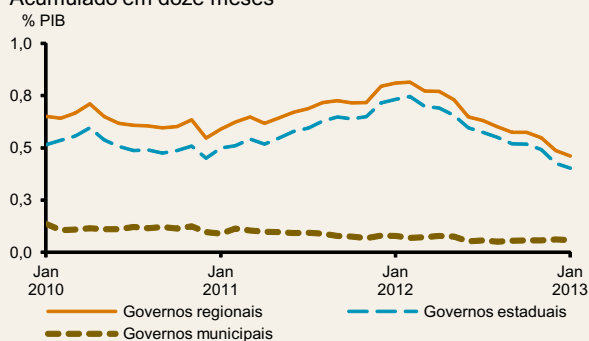
As perspectivas para o mercado de crédito no decorrer de 2013 são positivas. As taxas de juros situam-se em patamares historicamente reduzidos, a despeito da elevação na margem. Em 2012, a expansão da renda e as menores taxas de juros contribuíram para o recuo do comprometimento de renda das famílias com serviço de dívidas. A taxa de inadimplência, embora em níveis relativamente elevados, estabilizou-se a partir de meados de 2012.

A redução do *superavit* primário, em 2012, refletiu efeitos da desaceleração da atividade sobre a arrecadação, de estímulos fiscais adotadas pontualmente para impulsionar o crescimento e do crescimento real das despesas primárias. Não obstante o menor *superavit* primário, o endividamento líquido recuou. Para 2013, a aceleração no ritmo de atividade tende a contribuir para a recuperação das receitas, com reflexos positivos sobre o resultado fiscal e o endividamento.

Evolução das Finanças dos Governos Regionais

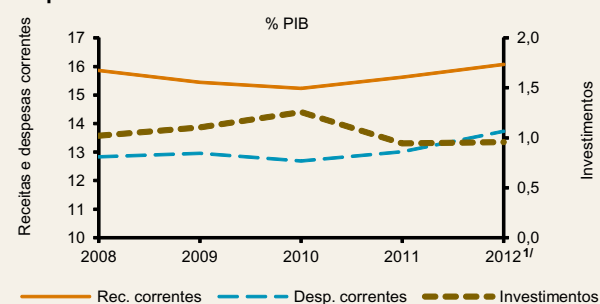
Gráfico 1 – Governos regionais: superávit primário^{1/}

Acumulado em doze meses



1/ (+) Superávit; (-) Deficit.

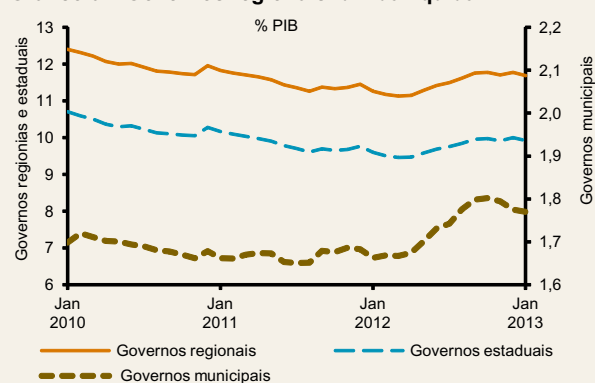
Gráfico 2 – Governos estaduais e de capitais: despesas correntes e de investimentos



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional.

1/ Últimos 12 meses disponíveis para cada Estado e/ou Capital.

Gráfico 3 – Governos regionais: dívida líquida



Este boxe analisa a evolução recente das finanças dos governos regionais e, considerando o desempenho do resultado primário, do serviço da dívida e do endividamento, suas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, são apresentadas projeções para a trajetória da dívida líquida dos governos subnacionais e estimativas da margem disponível para a contratação de novas operações de crédito.

O *superávit* primário de todos os governos regionais atingiu 0,49% do PIB em 2012, menor patamar desde 1999 (Gráfico 1), ante 0,8% do PIB em 2011. Na esfera de estados e municípios de capitais, receitas correntes, incluindo transferências da União, e despesas correntes, registraram aumentos respectivos anuais de 0,4 p.p. e 0,7 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB), enquanto as despesas com investimentos, após recuo em 2011, mantiveram-se estáveis (Gráfico 2).

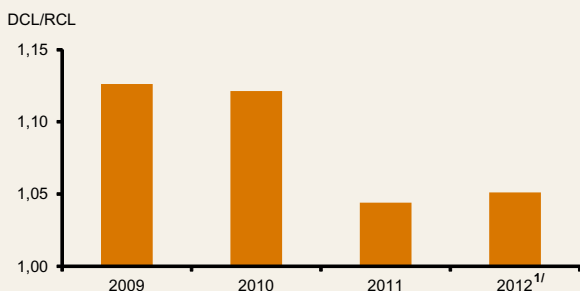
A relação entre a dívida líquida dos governos regionais e o PIB aumentou 0,3 p.p., para 11,8%, em 2012, primeiro aumento no indicador desde 2002 (Gráfico 3). No âmbito dos estados, a relação média entre a dívida consolidada líquida (DCL) e a receita corrente líquida (RCL)^{1/}, utilizada como parâmetro para o limite de endividamento estabelecido pelo Senado Federal, atingiu 1,05 no ano, ante 1,04 em 2011 (Gráfico 4).

A relação entre despesas com o serviço da dívida e receita corrente líquida dos governos estaduais recuou 0,2 p.p. em 2012, totalizando 8,8%, conforme o Gráfico 5, com média de 9,2% nos últimos quatro anos. Note-se que para a contratação de novas operações de crédito, o comprometimento anual com o serviço da dívida das operações já contratadas e a contratar não pode ultrapassar 11,5% da receita corrente líquida^{2/}.

1/ Os conceitos de DCL e de RCL encontram-se na Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) e na Resolução nº 40/2001, do Senado Federal (SF). O limite de endividamento, está estabelecido na Resolução do SF nº 40/2001, art. 3º, inciso I.

2/ Resolução do Senado Federal nº 43/2001, art. 7º, inciso II.

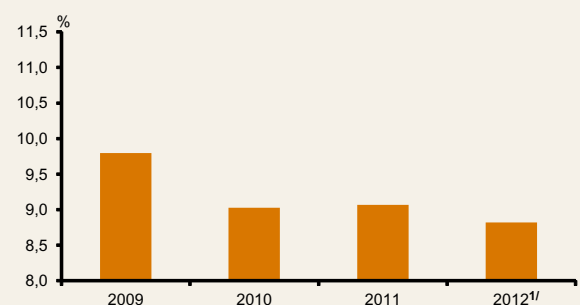
Gráfico 4 – Governos estaduais: relação entre a dívida consolidada líquida e a receita corrente líquida



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

1/ Posição de agosto/2012 para o estado de Mato Grosso.

Gráfico 5 – Governos estaduais: relação entre o serviço da dívida e a receita corrente líquida



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional.

1/ Posição de agosto/2012 para RCL do estado de Mato Grosso.

Tabela 1 – Governos regionais: composição da dívida líquida

	2009	2010	2011	2012	2013 ^{1/}
Composição da dívida líquida (R\$ bilhões)					
Renegociação com a União	414	450	469	493	496
Dívida Bancária	19	26	31	45	47
Dívida Externa	16	22	28	42	40
Créditos	-43	-47	-53	-60	-63
Total	406	451	474	519	520
Composição da dívida líquida (Part. percentual - %)					
Renegociação com a União	101,8	99,8	98,8	95,0	95,3
Dívida Bancária	4,7	5,7	6,4	8,6	9,1
Dívida Externa	4,0	4,9	6,0	8,0	7,8
Créditos	-10,5	-10,4	-11,2	-11,6	-12,2

1/ Posição de janeiro.

Em termos de composição, a participação da dívida bancária na dívida líquida total passou de 4,7%, em 2009, para 9,1%, em janeiro de 2013, e a da dívida externa, de 4% para 7,8%, enquanto as renegociações com a União recuaram de 101,8% para 95,3% (Tabela 1). Essa evolução refletiu a contratação de novos financiamentos junto à rede bancária e a organismos internacionais, além do pagamento dos refinanciamentos contratados no passado junto ao Governo Federal. Assinale-se que a previsão de contratação de novas operações no segundo semestre de 2012 atingia R\$42,2 bilhões, e que a participação das dívidas bancária e externa no total da dívida líquida dos estados e municípios aumentou 4,2 p.p. no ano, com ênfase no impacto dos desembolsos líquidos de R\$22,8 bilhões, no período (Gráfico 6).

Considerando regras e limites para novas contratações, foram realizadas estimativas da margem de endividamento dos estados. Nesse sentido, buscou-se maximizar a DCL de cada estado, observadas restrições impostas pela legislação (relação entre a DCL e a RCL não superior a 2) e de reembolso (relação entre serviço da dívida e RCL não superior a 11,5%). Nesse contexto, a margem para endividamento adicional dos estados foi estimada em R\$70 bilhões. Considerando também a restrição que limita em 16% da RCL as operações de crédito realizadas em um mesmo exercício financeiro³, essa margem máxima estimada para as novas contratações poderia ser efetivada em dois anos, com desembolsos de R\$36,4 bilhões em 2013 e de R\$33,7 bilhões em 2014.

Em outro exercício, a evolução da dívida líquida dos governos regionais é projetada até o final de 2016, segundo duas hipóteses de *superavit* primário para o segmento: cumprimento integral das metas anuais constantes na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), na ordem de 0,95% do PIB, ao longo de todo o período (Hipótese 1); e redução dos *superavits* primários anuais para acomodar todo o limite de endividamento estimado acima, distribuído de forma linear (Hipótese 2). Os demais parâmetros que afetam o endividamento líquido dos governos regionais seguem as projeções de mercado (Boletim Focus).

De acordo com a Hipótese 1, a dívida líquida dos governos regionais apresentaria trajetória descendente, passando de 11,8% do PIB, em 2012, para 9,4%, em

3/ Resolução do Senado Federal nº 43/2001, art. 7º, inciso I.

Gráfico 6 – Governos regionais: liberações líquidas de dívidas bancária e externa

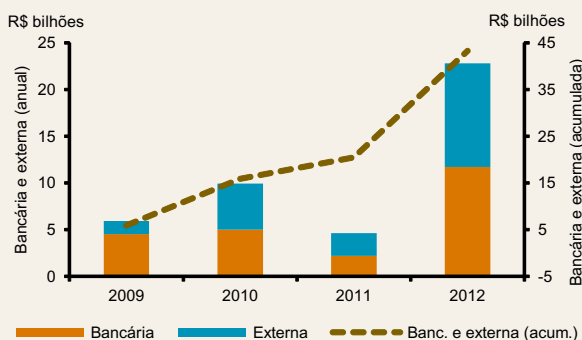
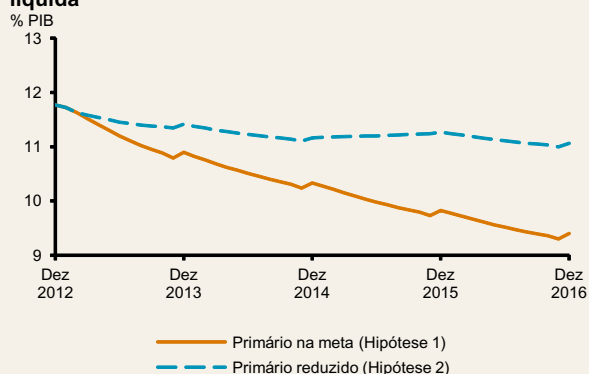


Gráfico 7 – Governos regionais: projeção da dívida líquida



2016. No caso de estados, a relação recuaria 2,0 p.p., para 8,0% do PIB. Segundo a Hipótese 2, o *superavit* primário diminuiu anualmente pelo limite disponível para novos desembolsos e a dívida líquida atingiria 11,1% em 2016, reduzindo-se 0,7 p.p. no período (Gráfico 7).

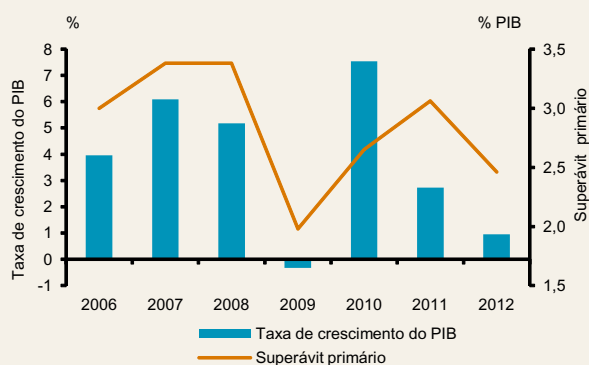
Em linhas gerais, a evolução das finanças regionais no biênio encerrado em 2012 se caracterizou por redução do *superavit* primário e aumento do endividamento. Vale enfatizar, no entanto, que considerado o cenário de mercado para os principais condicionantes da trajetória do endividamento líquido desse segmento, as estimativas para os próximos anos indicam retomada da tendência declinante interrompida em 2012.

Resultado Estrutural do Governo Geral

O boxe “Análise do Quadro Fiscal Segundo Critérios Alternativos”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012, analisa dois indicadores complementares às medidas tradicionais de necessidades de financiamento do setor público divulgadas regularmente pelo Banco Central¹. Naquela ocasião, destacou-se a importância de enfoques distintos no acompanhamento da política fiscal. Em continuidade a essa iniciativa, este boxe apresenta estimativas para o resultado primário estrutural do Governo Geral, indicador que guarda estreita relação com o resultado ciclicamente ajustado apresentado naquele boxe.

Importante destacar que o resultado estrutural diferencia-se do resultado ciclicamente ajustado por desconsiderar, além de alterações em receitas e despesas decorrentes da posição cíclica da economia, efeitos de receitas e despesas extraordinárias. Essa exclusão permite avaliar a postura da política fiscal em determinado período: expansionista, contracionista ou neutra. Nesse sentido, a variação do resultado estrutural entre dois períodos é a medida do impulso fiscal, do impacto das ações discricionárias do governo².

Gráfico 1 – Superávit primário do Governo Geral e taxa de crescimento real do PIB



Conforme ilustrado no Gráfico 1, o resultado primário efetivo do Governo Geral apresentou variações significativas nos últimos anos. De fato, o *superávit* primário decresceu 1,4 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB) em 2009, quando houve forte desaceleração da atividade, com retração de 0,3%. A recuperação da atividade nos anos posteriores foi acompanhada por elevações do *superávit* primário correspondentes a 0,7 p.p. do PIB, em 2010, e a 0,4 p.p. do PIB, em 2011. Em certa medida, essa elevada variância indica que o resultado estrutural agrega informação sobre o comportamento da política fiscal,

1/ Foram considerados a metodologia do *Government Finance Statistics Manual* (GFSM) 2001, do Fundo Monetário Internacional, e o resultado fiscal ciclicamente ajustado.

2/ Detalhes sobre a apuração do resultado estrutural, incluindo estimação das elasticidades de receitas e despesas e exclusão de eventos não recorrentes (*one-off effects*), podem ser encontrados na literatura, por exemplo, Fabian Bornhorst, et al. (2011). *When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances*, IMF Technical Notes and Manuals, April, Washington.

Gráfico 2 – Primário efetivo e estrutural do Governo Geral – % PIB

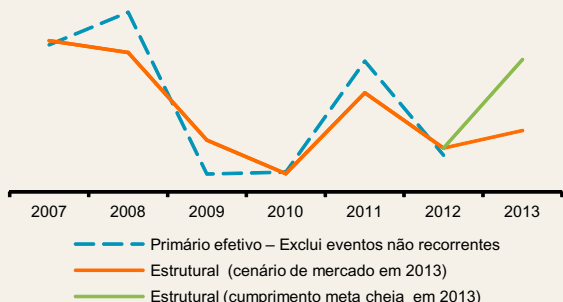
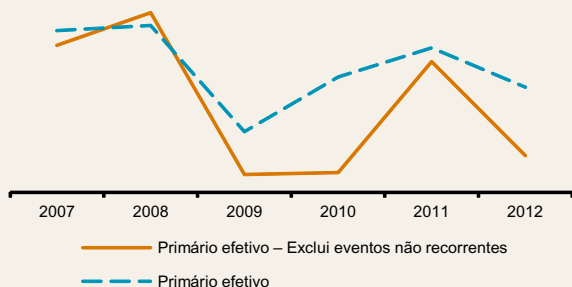


Tabela 1 – Impulso fiscal do Governo Geral

Impulso	
2008	Neutro
2009	Expansionista
2010	Expansionista
2011	Contracionista
2012	Expansionista
2013	Neutro (primário de mercado) Contracionista (meta cheia)

Gráfico 3 – Resultados efetivos com e sem exclusão de eventos não recorrentes – % PIB



uma vez que exclui os efeitos de mudanças no hiato do produto e de outros eventos transitórios no período.

O resultado primário estrutural do Governo Geral foi estimado para o período de 2007 a 2013, considerando-se, neste último ano, duas hipóteses para o *superavit* efetivo: cumprimento da meta integral fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) ou *superavit* indicado nas estimativas de mercado (Boletim Focus)³. Observa-se, conforme o Gráfico 2, certa aderência entre os resultados efetivo e potencial.

A orientação da política fiscal em cada ano pode ser analisada mediante o acompanhamento do impulso fiscal⁴ – diferença entre o resultado do período em análise e o do ano anterior (Tabela 1).

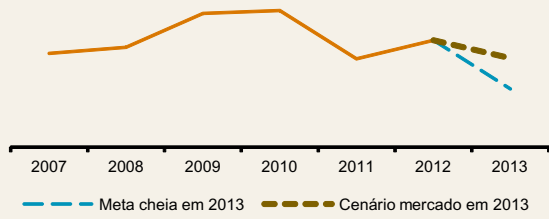
Após uma posição de neutralidade em 2008, o impulso fiscal em 2009 mostrou-se expansionista, em função de medidas anticíclicas então adotadas, o que se repetiu em 2010. O aumento do *superavit* em 2011, em que pese a desaceleração no nível de atividade, resultou em impulso fiscal contracionista. Em 2012, medidas adotadas para estimular o nível de atividade – como desonerações tributárias e aumentos de gastos – contribuíram para reduzir o *superavit* estrutural, gerando impulso expansionista. Para 2013, a política fiscal tende à neutralidade, na hipótese de o *superavit* primário ser o indicado pelo Boletim Focus, ou refletirá tendência contracionista, no caso de cumprimento integral da meta estabelecida na LDO.

A comparação entre o resultado estrutural de um período com a média de anos anteriores fornece informação sobre a orientação da política fiscal numa perspectiva de médio/longo prazo. Considerando a variação do resultado estrutural em relação à média dos últimos quatro anos, o impulso fiscal resultante confirma tendência de política fiscal neutra em 2013, na hipótese de *superavit* primário previsto no Boletim Focus; ou contracionista, considerando a hipótese de cumprimento integral da meta estabelecida na LDO (Gráfico 3).

3/ As séries de receitas e despesas do Governo Geral utilizadas nas estimativas foram ajustadas para que excluíssem os valores relativos à operação de capitalização da Petrobras e da cessão onerosa de petróleo, realizadas em 2010; as operações envolvendo a capitalização e o resgate de cotas, em 2008 e 2012, do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização, cujo único cotista é a União, com recursos do Fundo Soberano do Brasil; e ainda outras receitas e despesas não recorrentes. O hiato do produto foi estimado com base no filtro de Hodrick-Prescott, e as elasticidades de receitas e despesas com base em métodos econométricos. A taxa de crescimento do PIB em 2013 é aquela adotada neste Relatório.

4/ A magnitude do impulso pode ser relevante para sua classificação. Ver, por exemplo, Alberto Alesina e Roberto Perotti (1995), *Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries*, NBER Working Paper Series nº 5.214, Cambridge, MA.

Gráfico 4 – Impulso fiscal médio
% PIB potencial



Resultado estrutural médio dos 4 exercícios anteriores menos resultado do período
Variação (+) Impulso expansionista
(-) Impulso contracionista

Finalmente, assinala-se que o cálculo do resultado estrutural – bem como do impulso fiscal derivado – é suscetível a variações em função de hipóteses e parâmetros adotados, que incluem variáveis não observáveis diretamente, entre as quais o hiato do produto. Assim, tanto a diferença entre os resultados efetivo e estrutural quanto a classificação da política em expansionista, neutra ou contracionista devem ser vistos à luz dessas considerações.

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB								
Estados Unidos	0,1	2,5	1,3	4,1	2,0	1,3	3,1	0,1
Área do Euro	2,5	0,8	0,3	-1,2	-0,3	-0,7	-0,3	-2,4
Reino Unido	1,8	0,6	2,3	-1,1	-0,3	-1,4	3,9	-1,0
Japão	-7,0	-3,4	10,6	0,4	6,1	-0,9	-3,7	0,2
China ^{1/}	9,1	10,0	9,5	7,8	6,1	8,2	8,7	8,2
Consumo das famílias								
Estados Unidos	3,1	1,0	1,7	2,0	2,4	1,5	1,6	2,1
Área do Euro	-0,2	-1,9	1,2	-2,7	-1,0	-1,9	-0,4	-1,6
Reino Unido	-5,0	-0,3	-0,9	0,8	1,3	2,7	0,6	0,5
Japão	-5,3	3,3	5,6	2,1	5,0	-0,1	-1,9	2,0
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	-1,3	14,5	19,0	9,5	7,5	3,6	-1,8	9,7
Área do Euro ^{2/}	7,7	-0,8	-1,4	-2,2	-5,6	-6,5	-3,0	-4,5
Reino Unido ^{2/}	-7,9	-1,5	1,2	-1,7	2,3	8,4	-2,3	-1,4
Japão	0,7	-1,4	7,7	36,0	-9,5	-0,3	-12,5	-5,7
Investimento residencial								
Estados Unidos	-1,4	4,1	1,4	12,1	20,5	8,5	13,5	17,5
Área do Euro ^{3/}	11,2	-3,6	-2,5	-1,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido	3,0	44,1	-6,6	-17,8	-28,9	111,6	-31,7	n.d.
Japão	6,6	-9,2	21,5	-3,4	-6,5	9,1	6,8	14,9
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	5,7	4,1	6,1	1,4	4,4	5,3	1,9	-3,9
Área do Euro	6,8	2,2	5,5	0,1	2,1	6,6	4,1	-3,5
Reino Unido	5,7	-7,4	-0,1	12,1	-5,7	-5,1	7,0	-5,7
Japão	-1,1	-25,5	39,4	-11,8	14,2	0,2	-19,0	-14,0
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	4,3	0,1	4,7	4,9	3,1	2,8	-0,6	-4,5
Área do Euro	5,4	0,3	1,9	-5,0	-1,6	2,3	0,4	-3,5
Reino Unido	-9,9	-0,8	0,3	6,5	0,2	5,2	1,2	-4,8
Japão	5,6	-2,0	13,7	7,0	8,6	6,8	-1,9	-9,0
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-7,0	-0,8	-2,9	-2,2	-3,0	-0,7	3,9	-6,9
Área do Euro ^{4/}	-0,7	0,0	-0,5	0,1	0,7	-0,6	-0,4	-0,3
Reino Unido ^{4/}	0,0	1,5	0,5	-0,5	13,8	-6,2	2,2	2,6
Japão	-2,4	2,4	0,3	-1,4	11,3	6,2	3,4	3,3

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.

As perspectivas de baixo crescimento global, mencionados no Relatório de Inflação de dezembro de 2012, encontram amparo em indicadores de atividade recentemente divulgados sobre as economias do G4 (Estados Unidos, Área do Euro, Reino Unido e Japão).

No trimestre encerrado em fevereiro, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global. A postura de política monetária nas economias maduras seguiu acomodatória, enquanto nas economias emergentes, de modo geral, manteve-se viés expansionista.

Nesse cenário, apesar da recuperação do mercado imobiliário nos Estados Unidos da América (EUA) e de perspectivas favoráveis em relação ao desempenho da economia chinesa, as cotações das *commodities* agrícolas e metálicas recuaram no decorrer do trimestre encerrado em fevereiro.

4.1 Atividade econômica

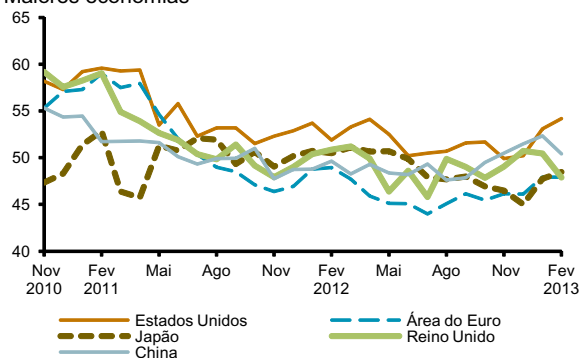
Nos EUA, a variação anualizada do PIB atingiu 0,1% no trimestre encerrado em dezembro, ante 3,1% naquele finalizado em setembro, ressaltando-se as contribuições respectivas de 1,5 p.p. e -1,6 p.p. do consumo das famílias e da variação dos estoques. A contribuição do setor externo atingiu 0,2 p.p., com recuo de 3,9% nas exportações e de 4,5% nas importações.

A produção industrial diminuiu 0,1% em janeiro, na comparação mês a mês, com destaque para o recuo de 3,2% no segmento veículos e autopeças. Vale ressaltar que o PMI manufatureiro sugere expansão e atingiu 54,2 pontos em fevereiro, ante 50,2 pontos em dezembro. No âmbito da demanda, as vendas anualizadas de veículos novos retornaram ao patamar pré-crise e ultrapassaram quinze milhões de unidades no trimestre encerrado em janeiro.

O sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, após recuar 9,8 pontos em dezembro, em função da incerteza fiscal, retomou trajetória de alta e anotou 77,6 pontos em fevereiro. Esse movimento refletiu,

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

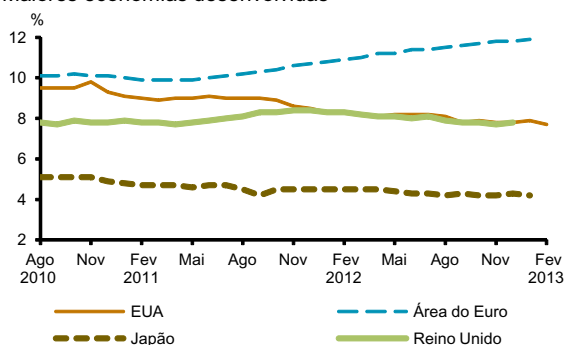
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

em parte, melhora no mercado imobiliário, bem como no de trabalho, que gerou 574 mil postos no trimestre terminado em fevereiro, ante 545 mil naquele finalizado em novembro. Com isso, a taxa de desemprego recuou para 7,7% em fevereiro.

O desempenho do mercado de trabalho e a antecipação do pagamento de dividendos e bônus, como forma de evitar a incidência de alíquotas de imposto de renda mais altas, traduziram-se em elevação da renda pessoal disponível para nível recorde em dezembro. Nesse ambiente, a variação anualizada dos gastos pessoais com consumo totalizou 2,9% no trimestre encerrado em janeiro.

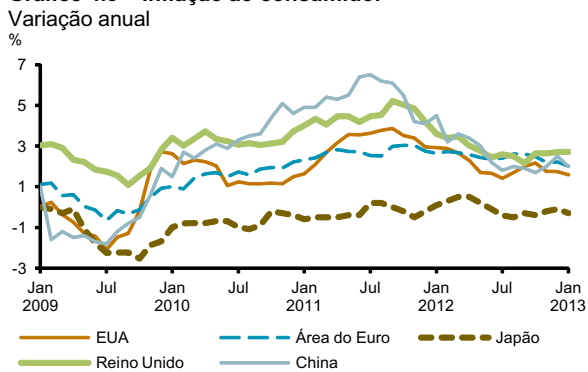
Na Área do Euro, o PIB diminuiu 2,4% no quarto trimestre de 2012, em termos anualizados, pior resultado desde 2009, com recuos Itália, 3,7%; Alemanha, 2,4%; e França, 1,1%. Nesse contexto, a taxa de desemprego atingiu o recorde de 11,9% em janeiro, a produção industrial⁶ e as vendas no varejo decresceram, na ordem, 2,1% e 1,6% no quarto trimestre; e o PMI composto recuou para 47,9 pontos em fevereiro. Ainda assim, o índice de confiança do consumidor do bloco registrou aumento trimestral de 3,1 pontos em fevereiro.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido, refletindo, em parte, o fim dos estímulos associados à realização dos jogos olímpicos, atingiu -1,0% no quarto trimestre de 2012, ante 3,9% no trimestre encerrado em setembro. Destacaram-se, pelo lado da oferta, a retração de 7,4% na indústria e a expansão de 4,1% na construção; e, pelo lado da demanda, as contribuições negativas da variação de estoques, 1,5 p.p., e do setor externo, 0,2 p.p., parcialmente neutralizadas pelas expansões respectivas de 0,5% e 2,6% no consumo das famílias e do governo. A taxa de desemprego atingiu, em média, 7,8% no trimestre encerrado em janeiro, mesmo patamar observado no trimestre finalizado em outubro.

No Japão, o PIB avançou 0,2% no quarto trimestre de 2012, em termos anualizados, após dois trimestres de contração, em grande parte, reflexo da expansão de 2% no consumo das famílias. Indicadores mais recentes confirmam a melhora da atividade econômica. Nesse sentido, a produção industrial registrou aumento mensal de 0,3%, em janeiro, enquanto a confiança do consumidor alcançou 44,3 pontos em fevereiro, maior valor desde janeiro de 2007. Note-se, além disso, que a recente depreciação do iene e a retomada das exportações, em janeiro, sensibilizaram o PMI composto, que atingiu 50,2 pontos em fevereiro, segunda indicação de expansão da atividade econômica desde junho de 2012.

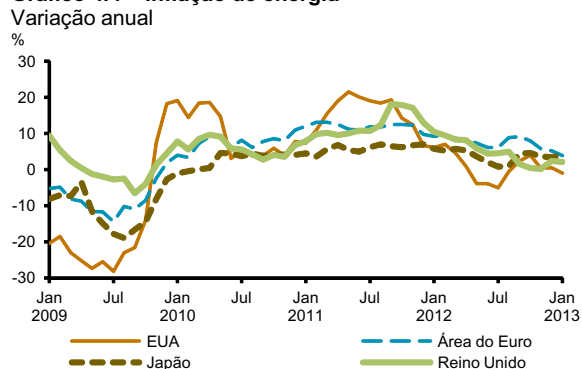
6/ Exclusive construção.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



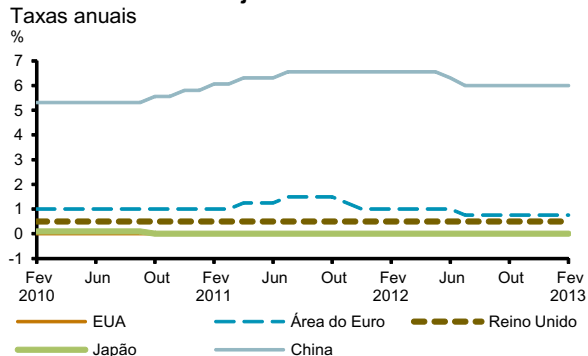
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



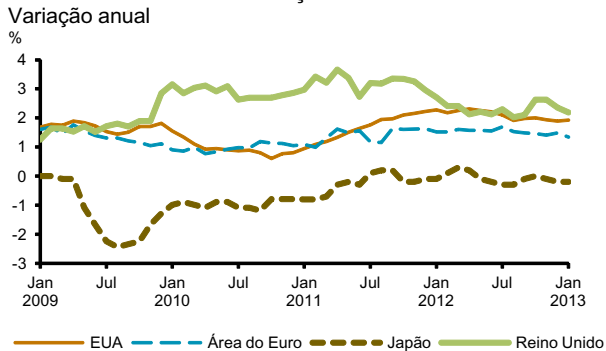
Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

O PIB da China experimentou variação anualizada de 8,2% no trimestre encerrado em dezembro, ante 8,7% naquele terminado em setembro. A expansão acumulada em 2012 alcançou 7,8%, ante 9,3% no ano anterior. As médias das taxas de crescimento mensais da produção industrial e das vendas no varejo apresentaram elevações respectivas de 0,8% e 1,2% no quarto trimestre de 2012. Por sua vez, o PMI composto atingiu 53,5 pontos em janeiro de 2013, patamar mais elevado desde janeiro de 2011, com o indicador relacionado ao setor de serviços em 54 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

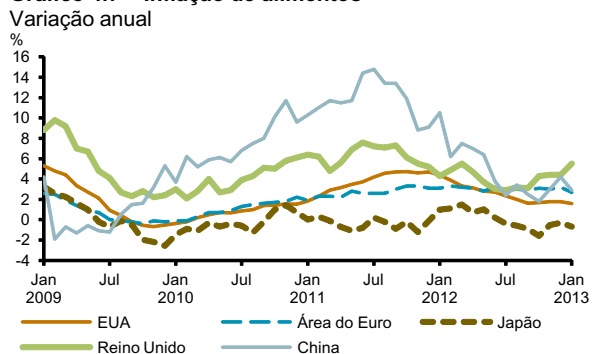
A inflação anual ao consumidor nos EUA atingiu 1,6% em janeiro, ante 2,2% em outubro de 2012, com ênfase nas reduções respectivas de 5,0 p.p., 0,6 p.p. e 0,1 p.p. nas variações anuais dos preços da energia, das despesas pessoais de consumo, e dos alimentos. O Comitê Federal de Mercado Aberto (Fomc) do *Federal Reserve* (Fed) manteve inalterada a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25%, fixada nesse intervalo desde dezembro de 2008, bem como os programas de compra de ativos.

Na Área do euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 1,8% em fevereiro, ante 2,5% em outubro de 2012, com ênfase na retração de 4,1 p.p., para 3,9%, na inflação anual da energia no período encerrado em fevereiro. Nesse cenário, o Banco Central Europeu (BCE) manteve a taxa de juro de referência (*main refinancing 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 de 2012.

No Reino Unido, a inflação anual manteve-se em 2,7% em janeiro, patamar vigente desde outubro de 2012. Considerando a inexistência de pressões domésticas de custos e preços que possam comprometer o retorno da inflação à meta de 2% no médio prazo, o Banco da Inglaterra (BoE) manteve a taxa básica de juro que remunera as reservas de bancos comerciais (*official Bank rate*) em 0,5%, patamar vigente desde março de 2009, e o programa de compra de ativos financiado pela emissão de reservas bancárias, em £375 bilhões.

No Japão, a inflação anual ao consumidor, em território negativo desde junho de 2012, atingiu -0,3% em janeiro, com núcleo, que exclui alimentos *in natura*, alcançando -0,2%. Nesse contexto, o Banco do Japão (BoJ) manteve a taxa básica de juros de política monetária (*uncollateralized overnight call rate*) no intervalo de 0% a 0,1%, e decidiu,

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

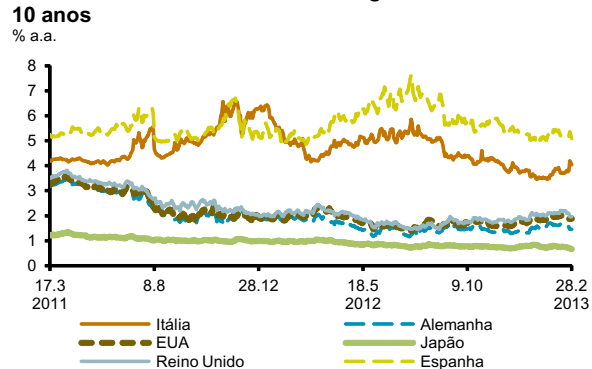
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

na reunião de dezembro, aumentar o Programa de Compra de Ativos (PCA) em aproximadamente ¥10 trilhões, para aproximadamente ¥101 trilhões. Adicionalmente, na reunião de janeiro de 2013, o BoJ alterou para 2% a meta de estabilidade de preço e optou por um PCA sem data de encerramento (“*open-ended asset purchasing method*”), a vigorar a partir de janeiro de 2014.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,0% em janeiro, ante 2,5% em dezembro de 2012, destacando-se a desaceleração, de 4,2% para 2,9% nos preços dos alimentos. O Banco do Povo da China manteve inalteradas a taxa básica de juros e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 6%, 18% e 20%, respectivamente.

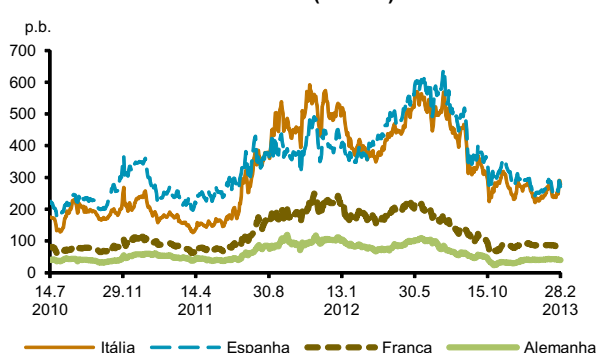
4.3 Mercados financeiros internacionais

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)



Fonte: Bloomberg

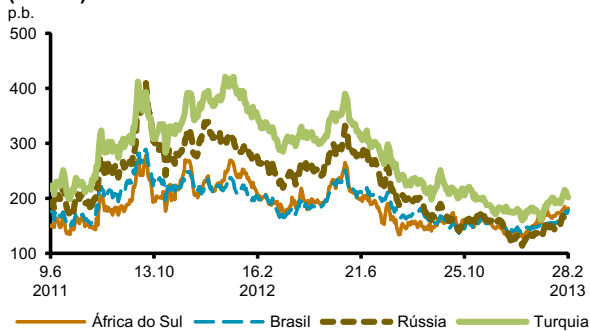
O trimestre encerrado em fevereiro foi marcado por dois momentos de elevação da volatilidade e diminuição do apetite ao risco, intercalados por um período recuperação nos mercados acionários. Inicialmente, durante a segunda quinzena de dezembro, avolumaram-se preocupações com relação ao impasse fiscal nos EUA (*Fiscal Cliff*), parcialmente contornadas em 31 de dezembro⁷. Após período de menor volatilidade, observou-se retorno do estresse nos mercados ao final de fevereiro, quando a proximidade com a data de eventuais cortes orçamentários nos EUA, receios quanto a uma possível revisão do escopo do programa de afrouxamento monetário, também nos EUA, juntos com a indefinição do resultado das eleições na Itália deterioraram a confiança dos investidores. Ao final do trimestre encerrado em fevereiro, os mercados financeiros registravam indicadores de aversão ao risco menores do que os observados ao término do trimestre encerrado em novembro de 2012. Em parte, isso se deveu à adoção de medidas anticíclicas de autoridades monetárias e fiscais das maiores economias⁸ e à ratificação do BCE como o emprestador de última instância dos entes soberanos da Área do Euro, o que levou a condições mais favoráveis para o financiamento das economias mais vulneráveis do Bloco.

Nesse contexto, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos da Espanha e Itália, após atingirem mínimas respectivas

7/ Ressalte-se que o acordo parlamentar temporário aprovado em 31.12.2012 não incluiu tópicos-chave, como a definição de novo teto para a dívida pública ou a implementação de cortes orçamentários de longo prazo

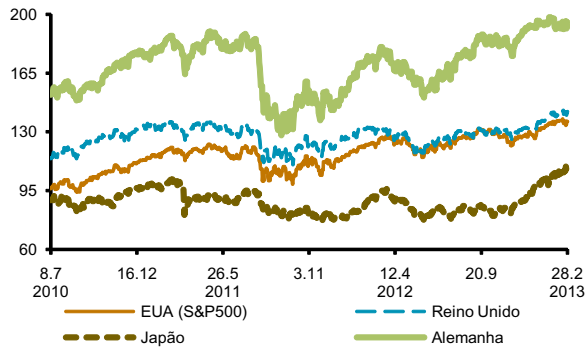
8/ Nos Estados Unidos, houve a intensificação do afrouxamento monetário e o anúncio do compromisso de manutenção da política monetária acomodatória enquanto o desemprego estiver acima de 6,5%, e a inflação não superar 2,5%. Na Europa, em complemento à possibilidade de compra de ativos soberanos no mercado secundário pelo BCE, este passará a atuar como supervisor bancário único. A China e o Japão aprofundaram medidas monetárias e fiscais para promoção dos investimentos.

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



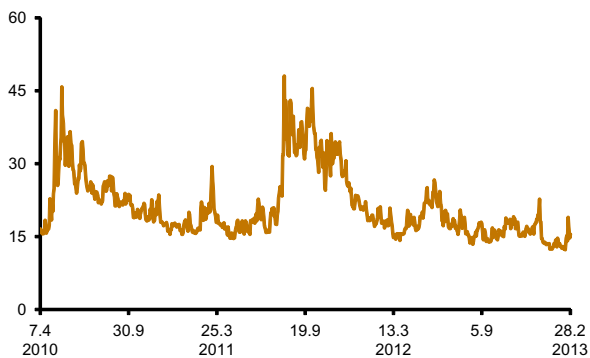
Fonte: Bloomberg

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



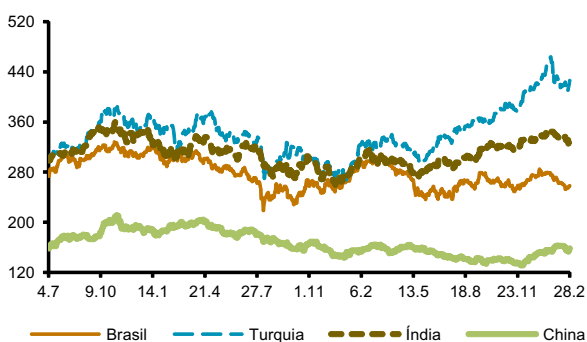
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

de 4,89%, em 11 de janeiro, e de 3,45%, em 25 de janeiro, situaram-se, na ordem, em 5,10% e 4,04%, ao final de fevereiro, enquanto as remunerações de papéis similares dos EUA e do Reino Unido apresentaram elevações de 0,26 p.p. e 0,15 p.p. Adicionalmente, o rendimento dos papéis da Alemanha manteve relativa estabilidade e se posicionou em 1,45% ao final do trimestre encerrado em fevereiro.

Os indicadores de risco soberano de países europeus com dificuldades fiscais (como Espanha e Itália), os *Credit Default Swaps* (CDS), não apresentaram direção única. O CDS da Espanha recuou 14 pb., para 270 p.b., e o da Itália aumentou 35 p.b., para 278 p.b., no trimestre. A piora no indicador para a Itália refletiu, em parte, o impasse político criado pelas eleições legislativas realizadas em fevereiro.

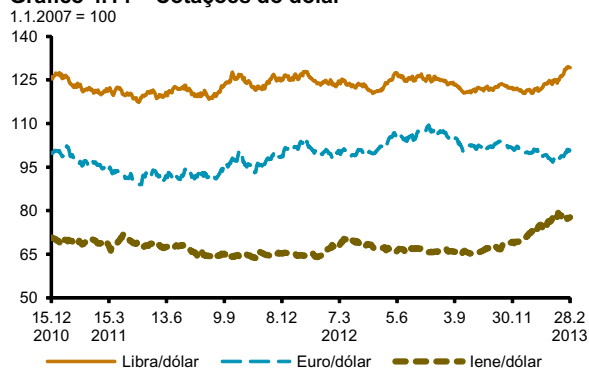
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+), após recuar 20 p.b. em dezembro de 2012, aumentou 28 p.b. no decorrer do bimestre encerrado em fevereiro de 2013, encerrando o período em 276 p.b.

O cenário de maior confiança na implantação de mecanismos de suporte mútuo na Europa também se refletiu na elevação dos índices acionários das principais bolsas de valores das economias maduras no trimestre encerrado em fevereiro. Os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; e *Nikkei*, do Japão aumentaram, na ordem, 4,5%, 7,0%, 8,4% e 22,4% no trimestre. Cabe notar que o resultado da bolsa japonesa foi impulsionado pela depreciação do iene e por medidas de estímulos anunciadas pelo governo.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, deslocou-se de 15,9 pontos, em 30 de novembro, para 22,7 pontos, em 28 de dezembro de 2012, repercutindo tensões associadas ao *Fiscal Cliff*. Entretanto, com a percepção de encaminhamento favorável para o assunto, o VIX recuou para 12,3 pontos, em 19 de fevereiro, menor valor desde abril de 2007. A partir de 20 de fevereiro, o indicador passou a refletir a possibilidade de implementação de cortes automáticos no orçamento dos EUA a partir de 1º de março e a piora dos PMI's na Europa, entre outros, e atingiu 15,5 pontos ao final de fevereiro.

Os mercados acionários dos países emergentes registraram trajetórias distintas no trimestre finalizado em fevereiro. O *Sensex*, da Índia; o *Ibovespa*, do Brasil; o *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; e o *Shanghai*

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

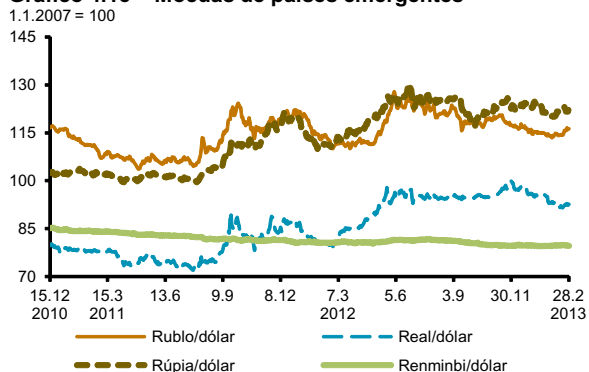


Composite, da China, variaram, na ordem -2,5%, -0,1%, 8,6% e 19,5%, no período.

O dólar dos EUA registrou, no trimestre encerrado em fevereiro, depreciação de 0,5% em relação ao euro e apreciações respectivas de 5,3% e 12,2% em ante a libra esterlina e ao iene, refletindo, em parte, o afrouxamento monetário adicional nessas duas economias. No âmbito das economias emergentes, o dólar recuou 7,3% ante o real e 0,9% frente ao rublo, na mesma base de comparação.

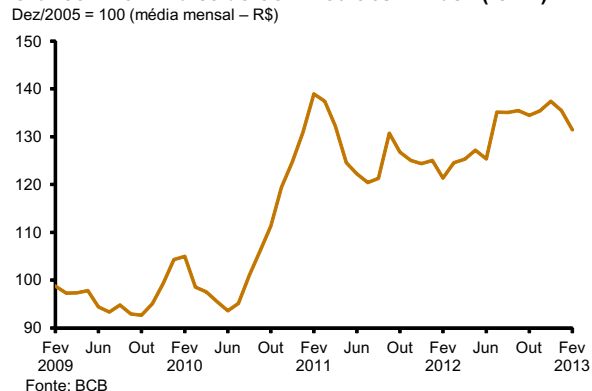
4.4 Commodities

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes



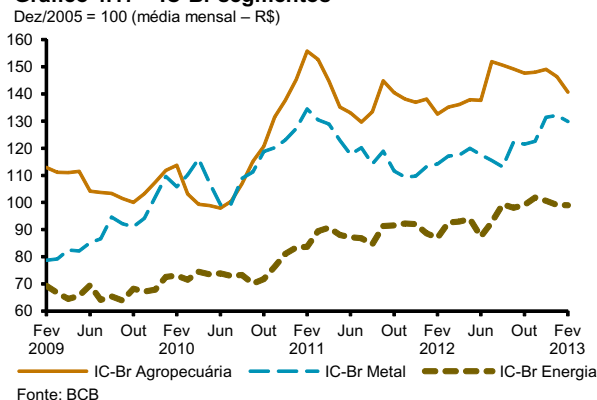
As cotações das *commodities* metálicas e agropecuárias recuaram e as das *commodities* energéticas elevaram-se no trimestre encerrado em fevereiro. O índice *Standard & Poor's (S&P)* e *Goldman Sachs Spot* recuou 0,3% no período, resultado de reduções respectivas de 7,1% e 2,9% nos segmentos de *commodities* agropecuárias e metálicas e do aumento de 2,2% no segmento de *commodities* energéticas. O Índice de *Commodities – Brasil (IC-Br)*, calculado pelo Banco Central, decresceu 2,9% no período, reflexo de variações respectivas de -4,9%, -2,8% e 6,0% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, energéticas e metálicas. Considerando as médias trimestrais, o IC-Br recuou 0,3% em relação ao trimestre encerrado em novembro.

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



A evolução trimestral dos preços das *commodities* agrícolas evidenciou, em parte, otimismo em relação à safra de grãos na América do Sul, em especial no Brasil. A intensificação das importações chinesas no início do ano e a estiagem em regiões produtoras da Argentina mantiveram as cotações da soja pressionadas nas últimas semanas do trimestre. Os preços do açúcar e do café refletiram, além da moderação da demanda mundial, o confortável nível dos estoques e as boas perspectivas para a safra brasileira. As estimativas de redução da área plantada de algodão nos EUA, em ambiente de perda relativa de rentabilidade da cultura, e a política de recomposição de estoques na China permitiram uma recuperação do preço do produto ao longo do trimestre.

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

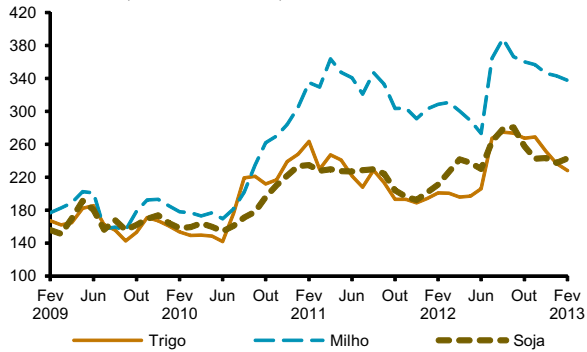


Nesse cenário, de acordo com o índice *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais do milho, açúcar, café e trigo, recuaram, na ordem 5,4%, 5,8%, 6,8% e 15,3%, no trimestre, enquanto as cotações da soja e do algodão registraram, na ordem, estabilidade e aumento de 15,9%.

O aumento dos preços médios das *commodities* metálicas refletiu, fundamentalmente, o otimismo em relação ao crescimento chinês e a manutenção de estímulos monetários

Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

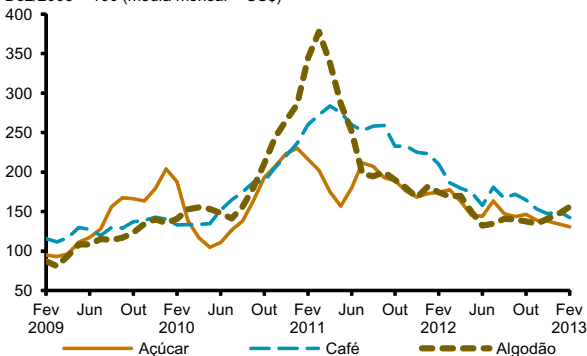
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

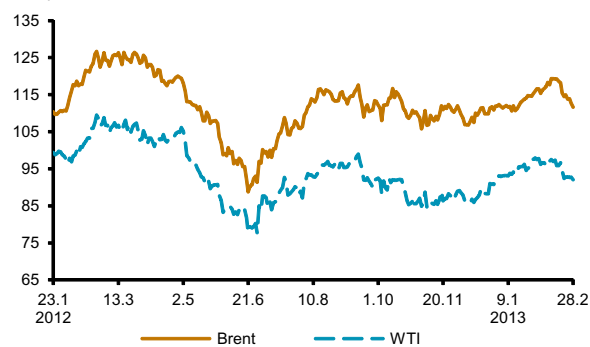
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

por importantes bancos centrais. Nesse cenário, o índice *S&P* e *Goldman Sachs* registrou aumentos respectivos de 4,7%, 8,3%, 9,2% e 11,1% nas cotações médias mensais do cobre, níquel, chumbo e zinco.

Em continuidade à recuperação registrada no trimestre anterior, a média mensal da cotação no mercado à vista chinês do minério de ferro de teor 63,5% cresceu 28,3% no trimestre encerrado em fevereiro, segundo o *Metal Bulletin*.

O preço do petróleo tipo *Brent* recuou 0,3% no trimestre encerrado em fevereiro do ano corrente, mas a média mensal cresceu 6,1% em relação à do trimestre finalizado em novembro de 2012. Esse movimento refletiu as expectativas de maior demanda global, em especial das economias chinesa e norte-americana, e o aumento de tensões geopolíticas.

4.5 Conclusão

A evolução do PIB das principais economias no quarto trimestre de 2012 fortaleceu as perspectivas de baixo crescimento para a economia mundial em 2013. A persistência de altas taxas de desemprego e de restrições fiscais em importantes economias maduras impõem limites à recuperação da atividade, notadamente na Europa, onde as perspectivas para o ano são de contração.

Nesse contexto, a política monetária tende a manter caráter acomodatório nas economias maduras.

O resultado da balança comercial, evidenciando a distinção entre os ritmos de crescimento das importações e das exportações, recuou no primeiro bimestre de 2013, em relação a igual intervalo do ano anterior. No mesmo sentido, cresceram os gastos líquidos com serviços e rendas. Nesse cenário, o *deficit* em transações correntes atingiu US\$18 bilhões, ante US\$8,8 bilhões, no período correspondente de 2012.

Os investimentos estrangeiros líquidos diretos e em ações totalizaram US\$7,5 bilhões e US\$5,3 bilhões, respectivamente, no primeiro bimestre de 2013, ante, na ordem, US\$9,1 bilhões e US\$5,1 bilhões em igual período de 2012.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado, após registrar ingressos líquidos de US\$16,8 bilhões em 2012, apresentou *deficit* de US\$2,5 bilhões no primeiro bimestre de 2013 (*superavit* de US\$13 bilhões em 2012). O *deficit* comercial cambial atingiu US\$4,1 bilhões (*superavit* de US\$3,9 bilhões em 2012), reflexo de variações respectivas de -20,1% e 0,9% nas contratações de exportações e de importações. No segmento financeiro, houve redução de 13,4% nas compras e de 2,6% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US\$1,6 bilhão (US\$9,1 bilhões no primeiro bimestre de 2012).

As operações do Banco Central nos dois primeiros meses de 2013 resultaram em liquidações de compras no montante de US\$2,7 bilhões, conforme previsto em operações de linhas com recompra, reduzindo o estoque desses ativos de US\$5,5 bilhões, em dezembro, para US\$2,8 bilhões, em fevereiro. A posição dos bancos – que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as operações com o Banco Central – passou de vendida em US\$6,1 bilhões ao final de 2012, para US\$8,5 bilhões em fevereiro.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	2012			2013	
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev
Comercial	3,5	3,9	8,4	0,7	-4,1
Exportação	18,8	38,1	224,6	15,6	30,5
Importação	15,3	34,2	216,2	14,9	34,5
Financeiro ^{1/}	2,2	9,1	8,4	-0,8	1,6
Compras	32,9	67,0	391,6	26,8	58,0
Vendas	30,7	57,9	383,2	27,6	56,4
Saldo	5,7	13,0	16,8	-0,1	-2,5

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

5.2 Comércio de bens

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período		Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões
					Corrente de comércio
Jan-fev	2013	31 516	36 830	-5 314	68 347
Jan-fev	2012	34 169	33 770	399	67 939
Var. %		-7,8	9,1	...	0,6

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

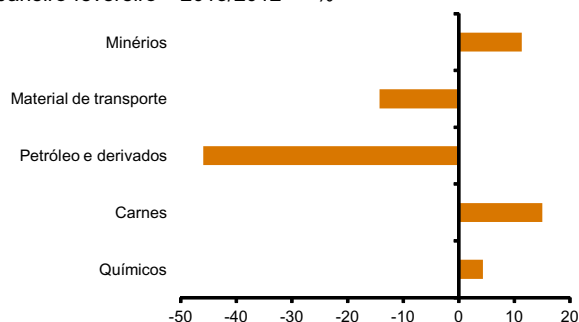
Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	833,4	787,9	-5,5
Básicos	351,4	340,0	-3,3
Industrializados	459,7	427,2	-7,1
Semimanufaturados	127,0	119,9	-5,6
Manufaturados	332,7	307,4	-7,6
Operações especiais	22,2	20,7	-7,0

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtos

Janeiro-fevereiro – 2013/2012^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	823,6	920,8	11,8
Bens de capital	184,1	202,2	9,8
Matérias-primas	363,9	392,7	7,9
Bens de consumo	155,6	149,0	-4,2
Duráveis	87,5	74,0	-15,4
Automóveis de passageiros	39,0	24,8	-36,5
Não duráveis	68,0	75,0	10,2
Combustíveis e lubrificantes	120,0	176,9	47,4
Petróleo	44,9	58,2	29,6
Demais	75,1	118,7	58,0

Fonte: MDIC/Secex

A balança comercial registrou *deficit* de US\$5,3 bilhões nos dois primeiros meses do ano, ante *superavit* de US\$399 milhões em igual período de 2012. As exportações recuaram 7,8% e as importações aumentaram 9,1%, atingindo US\$31,5 bilhões e US\$36,8 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio somou US\$68,3 bilhões, elevando-se 0,6% no bimestre.

As exportações médias diárias recuaram 5,5% nos dois primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2012, com menores embarques de bens manufaturados, 7,6%; semimanufaturados, 5,6%; e básicos, 3,3%. Esses segmentos representaram, na ordem, 39%, 15,2% e 43,2% das exportações totais do período. Cabe notar que a participação de bens manufaturados nas vendas externas recuou 0,9 p.p. e a de produtos básicos, evidenciando as expansões nas exportações de milho e minério de ferro, aumentou 1,0 p.p. no período.

A média diária das importações aumentou 11,8% no primeiro bimestre, reflexo de elevações nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, 47,4%, com ênfase no crescimento de 58% nas compras de demais combustíveis (diesel e gasolina); bens de consumo não-duráveis, 10,2%; bens de capital, 9,8%; e matérias-primas, 7,9%. Esses segmentos representaram, na ordem, 19,2%, 8,1%, 22% e 42,6% do total. As importações de bens de consumo duráveis recuaram 15,4% no bimestre, impulsionada pela retração de 36,5% em automóveis.

Em relação ao fluxo comercial com os diversos blocos e regiões, destacaram-se, no período, os aumentos nas transações com os países do Oriente Médio, 36,3%; da Europa Oriental, 9,7%; e da África, 9,1%. O comércio bilateral com os países da Zona do Euro, EUA e com os países da América Latina e Caribe registrou variações respectivas de 0,8%, 0,6% e -0,3%, no período.

A Ásia se manteve como o principal destino das exportações brasileiras no primeiro bimestre do ano, 27,1% do total, com recuo (1,9%) das aquisições da China e crescimentos nas efetuadas pelos demais países da região. No que se refere às exportações brasileiras aos países da América Latina e Caribe, incluindo os sócios do Mercosul, cabe destacar o recuo nas vendas de produtos manufaturados, itens de maior valor agregado da pauta exportadora brasileira.

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

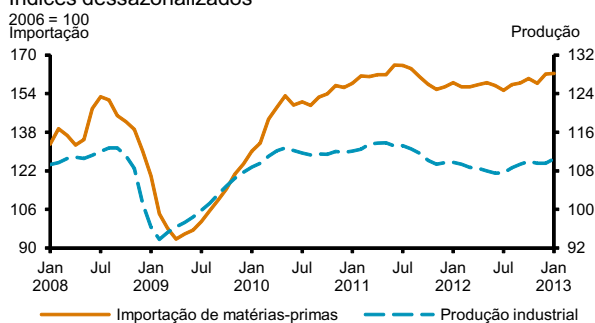


Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados

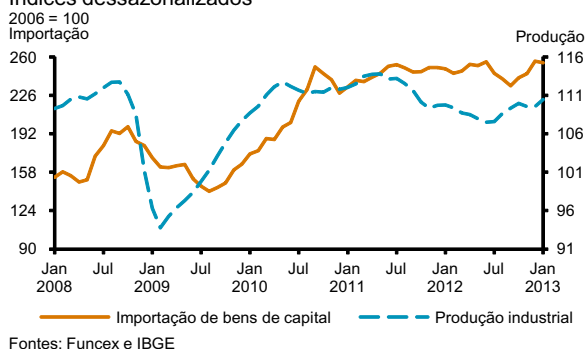


Gráfico 5.4 – Importações por principais produtos
Janeiro-fevereiro – 2013/2012^{1/} – %

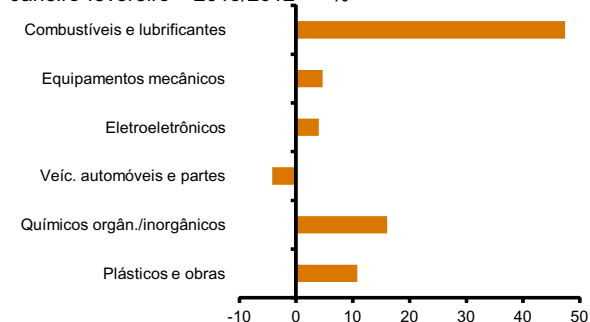
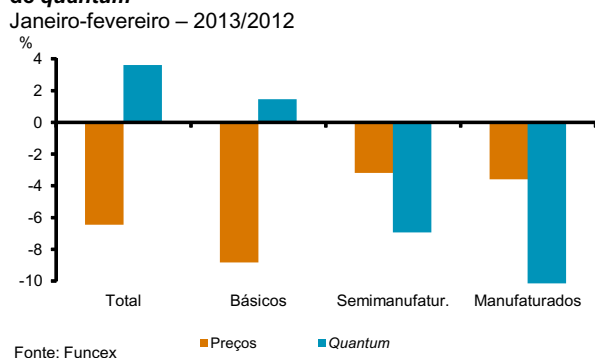


Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum



A China, os EUA e a Argentina foram os principais mercados de origem das importações brasileiras, com participações relativas de 16,2%, 15,9% e 7,3%. As importações provenientes dos países do Oriente Médio elevaram-se 51,9%, com ênfase nas relativas a petróleo.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 7,8% nas exportações do primeiro bimestre deste ano, em relação ao mesmo período de 2012, resultou de variações respectivas de -1,1% e -6,4% nos preços e no *quantum*. Os preços dos produtos semimanufaturados recuaram 8,8% e os dos produtos manufaturados, 3,2%, contrastando com aumento de 3,6% nos de produtos básicos. Os volumes exportados de produtos básicos e de manufaturados retraíram, na ordem, 8,7% e 7,0%, e o relativo a semimanufaturados elevou-se em 1,4%, no período.

Na mesma base de comparação, o aumento de 9,1% no valor das importações decorreu de variações de -1,0% nos preços e de 10,4% no *quantum*, destacando-se aumentos nos volumes importados de combustíveis e lubrificantes, 42,3%; bens de consumo não duráveis, 9,9%; e de bens de capital, 8,7%. No âmbito dos preços de importados, ressaltam-se as variações nas categorias de bens de consumo não duráveis, -3,3%, e de bens de capital, 1,4%.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes, após totalizar US\$54,2 bilhões em 2012, atingiu US\$18 bilhões nos dois primeiros meses de 2013, ante US\$8,8 bilhões, em igual período do ano anterior. O *deficit* acumulado em doze meses somou US\$63,5 bilhões em fevereiro (2,79% do PIB).

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,9 bilhões, elevando-se 12,3% em relação ao primeiro bimestre de 2012, com ênfase na expansão de 15%, para US\$2,8 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais cresceram 10,6% e atingiram US\$4,2 bilhões, enquanto as receitas de gastos de turistas estrangeiros no Brasil aumentaram 2,1% e somaram US\$1,3 bilhão.

As despesas líquidas com transportes atingiram US\$1,4 bilhão no primeiro bimestre, elevando-se 14,8% em relação a igual período de 2012, resultado de aumentos respectivos de 0,8% e 8,6% nas receitas e nas despesas. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US\$2,8 bilhões, estáveis na mesma base de comparação.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

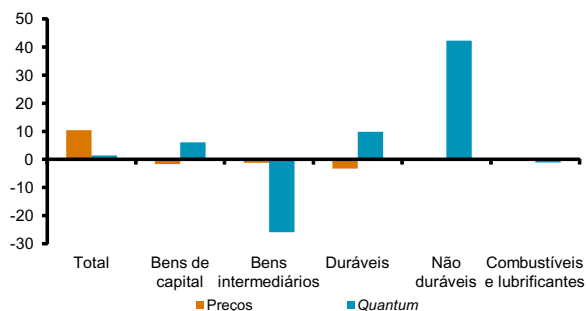
Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2012	2013	Var. %	2012	2013	Var. %	2012	2013
Total	833	788	-5,5	824	921	11,8	10	-133
A.Latina e Caribe	192	173	-9,8	141	159	12,6	51	14
Mercosul-5	111	100	-9,4	70	84	19,5	41	17
Argentina	76	67	-12,1	56	68	20,7	20	-0,4
Demais	34	33	-3,4	14	16	14,4	20	17
Demais	82	73	-10,4	71	76	5,9	10	-2
EUA ^{1/}	113	88	-22,5	120	147	22,5	-6	-59
UE	174	161	-7,4	181	197	8,7	-7	-36
Europa Oriental	11	16	36,1	11	9	-16,8	0,1	6
Oriente Médio	34	44	27,5	19	29	51,9	15	14
Ásia	209	214	2,1	271	290	6,9	-62	-76
China	97	95	-1,9	136	149	9,7	-39	-54
Outros	112	118	5,6	135	140	4,1	-23	-22
África	45	45	-0,7	43	51	19,3	2	-7
Demais	54	48	-10,8	37	39	4,0	17	10

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-Fevereiro – 2013/2012



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-1,7	-8,8	-54,2	-6,6	-18,0	-67,0
Balança comercial	1,7	0,4	19,4	-1,3	-5,3	15,0
Exportações	18,0	34,2	242,6	15,5	31,5	264,0
Importações	16,3	33,8	223,1	16,8	36,8	249,0
Serviços	-2,7	-6,1	-41,1	-3,2	-6,9	-43,6
Transportes	-0,6	-1,3	-8,8	-0,6	-1,4	-9,2
Viagens internacionais	-1,1	-2,5	-15,6	-1,2	-2,8	-16,3
Computação e informática	-0,3	-0,6	-3,9	-0,5	-1,0	-3,9
Aluguel equipamentos	-1,2	-2,8	-18,7	-1,3	-2,8	-20,3
Demais	0,5	1,0	5,9	0,5	1,3	6,1
Rendas	-0,9	-3,4	-35,4	-2,7	-6,5	-41,4
Juros	-0,4	-2,0	-11,8	-0,5	-2,3	-12,0
Lucros e dividendos	-0,5	-1,5	-24,1	-2,2	-4,2	-30,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,6
Transferências correntes	0,2	0,4	2,8	0,5	0,7	3,0

1/ Projeção.

As despesas líquidas com juros totalizaram US\$2,3 bilhão, elevando-se 16,5% no período. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$3,2 bilhões, elevação de 2,8%, enquanto as receitas somaram US\$880 milhões, recuando 21,6% no bimestre. As receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US\$607 milhões no bimestre.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$4,2 bilhões nos dois primeiros meses do ano, acréscimo de 181% em relação a igual período de 2012. As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 59,4% e 37,8% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas, veículos automotores, telecomunicações, serviços financeiros, eletricidade e gás, e metalurgia. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$26,8 bilhões em fevereiro, dos quais US\$19,4 bilhões referentes a IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$690 milhões, elevação de 82,1% em relação ao primeiro bimestre de 2012. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias nos principais destinos de emigrantes brasileiros, somaram US\$152 milhões, recuando 12,4%, no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$20,8 bilhões nos dois primeiros meses do ano, ante US\$9,2 bilhões em igual intervalo de 2012. Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram aplicações líquidas de US\$1,1 bilhão, comparativamente aos retornos líquidos de US\$411 milhões, no bimestre encerrado em fevereiro de 2012.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$7,5 bilhões nos dois primeiros meses do ano, dos quais US\$5 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$2,5 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$63,7 bilhões em fevereiro (2,80% do PIB), superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$274 milhões.

Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aplicações líquidas de US\$1,3 bilhão, ante US\$3,1 bilhões nos dois primeiros meses de 2012, ressaltando-se as retrações na aquisição de ações de empresas estrangeiras e na demanda de residentes por títulos estrangeiros.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	2,2	9,2	74,6	8,5	20,8	75,5
Investimentos diretos	3,7	9,5	68,1	3,0	6,4	55,0
Brasileiros no exterior	0,0	0,4	2,8	-0,8	-1,1	-10,0
Estrangeiros no país	3,6	9,1	65,3	3,8	7,5	65,0
Participação	2,0	7,0	52,8	2,3	5,0	55,0
Intercompanhias	1,6	2,0	12,4	1,5	2,5	10,0
Investimentos em carteira	-1,9	3,0	8,3	1,5	4,7	13,9
Ativos	-3,0	-3,1	-8,3	-0,8	-1,3	-2,0
Passivos	1,1	6,1	16,5	2,3	6,0	15,9
Derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Outros investimentos	0,3	-3,2	-1,8	4,1	9,7	6,6
Ativos	2,6	-0,5	-24,3	0,8	5,1	-12,1
Passivos	-2,2	-2,7	22,5	3,3	4,6	18,7

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,4	4,7	44,3	4,1	7,0	37,2
Bônus públicos	-	0,8	3,9	-	-	-
Títulos privados	1,1	1,4	13,5	0,1	0,5	9,0
Empréstimos diretos	0,4	2,5	26,9	4,1	6,5	28,1
Empréstimos CP ^{2/}	-2,6	-4,8	-1,7	-	-	-
Títulos CP (líq.)	-0,1	-0,1	-0,1	-	-	-
Portfolio no país (líq.)	0,5	5,4	11,0	3,0	6,7	15,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	277%	281%	188%	477%	276%	125%
Títulos	430%	346%	177%	9%	52%	125%
Empréstimos diretos	136%	255%	194%	1836%	430%	125%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$6 bilhões no primeiro bimestre de 2013, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$5,3 bilhões, concentrados em ações negociadas no mercado doméstico. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$1,4 bilhão, ante US\$306 milhões nos dois primeiros meses de 2012.

Não houve operações de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa de curto prazo, no exterior, no primeiro bimestre de 2013, ante amortizações líquidas de US\$74 milhões em igual período do ano anterior. Ressalte-se que, a partir da introdução da alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), não ocorreram operações de captações brutas de curto prazo. As captações por meio de *notes* e *commercial papers* acumularam amortizações líquidas de US\$500 milhões, resultantes de desembolsos de US\$538 milhões e amortizações de US\$1 bilhão. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 52% no bimestre encerrado em fevereiro, ante 346% no mesmo período de 2012.

Os bônus da República apresentaram amortizações líquidas de US\$190 milhões nos dois primeiros meses do ano. Não houve captações no bimestre. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$121,8 milhões de bônus no período, dos quais US\$98,8 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$20,5 milhões, ao ágio dessas operações.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram retornos líquidos de US\$5,1 bilhões no bimestre, com redução de US\$5,7 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e aplicações de US\$1,2 bilhão dos demais setores. O ingresso líquido de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$410 milhões, ante US\$987 milhões no primeiro bimestre de 2012.

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e junto a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registraram receitas líquidas de US\$4,6 bilhões nos dois primeiros meses de 2013 (amortizações líquidas de US\$2,7 bilhões no primeiro bimestre de 2012). Os ingressos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$1,1 bilhão e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores, US\$4,1 bilhões, destacando-

se os empréstimos diretos, US\$5 bilhões, com taxa de rolagem de 430% no bimestre; e os desembolsos líquidos de agências, US\$330 milhões. As amortizações líquidas junto a compradores atingiram US\$974 milhões. Os empréstimos de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$5 milhões nos dois primeiros meses do ano, ante US\$4,8 bilhões em igual período de 2012.

O estoque de reservas internacionais no conceito liquidez totalizou US\$376,5 bilhões em fevereiro, recuando US\$2,1 bilhões em relação a dezembro de 2012. A receita de juros, que remuneraram os ativos de reservas, somou US\$607 milhões, enquanto as variações por paridades e por preços reduziram o estoque em US\$2,4 bilhões e US\$205 milhões, respectivamente.

No conceito caixa, o estoque de reservas atingiu US\$373,7 bilhões em fevereiro, elevação de US\$594 milhões em relação a dezembro de 2012. No bimestre, o Banco Central liquidou compras de US\$2,7 bilhões, conforme previsto em operações de linhas com recompra, reduzindo o estoque desses ativos de US\$5,5 bilhões, em dezembro, para US\$2,8 bilhões, em fevereiro.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$380,9 bilhões ao final de 2013. Incluindo-se o ocorrido no primeiro bimestre, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$5 bilhões; despesas de juros de US\$3 bilhões; amortizações de US\$939 milhões; e liquidações de compras de US\$5,5 bilhões pelo Banco Central no mercado doméstico de câmbio.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2011		2012		2013	
	Ano	Jan-fev	Ano	Jan-fev	Ano ^{1/}	
Posição das reservas no período anterior	288,6	352,0	352,0	373,1	373,1	
Compras líquidas do Bacen	50,1	0,8	12,7	2,7	5,5	
A termo	2,2	-	7,0	-	-	
Spot	47,9	0,8	11,2	-	-	
Linhas com recompra	-	-	-5,5	2,7	5,5	
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-	
Serviço da dívida (líquido)	-7,2	-2,1	-6,6	-1,3	-4,0	
Desembolsos	0,5	-	-	-	-	
Amortizações	-4,1	-1,0	-3,4	-0,2	-0,9	
Juros	-3,6	-1,2	-3,2	-1,1	-3,0	
Remuneração das reservas	6,3	0,8	4,4	0,6	5,0	
Outras variações	6,5	2,7	4,1	-2,7	-2,7	
Variações por preço	5,8	-0,0	1,4	-0,2	-0,2	
Variações por paridades	-1,0	2,6	0,8	-2,4	-2,4	
Demais ^{2/}	1,7	0,1	1,8	-0,0	-0,0	
Compras do Tesouro Nacional	7,7	2,1	6,6	1,3	4,0	
Variação total	63,4	4,3	21,1	0,6	7,8	
Posição das reservas – Caixa	352,0	356,3	373,1	373,7	380,9	
Saldo de linhas com recompra	-	-	5,5	2,8	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez	352,0	356,3	378,6	376,5	380,9	

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*).

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para fevereiro de 2013, o serviço da dívida externa aumentou 1,3% em relação à posição de dezembro de 2012. As exportações de bens decresceram 1,1% no período, e a razão entre esses indicadores aumentou para 22,8%. A dívida total aumentou 1,1%, o PIB em dólares, 1,1%, enquanto a dívida total líquida reduziu sua posição credora no período, resultando em estabilidade da relação dívida total/PIB em 13,9%, e aumento da relação dívida total líquida/PIB, de -4% para -3,7%.

As relações entre a dívida total e as exportações, e a dívida total líquida (superavitária) e as exportações mantiveram-se estáveis, respectivamente em 1,3 e -0,4, no período.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011	2012		2013
	Dez	Dez	Set	Dez	Fev ^{2/}
Exportações de bens	201,9	256,0	246,6	242,6	239,9
Exportações de bens e serviços	233,5	294,2	286,5	282,4	280,1
Serviço da dívida	46,3	52,6	46,6	54,1	54,8
Dívida externa total	256,8	298,2	309,5	312,9	316,3
Dívida externa total líquida	-50,6	-72,9	-90,7	-89,7	-84,2
Reservas internacionais (liquidez)	288,6	352,0	378,7	378,6	376,5
Reservas internacionais (caixa)	288,6	352,0	378,7	373,1	373,7
PIB	2 144	2 475	2 307	2 253	2 276
Indicadores					
Dívida total/PIB (%)	12,0	12,0	13,4	13,9	13,9
Dívida total líquida/PIB (%)	-2,4	-2,9	-3,9	-4,0	-3,7
Dívida total/exportações	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
Dívida total líquida/exportação	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Dívida total líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	22,9	20,5	18,9	22,3	22,8
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,8	17,9	16,3	19,2	19,6
Reservas (liquidez)/dívida externa total (%)	112,4	118,0	122,4	121,0	119,0
Reservas (caixa)/dívida externa total (%)	112,4	118,0	122,4	119,3	118,2

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

2/ Dados estimados.

Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais (liquidez) e a dívida externa total passou de 121% para 119%, no período.

5.6 Conclusão

Nos dois primeiros de 2013, houve crescimento do *deficit* em transações correntes, em termos interanuais, entretanto, ao longo do ano as perspectivas são de moderação, em que pese a intensificação do ritmo de atividade doméstica. Essa avaliação se apóia, entre outros aspectos, na perspectiva de melhora no *superavit* comercial e de moderação nas despesas com serviços. Vale enfatizar que o IED deverá seguir como a principal fonte de financiamento do *deficit* em transações correntes.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2013

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-1,7	-8,8	-54,2	-6,6	-18,0	-67,0
Balança comercial	1,7	0,4	19,4	-1,3	-5,3	15,0
Exportações	18,0	34,2	242,6	15,5	31,5	264,0
Importações	-16,3	-33,8	-223,1	-16,8	-36,8	-249,0
Serviços e Rendas	-3,6	-9,6	-76,5	-5,8	-13,4	-85,0
Viagens	-1,1	-2,5	-15,6	-1,2	-2,8	-16,3
Juros	-0,4	-2,0	-11,8	-0,5	-2,3	-12,0
Lucros e dividendos	-0,5	-1,5	-24,1	-2,2	-4,2	-30,0
Demais	-1,6	-3,6	-25,0	-1,9	-4,0	-26,7
Transferências	0,2	0,4	2,8	0,5	0,7	3,0
Conta capital e financ.	2,2	9,4	72,8	8,6	20,9	77,5
Conta capital	0,1	0,2	-1,9	0,1	0,2	2,0
Investim. brasileiros ^{2/}	-0,4	-3,2	-29,7	-0,8	2,7	-24,1
Investim. estrangeiros	2,4	12,3	92,7	9,5	17,6	86,6
IED	3,6	9,1	65,3	3,8	7,5	65,0
Ações totais ^{3/}	0,8	5,1	5,6	2,0	5,3	10,0
Títulos no país	-0,2	0,3	5,1	1,0	1,4	5,0
Emprést. e tit. LP	0,9	2,8	18,6	2,8	3,4	6,6
Títulos públicos	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,9
Títulos privados	0,8	1,0	6,0	-0,6	-0,5	1,8
Empréstimos dir.	0,1	1,5	13,0	3,8	5,0	5,6
Demais ^{4/}	0,1	0,5	-0,5	-0,4	-0,8	0,1
Emprést. e tit. CP	-2,7	-4,9	-1,9	-	-	-
Demais ^{5/}	0,2	0,1	11,7	-0,2	0,5	12,9
Erros e omissões	0,9	1,2	0,4	-0,1	0,3	-
Ativos de reserva	-1,4	-1,8	-18,9	-1,9	-3,2	-10,5
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-2,5	-2,4		-4,9	-2,8
IED / PIB (%)		2,6	2,9		2,0	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 boxe apresenta revisão da projeção para o balanço de pagamentos de 2013. Para tanto, considera dados publicados desde a divulgação do Relatório de Inflação de dezembro; atualizações do cenário econômico brasileiro e internacional; e estatísticas mais recentes relativas ao estoque do endividamento externo do país e ao serviço da dívida.

O *deficit* em conta corrente para 2013 está estimado em US\$67 bilhões (2,8% do Produto Interno Bruto – PIB), ante US\$65 bilhões na projeção anterior. Destaque-se a redução de US\$2 bilhões, para US\$15 bilhões, no *superavit* da balança comercial, resultado de aumentos anuais respectivos de 8,8% e 11,6% nas exportações e nas importações, que deverão totalizar, na ordem, US\$264 bilhões e US\$249 bilhões. A projeção anterior considerava exportações de US\$268 bilhões e importações de US\$251 bilhões. A corrente de comércio deverá expandir 10,1% no ano, ante 11,4% previstos anteriormente.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2013 diminuiu US\$0,1 bilhão, para US\$43,6 bilhões, ainda assim a elevação anual alcança 6,1%. As estimativas para as despesas líquidas de aluguel de equipamentos, viagens internacionais e transportes foram mantidas em US\$20,3 bilhões, US\$16,3 bilhões e US\$9,2 bilhões, respectivamente. A manutenção reflete, em parte, a evolução interanual dessas variáveis no primeiro bimestre de 2013.

A estimativa para as remessas líquidas de lucros e dividendos em 2013 foi mantida em US\$30 bilhões. A expansão anual de 24,4% considera a expectativa de retomada da atividade econômica interna. A nova posição de dívida externa, referente a dezembro de 2012, não alterou a projeção de pagamentos líquidos de juros, US\$12 bilhões. Os ingressos líquidos de transferências unilaterais permanecem estimados em US\$3 bilhões.

No âmbito da conta financeira, a projeção referente aos ingressos líquidos de IED permaneceu em US\$65

bilhões. Embora os fluxos mundiais de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) apresentem tendência de recuo, o Brasil vem absorvendo parcela crescente desses recursos, movimento que deverá ser sustentado, em 2013, entre outros fatores, em resposta ao ritmo mais intenso da atividade doméstica.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior somarão aplicações líquidas de US\$10 bilhões, ante retornos líquidos de US\$2,8 bilhões em 2012, evidenciando a retomada do processo de internacionalização das empresas brasileiras.

Os investimentos estrangeiros líquidos em ações foram estimados em US\$10 bilhões, ante US\$5 bilhões projetados anteriormente. A elevação reflete o desempenho da conta no primeiro bimestre e nas semanas iniciais de março, com ingressos líquidos superiores a US\$5 bilhões, desempenho mais favorável que o antecipado em dezembro. A projeção para os investimentos estrangeiros líquidos em renda fixa no País foi mantida em US\$5 bilhões. A respeito desses fluxos, cabe notar a introdução de incentivo fiscal à emissão, no mercado doméstico, de debêntures com prazo igual ou superior a quatro anos, destinadas a projetos de infraestrutura.

A taxa de rolagem para empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados em mercados no exterior atingiu 276% no primeiro bimestre de 2013. Nesse contexto, ainda de forma conservadora, as taxas de rolagem foram revisadas de 100% para 125%. A nova hipótese, combinada com a revisão das amortizações previstas conforme a posição de endividamento externo de dezembro de 2012, representou acréscimo de US\$5,5 bilhões aos ingressos líquidos esperados em empréstimos e títulos de longo prazo.

O Banco Central não contratou, no primeiro bimestre de 2013, novas operações para liquidação no mercado de câmbio à vista. Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá ser superavitário em US\$9,6 bilhões, em 2013, dos quais US\$5,5 bilhões devem retornar às reservas internacionais, conforme programado nos leilões de linha com recompra, e US\$4,1 bilhões constituirão depósitos mantidos por bancos no exterior.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-2,1	-9,6	-58,6	-6,9	-18,6	-72,0
Capitais (líquido)	1,8	14,0	75,3	6,0	15,6	81,6
Inv. Estrangeiro Direto	3,6	9,1	65,3	3,8	7,5	65,0
Inv. Estrangeiro Carteira	0,5	5,4	10,4	2,9	6,6	15,0
Empréstimos MLP	0,8	2,6	23,7	3,3	4,4	8,3
Crédito comerciais	-2,2	-3,9	7,0	-0,3	0,2	14,3
Bancos	-2,6	-4,6	-7,8	-0,5	-1,0	-1,6
Demais	0,4	0,7	14,7	0,2	1,2	15,9
Inv. Brasileiro no Exterior	-1,5	0,3	-25,6	-3,3	-2,9	-20,0
Demais	0,5	0,6	-5,4	-0,3	-0,2	-1,0
Hiato financeiro	-0,3	4,4	16,6	-0,9	-3,0	9,6
Compras líquidas BCB	-0,8	-0,8	-12,7	-1,6	-2,7	-5,5
Depósitos de bancos	1,1	-3,5	-3,9	2,5	5,6	-4,1

1/ Projeção.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em dezembro de 2012. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2015 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 5 e 6 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,95/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 8 de março de 2013.

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 precípua.

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA em doze meses, alcançou 6,31% em fevereiro, 0,46 p.p. acima da registrada no mesmo mês de 2012. Os preços livres variaram 7,86% em doze meses até fevereiro (1,89 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2012) e os administrados por contrato e monitorados variaram apenas 1,53% (3,95 p.p. abaixo do registrado em fevereiro de 2012). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 9,13% em doze meses – maior valor desde junho de 2003 – e a dos comercializáveis, 6,43%. O grupo de alimentos e bebidas, ainda sensibilizado por fatores climáticos, variou 12,49% em doze meses (ante 6,83% até fevereiro de 2012). Por sua vez, a inflação do setor de serviços, que vem sistematicamente se mantendo em patamar superior à do total dos preços livres, atingiu 8,66% em doze meses até fevereiro. Em síntese, a inflação de serviços segue em níveis elevados, e observam-se pressões no segmento de alimentos e bebidas.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A média das variações mensais recuou de 0,73% em janeiro para 0,59% em fevereiro, variando 5,97% em doze meses até fevereiro (ante 6,10% até fevereiro de 2012). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas sem suavização passou de 0,77% em janeiro para 0,61% em fevereiro, e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,73% para 0,53%. Já o núcleo por dupla ponderação moveu-se de 0,65% para 0,55%. Por sua vez, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,63% para 0,28%; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,87% para 1,00%.

O índice de difusão do IPCA atingiu 72,33% em fevereiro, valor superior ao de fevereiro de 2012 (59,11%) e acima da mediana, 61,68%, da amostra com início em julho de 1999. A média trimestral avançou para 72,69% em fevereiro, 6,76 p.p. e 10,01 p.p. acima da registrada em novembro e em fevereiro de 2012, respectivamente, na mesma base de comparação.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparada à inflação ao consumidor, foi de 0,20% em fevereiro, após 0,31% em janeiro. Assim, o índice acumula 8,24% em doze meses (ante 3,38% até fevereiro de 2012). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 9,24% em doze meses até fevereiro, influenciado pelo segmento agropecuário (15,45%), por sua vez, negativamente impactado por choques

de oferta. O IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 6,04% em doze meses até fevereiro (0,42 p.p. acima da variação registrada até fevereiro de 2012). Já o INCC, componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 7,18% em doze meses (ante 8,02% até fevereiro de 2012), resultado da variação de 9,34% no custo de mão de obra e de 4,99% 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, avançou 0,3% em dezembro, após 0,6% em novembro, considerando dados dessazonalizados. Assim, a taxa de crescimento trimestral ficou em 0,6% no quarto trimestre e a anual em 1,6%, ante 2,7% registrados em 2011 e 7,6% em 2010.

O ICC, da FGV, recuou pelo quinto mês consecutivo em fevereiro, considerando dados dessazonalizados, mas se manteve acima da média histórica. A média móvel trimestral do Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou pela terceira vez em fevereiro. Por sua vez, o ICS diminuiu em fevereiro, na comparação mês a mês, após registrar elevação em janeiro. Já a confiança do empresário industrial continua em recuperação gradual. De acordo com a FGV, o ICI avançou em fevereiro na série dessazonalizada, em função de melhora nas expectativas, e atingiu o maior valor desde junho de 2011.

A produção industrial cresceu 5,7% em janeiro, em relação ao mesmo mês de 2012. Em relação ao mês anterior, a atividade fabril aumentou 2,5% em janeiro, após 0,2% em dezembro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Em janeiro, a expansão foi disseminada, em todas as categorias de uso. Em particular, a produção de bens de capital expandiu 17,3% em relação a janeiro de 2012, em parte reflexo da alta atípica no grupo bens de capital para equipamentos de transporte. O crescimento da produção de bens de capital interrompeu sequência de dezesseis meses de resultados negativos, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, a produção de bens de consumo duráveis expandiu 10,3%, nessa base de comparação; a de bens intermediários, 4,0%; enquanto a de não duráveis e semiduráveis avançou 3,0%. Em doze meses, a produção industrial ainda acumula perda de 1,9%, com variação negativa no segmento de bens de capital (-9,7%); de bens duráveis (-2,1%); de bens intermediários (-1,0%); e estabilidade na produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis (0,1%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, houve recuo de 1,2% em dezembro em termos reais, em relação ao mesmo mês do ano

anterior, enquanto o número de horas trabalhadas diminuiu 2,4%. Comparado a 2011, o faturamento real cresceu 2,4% em 2012, ao passo que o número de horas trabalhadas diminuiu 1,5%, de acordo com dados da CNI.

O Nuci na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, passou de 84,4% em janeiro para 84,1% em fevereiro (0,4 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2012). Ainda de acordo com a série livre de influências sazonais, a utilização da capacidade recuou para 84,4% no setor de bens de consumo. Já no setor de bens de capital, de bens intermediários e de materiais de construção, o Nuci se posicionou em 82,4%, 84,9% e 89,5%, respectivamente. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 81,4% em novembro para 81,2% em dezembro. Em relação a estoques na indústria de transformação, os níveis continuam baixos no setor de bens de consumo, ajustados no setor de materiais de construção e elevados no setor de bens de capital, de acordo com o indicador dessazonalizado da sondagem realizada pela FGV.

O comércio varejista se apresenta dinâmico, com moderação na margem. De fato, a taxa de crescimento do volume de vendas em dezembro foi de 5,0%, em relação a dezembro de 2011, tanto para o comércio varejista restrito como para o comércio ampliado. Dessa forma, a taxa de crescimento anual do comércio ampliado ficou em 8,0% em 2012, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista restrito cresceram 8,4% em 2012 – destacando-se as vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (12,3%) e de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (10,2%). 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 quarto trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 0,4%, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre de 2011, o crescimento no quarto trimestre alcançou 1,4%, ante 0,9% no terceiro. Destarte, a economia brasileira cresceu 0,9% em 2012, após 2,7% no ano anterior e 7,5% em 2010. A produção agropecuária e a industrial recuaram 2,3% e 0,8% em 2012, respectivamente, enquanto o valor adicionado pelo setor de serviços foi de 1,7%.

Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – continua robusto e, na margem, avançou 1,2% no quarto trimestre de 2012 e 3,9% em relação ao mesmo trimestre de 2011 – trigésima sétima expansão consecutiva nessa base de comparação. O consumo do governo aumentou 0,8% na margem e 3,1% em relação ao mesmo trimestre de 2011. Adicionalmente, observou-se retomada na FBCF, com expansão de 0,5% na comparação trimestre a trimestre, após quatro recuos. A taxa de investimento em 2012 se posicionou em 18,1% do PIB. No que se refere às transações com o resto do mundo, na margem, as exportações cresceram 4,5% (2,1% em relação ao quarto trimestre de 2011) e as importações 8,1% (0,4% sobre igual período do ano anterior).

O IBGE divulgou estimativa para a taxa de desemprego, em janeiro, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação permaneceu em 5,5% – valor próximo ao mínimo (5,3%, em agosto de 2012) da série histórica iniciada em 2002. A propósito, cabe notar que a redução da taxa de crescimento da população em idade ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para o processo de redução nas taxas de desocupação. Ainda sobre a PME, a proporção de empregados no setor privado com carteira de trabalho assinada atingiu 50,1% da população ocupada – novo recorde da série histórica. Por sua vez, o rendimento médio real habitual cresceu 2,4% em janeiro em relação ao mesmo mês de 2012, enquanto a massa salarial real, considerando-se o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 5,3% nesse período. O emprego formal celetista também permanece em expansão, ainda que em ritmo moderado. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram acrescidos 778 mil postos de trabalho entre fevereiro de 2012 e janeiro de 2013, ante 1,53 milhão nos doze meses até janeiro de 2012.

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 vem ocorrendo em ambiente de redução de taxas de juros ao tomador de empréstimos e extensão dos prazos das concessões. O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.088,2 bilhões em janeiro, com crescimento de 16,6%

em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em particular, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 34,5% no mesmo período e atingiu R\$261,4 bilhões. Os indicadores de inadimplência têm mostrado ligeira redução na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo, haja vista as perspectivas de continuidade da recuperação da atividade econômica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.278,8 bilhões em janeiro – volume 16,3% superior ao observado em janeiro de 2012. Note-se que a taxa média de juros praticada no crédito a pessoas jurídicas ficou 4,5 p.p. abaixo da taxa média observada há doze meses, situando-se em 13,9%. Em particular, o volume de empréstimos e financiamentos a pessoas jurídicas concedidos pelo BNDES alcançou R\$448 bilhões, com crescimento de 15,3% em doze meses até janeiro. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$12,7 bilhões nos doze meses até janeiro de 2013. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$79,2 bilhões no mesmo período, excluídos R\$15,0 bilhões de emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*). Do montante das emissões de debêntures (excluídas as referentes a *leasing*), R\$64,1 bilhões foram feitos com esforços restritos de colocação, conforme a Instrução CVM 476/09.

No que se refere à balança comercial, o saldo acumulado em doze meses recuou para US\$13,7 bilhões em fevereiro (US\$28,6 bilhões em fevereiro de 2012). Esse resultado adveio de US\$239,9 bilhões em exportações e US\$226,2 bilhões em importações, com variações de -7,1% e -1,5%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2012. O *quantum* exportado diminuiu 0,3% e o preço médio das exportações, 5,3%, considerando os doze meses encerrados em janeiro de 2013. Já o *quantum* importado diminuiu 1,7% no período, e o preço médio aumentou 0,2%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$58,6 bilhões em janeiro, equivalente a 2,6% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$25,2 bilhões. Note-se que os investimentos estrangeiros diretos – que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos – totalizaram US\$63,6 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,8% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do último Relatório, observou-se certa moderação dos indicadores de aversão ao risco e de volatilidade, apesar de riscos associados à trajetória futura da política fiscal e monetária na economia americana. Ações não convencionais de política implementada em importantes economias maduras, em certa medida, tendem a aumentar a liquidez nos respectivos mercados e contribuir para o recuo da probabilidade de ocorrência de eventos extremos e de períodos prolongados de deflação. Desde o último Relatório, indicadores antecedentes apontam atividade global moderada, com alguma recuperação na margem, inclusive no setor manufatureiro, nos Estados Unidos, no Japão e nas principais economias emergentes. Na Área do Euro, prevalece um sentimento de estabilização. 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* manteve-se acima 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 queda de 7,5% nos preços das *commodities* agrícolas e alta de 2,4% nos preços das metálicas. Na data de corte de 8 de março, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), acumulava recuo de 0,7% desde 7 de dezembro – data de corte do Relatório de dezembro de 2012.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2013 recuou de 3,50% na data de corte do último Relatório para 3,10% em 8 de março. Para 2014, a taxa de crescimento recuou de 3,82% para 3,50%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação de 2013, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 5,40% para 5,82%; permaneceu inalterada em 5,50% para 2014; e deslocou-se de 5,00% para 5,20%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 5,44% para 5,50%, como ilustra o Gráfico 6.1.

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

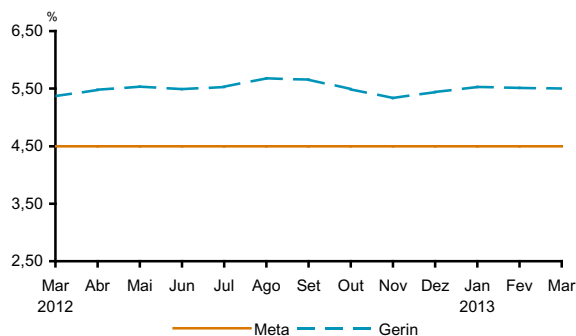


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2013

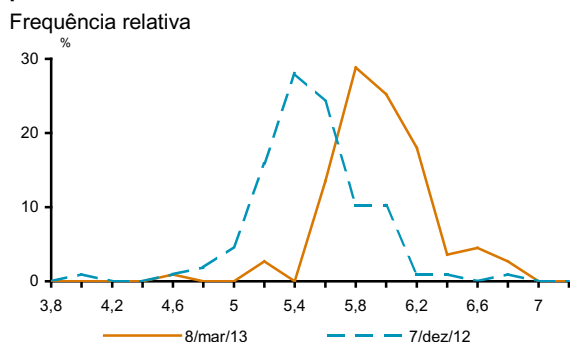


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013

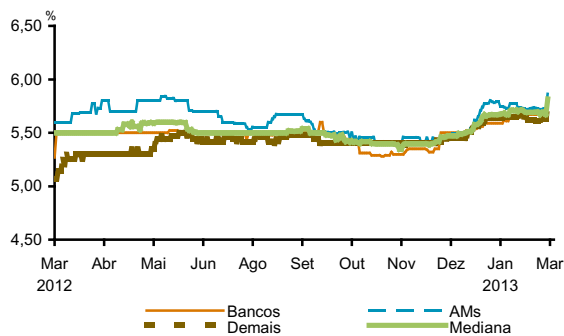
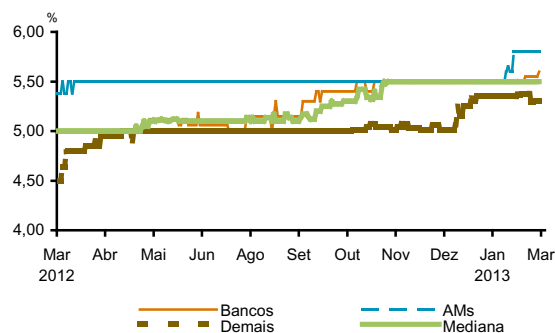


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2014



Desde a divulgação do último Relatório, 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 0,36% para 0,34%. 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 2013 (Gráfico 6.3) se encontravam, na data de corte de 8 de março, em 5,78%, 5,87% e 5,74%, respectivamente, ante 5,34%, 5,45% e 5,40% registrados no último Relatório. Para 2014, conforme o Gráfico 6.4, ficaram em 5,60%, 5,80% e 5,30%, segundo a mesma ordem, ante 5,50%, 5,50% e 5,02% registrados no Relatório de dezembro 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 ainda apontam taxas de crescimento, em economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial, apesar da intensificação 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 de 2012 e decorreram de choques desfavoráveis de oferta. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso do que o observado em 2012. Também se apresentam como aspectos importantes do contexto doméstico a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor e a resistência mostrada pela inflação.

No âmbito internacional, prevalecem perspectivas de baixo crescimento das economias maduras por período prolongado de tempo. Nos Estados Unidos, observam-se sinais positivos no ritmo de atividade, como sugerem desenvolvimentos

recentes no mercado imobiliário e no de trabalho. Entretanto, para a economia dos Estados Unidos, persistem riscos decorrentes do cenário de contenção fiscal e associados à crise europeia. Na Área do Euro, incertezas políticas e fadiga social se somam ao ambiente recessivo – apesar da melhora pontual dos últimos dados divulgados – 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 tem se intensificado, 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, a despeito de desaceleração marginal do PIB, consolidam-se sinais de estabilização do ritmo de crescimento – que tende a permanecer 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 a dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Desde o último Relatório, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos permaneceram estáveis, mas em patamares elevados, especialmente na Zona do Euro. Também remanescem evidências de deslocamento de liquidez privada entre países da Zona do Euro, na direção de economias que apresentam sólidos fundamentos. No horizonte relevante, o Comitê avalia que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir ao início (ou iminência) do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Nesse contexto, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos

mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo.

Nos mercados internacionais, observa-se moderação de pressões localizadas de preços no segmento de *commodities* agrícolas, que haviam surgido entre o segundo e terceiro trimestre de 2012 e decorreram de choques desfavoráveis de oferta. De fato, desde o último Relatório, o IC-Br recuou, quando medido em moeda nacional, com o aumento de preços de metálicas sendo compensado pela diminuição dos preços de agrícolas e energéticas.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve, desde o último Relatório, a volatilidade característica, e permanece acima de US\$110. 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, 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 da emergência de sinais positivos, a fragilidade da economia global ainda se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada. O Comitê destaca, ainda, que o cenário central contempla acomodação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

No âmbito doméstico, o ritmo de atividade ganhou impulso no quarto trimestre do ano passado. De acordo com as Contas

Nacionais divulgadas pelo IBGE, a demanda doméstica continuou sendo o principal suporte da economia, com o consumo das famílias sendo sustentado pela expansão moderada do crédito, pela geração de empregos e de renda. O crescimento da demanda ainda teve contribuição positiva dos investimentos. Pelo lado da oferta, as evidências sinalizam que a indústria começou a responder aos estímulos introduzidos na economia.

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, os estoques em níveis ajustados e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam perspectivas de intensificação dos investimentos. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o ainda frágil cenário internacional.

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, especialmente em relação ao crescimento dos salários; de outro, margem estreita de ociosidade. O Comitê reafirma 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 nos 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. Essa mudança 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. Cabe notar, também, que no setor público federal houve avanço significativo no que se refere à dinâmica salarial, de modo que negociações já finalizadas apontam reajustes moderados neste e nos próximos dois anos. Assim, para a economia como um todo, antecipam-se variações salariais mais condizentes com os ganhos de produtividade.

Sobre o fator capital, os indicadores disponíveis apontam nível de utilização da capacidade relativamente estável nos últimos doze meses. Não obstante, o Copom destaca que, após quatro recuos, no último trimestre a FBCF cresceu 0,5%, na comparação com o trimestre anterior, com a taxa de investimento se posicionando em 18,1% do PIB para o acumulado de 2012. Para o Comitê, entretanto, os efeitos das ações de política recentemente implementadas, os programas de concessão de serviços públicos – em especial, no segmento de infraestrutura e logística – e a gradual recuperação da confiança de empresários sugerem intensificação dos investimentos neste e 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 em campo levemente 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 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.

No que se refere à política fiscal, o Copom assinala que o cenário central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais, não obstante iniciativas recentes apontarem o balanço do setor público em posição expansionista. 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.

O Copom destaca a moderação recentemente observada na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros, que, na hipótese de permanecerem nos atuais níveis, constituirão importante força desinflacionária.

O Copom entende que uma fonte relevante de risco para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação, que, nas atuais circunstâncias, tendem a ser negativamente impactadas tanto pelo nível da inflação, quanto pela elevada dispersão dos aumentos de preços. O Comitê pondera ainda, que, numa perspectiva mais ampla, a percepção de inflação tem aumentado. Em parte, essa piora no sentimento dos agentes se deve à ocorrência de aumentos de preços em segmentos com grande visibilidade, como alimentos e combustíveis.

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

O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral e, em particular, na taxa neutra. Apoiava essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo nono 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 Comitê 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.

O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência. Embora essa dinâmica desfavorável possa não representar um fenômeno temporário, mas uma eventual acomodação da inflação em patamar mais elevado, o Comitê pondera que incertezas remanescentes – de origem externa e interna – cercam o cenário prospectivo e recomendam que a política monetária deva ser administrada com cautela.

Diante disso, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés, nas reuniões de janeiro e março.

Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,25%, em janeiro e março, 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 ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

Nesse contexto, o Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

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 8 de março de 2013 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,95/US\$, e a meta para a taxa Selic em 7,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de março de 2013 – ante R\$2,05/US\$ e 7,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro 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 diminuíram para 2013 e elevaram-se para 2014, em comparação aos valores divulgados no Relatório de dezembro de 2012. Para o último trimestre de 2013, a taxa média passou de R\$2,08/US\$ para R\$2,00/US\$. Para

o quarto trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,05/US\$, ante R\$2,02/US\$ considerado no último Relatório. Para o primeiro trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,07/US\$.

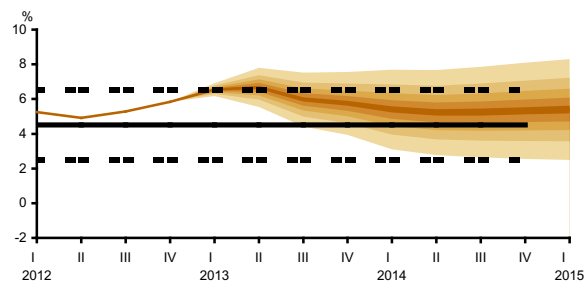
No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2013 e 2014 elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2013, a expectativa para a taxa Selic média deslocou-se de 7,25% a.a. para 7,79% a.a. e, para o quarto trimestre de 2014, deslocou-se de 8,29% a.a. para 8,33% a.a. Para o primeiro trimestre de 2015, as expectativas indicam taxa Selic média de 8,29% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 109 p.b. e de 119 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (7,25% a.a.), no quarto trimestre de 2013 e 2014, respectivamente.

Projeta-se variação de 2,7% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, em 2013, ante 2,4% considerados no Relatório anterior. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2013, nas hipóteses de reajuste de 5,0% dos preços da gasolina; estabilidade nos preços do gás de bujão; variação de -2,0% nas tarifas de telefonia fixa; e recuo de aproximadamente 15% nos preços da eletricidade, que leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais recentemente anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano. 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 – valor considerado no último Relatório – e também para 2015.

Em relação à política fiscal, considera-se como hipótese de trabalho a geração de *superavit* primário de R\$ 155,9 bilhões em 2013, conforme os parâmetros da LDO – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de *superavit* primário em torno de 3,1% do PIB.

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

Leque de inflação



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

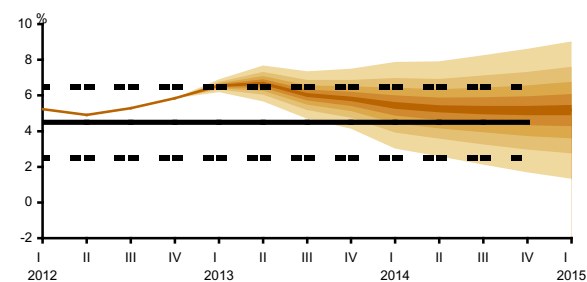
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 7,25% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2013 1	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,5
2013 2	6,2	6,4	6,6	6,8	6,9	7,1	6,7
2013 3	5,3	5,6	5,9	6,1	6,3	6,6	6,0
2013 4	5,0	5,3	5,6	5,9	6,2	6,5	5,7
2014 1	4,5	4,9	5,2	5,6	5,9	6,3	5,4
2014 2	4,2	4,7	5,0	5,4	5,8	6,2	5,2
2014 3	4,2	4,6	5,1	5,5	5,9	6,3	5,3
2014 4	4,2	4,7	5,1	5,5	6,0	6,5	5,3
2015 1	4,2	4,7	5,2	5,6	6,1	6,6	5,4

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

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

Leque de inflação



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

No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de redução da taxa de juros neutra identificada nos últimos anos, bem como o impacto estimado das medidas fiscais adotadas pelo governo visando reduzir o custo da cesta básica.

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 2013, 0,9 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro de 2012. Conforme o Gráfico 6.5, segundo esse cenário, a projeção para a inflação acumulada em doze meses encerra 2013 acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). De acordo com a Tabela 6.1, a projeção recua a partir do terceiro trimestre de 2013. Especificamente, a projeção parte de 6,5% no primeiro trimestre de 2013, eleva-se para 6,7% no segundo trimestre, reduzindo-se a partir de então para 6,0% e 5,7% no terceiro e quarto trimestre, respectivamente. A projeção continua diminuindo em 2014, atinge 5,2% no segundo trimestre, e a partir de então se posiciona entre 5,3% e 5,4% até o final do horizonte de projeção.

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 25% e, em 2014, em torno de 24%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2013 se encontra em 5,8%, 0,1 p.p. maior que o valor projetado no cenário de referência e 0,9 p.p. maior do que o valor constante no último Relatório. Conforme o Gráfico 6.6 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses, assim como no cenário de referência, recua a partir do terceiro trimestre de 2013, mas encerra o ano acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,5% no primeiro trimestre, eleva-se para 6,7% no segundo e recua para 6,0% e 5,8% no terceiro e quarto trimestre, respectivamente. Em 2014, a projeção parte de 5,4% no primeiro trimestre e se desloca para 5,1% no último trimestre do ano. No primeiro trimestre de 2015, a projeção encontra-se em 5,2%.

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%		
2013 1	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,5
2013 2	6,3	6,4	6,6	6,8	6,9	7,1	6,7
2013 3	5,5	5,7	5,9	6,1	6,3	6,6	6,0
2013 4	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2	6,5	5,8
2014 1	4,4	4,9	5,3	5,6	6,0	6,4	5,4
2014 2	4,2	4,6	5,0	5,5	5,9	6,3	5,3
2014 3	3,9	4,5	5,0	5,4	5,9	6,4	5,2
2014 4	3,7	4,3	4,9	5,4	6,0	6,6	5,1
2015 1	3,6	4,3	4,9	5,5	6,1	6,8	5,2

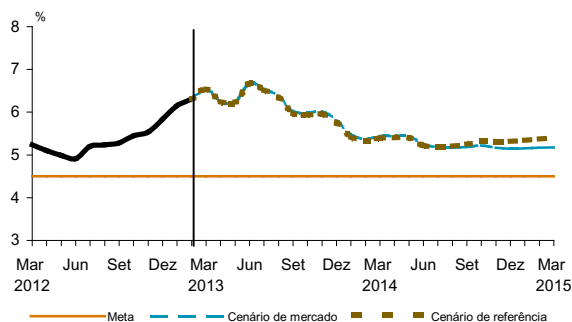
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2012 IV	5,7	5,7
2013 I	5,7	5,7
2013 II	5,5	5,6
2013 III	4,9	4,9
2013 IV	4,8	4,9
2014 I	5,1	5,2
2014 II	5,1	5,1
2014 III	5,0	5,0
2014 IV	4,9	4,8

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



Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2013 situa-se em 25%, e em 2014, em torno de 26%.

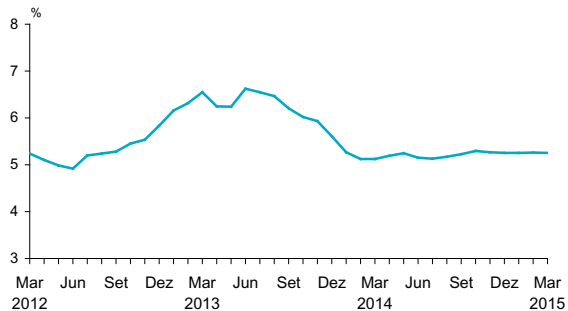
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação na projeção de inflação para 2013 e 2014, refletindo taxas de inflação em meses recentes maiores do que as contempladas nas projeções constantes no último Relatório. No cenário de mercado, as projeções encontram-se acima dos valores registrados no Relatório anterior em todo o horizonte de projeção, essencialmente pelas mesmas razões.

O Gráfico 6.7 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o primeiro trimestre de 2015, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2013, 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 a partir do terceiro trimestre de 2013. Apesar desse declínio, as projeções se posicionam acima da meta em 2014 e ao final do horizonte de projeção, em ambos os cenários.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.8. Até fevereiro de 2013, 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 a partir de julho de 2013 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 3,1% para 2013, acima, portanto,

Gráfico 6.8 – Previsão de inflação: modelos VAR

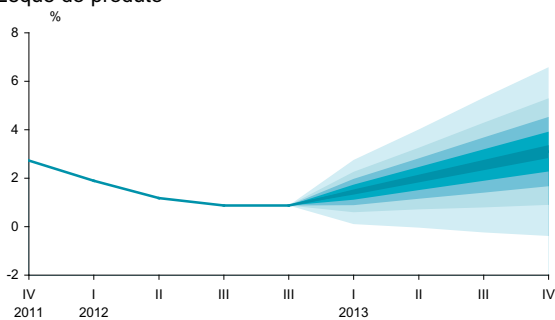


Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).
Média das projeções dos modelos.

do crescimento de 0,9% observado em 2012. Essa projeção contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste ano, condizente com a retomada do investimento e com uma trajetória de crescimento mais alinhada com o crescimento potencial.

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

Leque do produto



Decomposição da Inflação de 2012

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este box apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 2012, com base nos modelos de projeção do Banco Central. A taxa de inflação é decomposta em seis componentes¹: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta, acumulada a partir do último trimestre do ano anterior; (iii) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; (iv) choque de oferta²; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”³. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações, baseadas em modelos e estão, portanto, sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Inflação e alguns de seus determinantes em 2012

Conforme dados da Tabela 1, a inflação medida pelo IPCA foi de 5,84% em 2012, inferior aos 6,50% observados em 2011. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 6,56% (6,63% em 2011), e a variação dos preços administrados situou-se em 3,65% (6,20% em 2011). Assim, a contribuição dos preços administrados para a inflação total de 2012, principalmente nos três primeiros trimestres, foi muito inferior à de 2011. Embora tenha aumentado no último trimestre de 2012, a inflação de preços administrados em todos os trimestres do ano foi inferior às médias dos respectivos trimestres calculadas desde 2005. Por sua vez, a inflação de

1/ O procedimento básico utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002), “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, nº 22.

2/ A metodologia do cálculo do choque de oferta é detalhada no box “Decomposição da Inflação de 2010” (Relatório de Inflação de março de 2011).

3/ Conforme detalhado no box “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” (Relatório de Inflação de junho de 2012), a projeção dos preços administrados não mais inclui o repasse cambial.

preços livres de 2012 foi ligeiramente inferior à de 2011 e com tendência de aumento ao longo do ano, refletindo, entre outros fatores, a depreciação da taxa de câmbio e a ocorrência de choques de oferta, conforme mencionado a seguir.

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

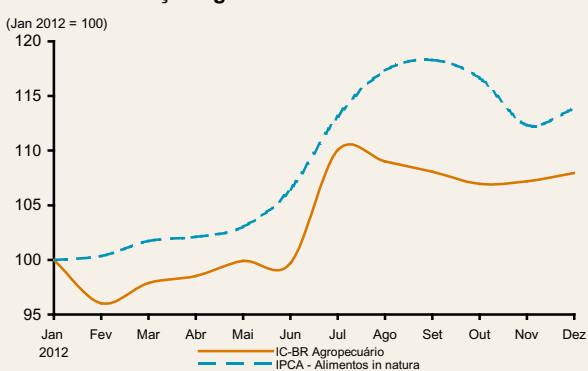
Discriminação	Variação % no período									
	2011					2012				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
Total	2,44	1,40	1,06	1,46	6,50	1,22	1,08	1,42	1,99	5,84
Preços livres	2,42	1,27	1,11	1,68	6,63	1,33	1,12	1,68	2,28	6,56
Preços administrados	2,48	1,72	0,94	0,92	6,20	0,91	0,94	0,62	1,12	3,65

Gráfico 1 – Taxa nominal de câmbio



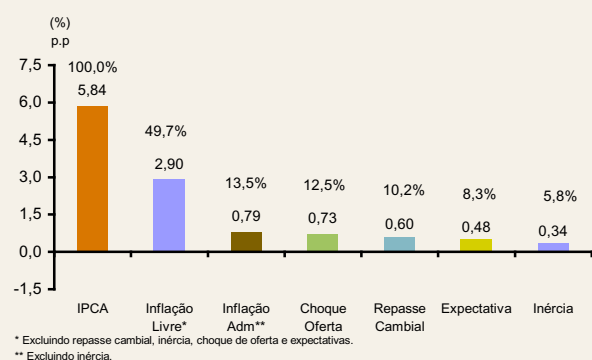
O Gráfico 1 apresenta a evolução da taxa de câmbio ao longo de 2012. Observa-se que após apreciação nos dois primeiros meses, o câmbio se depreciou significativamente entre março e junho, mantendo-se relativamente estável de julho a dezembro. Considerando a taxa média de câmbio, a depreciação foi de 16,7% em 2012 em relação a 2011. Entre fevereiro, mês em que a taxa média mensal atingiu o vale, e junho, a depreciação alcançou 19,3%.

Gráfico 2 – Preços agrícolas



Choques de oferta desfavoráveis também impactaram a inflação de preços livres em 2012. Conforme ilustra o Gráfico 2, no segundo semestre do ano houve forte elevação de preços agrícolas, decorrente de quebra de safra em importantes regiões produtoras de grãos (e.g., EUA), ocasionada por problemas climáticos. O gráfico também ilustra o aumento considerável dos preços de alimentos *in natura*, em função de problemas climáticos domésticos. Conforme sua comunicação ao longo do segundo semestre de 2012, o Comitê de Política Monetária (Copom) avaliou que esses choques de oferta foram mais localizados, menos intensos e menos duradouros do que os ocorridos em 2010/2011. De fato, conforme se pode notar a seguir (Tabela 2), a contribuição estimada do choque de oferta para a inflação de 2012 foi inferior à estimada em 2010, em termos absolutos e relativos.

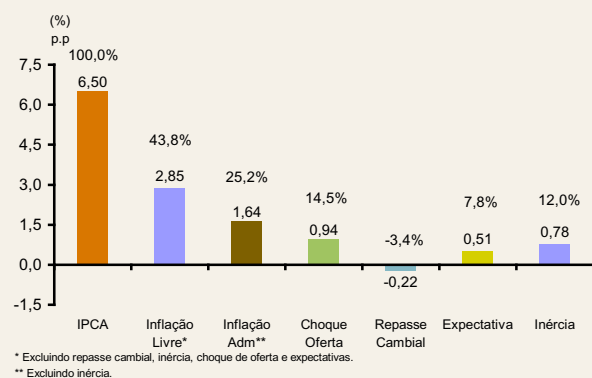
Gráfico 3 – Decomposição da taxa de inflação de 2012



Decomposição da inflação de 2012

Considerando os seis componentes em que se decompõe a variação do IPCA, o Gráfico 3 mostra que a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços livres (2,90 pontos percentuais (p.p.)), seguida da contribuição dos preços administrados (0,79 p.p.) e do choque de oferta (0,73 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 49,7%, 13,5% e 12,5% da inflação total em 2012. Por sua vez, o câmbio, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,60 p.p., 0,48 p.p. e 0,34 p.p.; ou seja, com 10,2%, 8,3% e 5,8% da variação total do IPCA, respectivamente.

Gráfico 4 – Decomposição da taxa de inflação de 2011



Comparando-se com a decomposição da inflação de 2011 (Gráfico 4), destacam-se três diferenças: (i) a contribuição dos preços administrados para o total do IPCA foi bem menor em 2012; (ii) a dinâmica da taxa de câmbio foi inflacionária em 2012, ao contrário do ocorrido em 2011; e (iii) os efeitos inerciais foram menores em 2012 do que em 2011, tendo em vista que a inflação no último trimestre de 2011 (1,46%) foi inferior à inflação do mesmo período de 2010 (2,23%).

Nota-se ainda a contribuição de preços livres, de ordem de grandeza similar em 2012 e 2011 e, por fim, que o choque de oferta teve efeito inflacionário nesses dois anos.

Em comparação aos anos anteriores, nota-se, na Tabela 2, que a contribuição dos preços livres para o total do IPCA, desde 2007, tem oscilado entre 2 p.p. e 4 p.p.; e a dos preços administrados, ao redor de 1 p.p. O choque de oferta foi importante determinante da inflação em todos os anos desde 2007, exceto em 2009.

Tabela 2 – Decomposição da inflação de 2005 a 2012

Componente	em ponto percentual							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
IPCA (variação %)	5,69	3,14	4,46	5,90	4,31	5,91	6,50	5,84
Inflação livres*	4,29	1,58	2,91	2,25	3,72	2,95	2,85	2,90
Inflação administrados**	3,31	1,60	0,96	1,05	1,18	1,10	1,64	0,79
Choque de oferta	-0,88	0,18	2,12	1,52	-0,25	1,97	0,94	0,73
Repasso cambial	-2,06	-0,55	-1,12	0,63	-0,24	-0,22	-0,22	0,60
Expectativa	0,27	-0,13	-0,43	0,22	-0,10	0,21	0,51	0,48
Inércia	0,77	0,47	0,01	0,23	0,00	-0,09	0,78	0,34

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

** Excluindo inércia.

Nota-se que a contribuição do repasse cambial foi negativa na maior parte do período analisado e a contribuição das expectativas foi positiva nos últimos três anos. O componente inercial, com contribuições próximas de zero no período 2007-2010, foi significativo em 2011, em função da forte aceleração de preços observada ao final de 2010, mas diminuiu em 2012.

Em suma, em 2012, a inflação recuou em comparação ao ano anterior, não obstante a ocorrência de choques desfavoráveis de oferta e da depreciação cambial.

Revisão dos Modelos de Vetores Autorregressivos Estatísticos – 2012

Os modelos de vetores autorregressivos (VAR) utilizados pelo Banco Central estão divididos em dois grupos: modelos VAR com fundamentação econômica, revisados recentemente, e modelos VAR estatísticos¹. O objetivo deste boxe é apresentar a revisão dos modelos VAR estatísticos, parte do contínuo esforço de aprimoramento das ferramentas utilizadas pelo Banco Central.

Ao longo das últimas décadas houve considerável avanço no desenvolvimento de técnicas de previsão de séries temporais que exploram o uso de grandes bases de dados, em comparação com métodos tradicionais baseados em reduzido número de séries (*e.g.*, equações multivariadas estimadas com mínimos quadrados ordinários, ou modelos VAR tradicionais). De fato, atualmente, encontra-se disponível um grande conjunto de séries temporais (literalmente, milhares de séries econômicas e financeiras) frequentemente utilizadas por agentes de mercado para projetar agregados macroeconômicos².

Não obstante, o uso de amplo conjunto de variáveis traz desafios de ordem prática, sendo o mais conhecido o elevado número de parâmetros estimados. Nesse caso, um aspecto chave é a imposição de alguma restrição na modelagem tal que o erro de estimação permaneça sob controle (e seja assintoticamente desprezível)³. Dentre as técnicas disponíveis na literatura para lidar com essa questão, destacam-se a análise de fatores

1/ A revisão dos modelos VAR econômicos está descrita no boxe “Revisão dos Modelos de Vetores Autorregressivos com Fundamentação Econômica – 2012” (Relatório de Inflação de setembro de 2012). Os modelos VAR econômicos e estatísticos anteriores estão descritos no boxe “Modelos de Vetores Autorregressivos” (Relatório de Inflação de junho de 2010).

2/ Segundo Stock e Watson (2006, p. 517): “*Academic work on macroeconomic modeling and economic forecasting historically has focused on models with only a handful of variables. In contrast, economists in business and government, whose job is to track the swings of the economy and to make forecasts that inform decision-makers in real time, have long examined a large number of variables.*”

3/ Segundo Stock e Watson (2006, p. 517): “*...the challenge of many-predictor forecasting is to turn dimensionality from a curse into a blessing.*”

(FA – *Factor Analysis*) e a análise de componentes principais (PCA – *Principal Components Analysis*)⁴.

Em relação aos modelos de fatores, Stock e Watson (2006, p. 524) argumentam que sua aplicação a variáveis macroeconômicas (e.g., Stock e Watson, 2002) sugere que um pequeno número de fatores seria capaz de explicar boa parte da variância dessas variáveis. De fato, em sendo possível obter estimações robustas de tais fatores, a previsão utilizando um grande número de variáveis é simplificada pela utilização de alguns poucos fatores.

Por sua vez, na PCA – técnica utilizada nos modelos VAR estatísticos – as componentes principais se caracterizam como “resumos” das principais fontes de variação temporal (e covariância) de dado grupo de variáveis. Nesse sentido, os modelos VAR estatísticos combinam o uso de componentes principais com a tradicional modelagem VAR. Especificamente, utiliza-se ampla base de séries temporais (Tabela 1), caracterizando diversos setores da economia, que em uma primeira etapa são “resumidas” em algumas (poucas) componentes principais. Numa segunda etapa, tais componentes principais são utilizadas em modelos VAR sem restrição estrutural com o intuito de prever a inflação de preços livres do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)⁵.

As variáveis utilizadas nos modelos VAR estatísticos são provenientes de seis grupos de indicadores, sendo que os modelos estão divididos em duas classes e são estimados com dados mensais, iniciando-se em janeiro de 2000. Conforme mencionado no boxe “Modelos de Vetores Autorregressivos” (vide Nota 1), na primeira classe (“Classe 1”) são extraídas componentes principais

4/ PCA e FA são abordagens conceitualmente distintas. PCA consiste em transformar matematicamente um conjunto original de variáveis em outro conjunto (de mesma dimensão) de variáveis denominadas “componentes principais”, independentes entre si e estimadas com o objetivo de reter, em ordem de estimação, o máximo de informação em termos da variação total contida nos dados. Cada componente principal é uma combinação linear das variáveis originais, e a primeira componente principal apresenta a maior variação comum dos dados. FA é um nome genérico dado a uma classe de métodos estatísticos multivariados utilizados para descrever a variabilidade entre variáveis observadas correlacionadas, em termos de um número potencialmente menor de variáveis não observadas denominadas “fatores”. As variáveis observadas são modeladas na FA como combinações lineares dos fatores, adicionadas de termos de erro. Vide Johnson e Wichern (1992) para maiores detalhes.

5/ Cabe registrar que a construção dos modelos VAR estatísticos teve como objetivo inicial ser um passo intermediário na construção de modelos do tipo FAVAR (*Factor-Augmented VAR*), originalmente proposto por Bernanke *et al.* (2005). Nestes, os autores modelam conjuntamente, em um VAR estrutural, os fatores e as variáveis macroeconômicas de interesse. Em particular, os autores propõem uma metodologia que combina a análise estrutural dos modelos VAR com técnicas de *Factor Analysis* aplicadas a grandes bases de dados, e que se mostra de grande utilidade na identificação dos mecanismos de transmissão de política monetária.

de variáveis de todos os diferentes grupos de indicadores, totalizando (originalmente) 1536 diferentes modelos. Por exemplo, no grupo de atividade econômica, obtêm-se duas componentes principais de energia (primeira e segunda componentes), extraídas dos três índices de uso de energia elétrica, e duas componentes principais de produção, extraídas da utilização da capacidade instalada, do PIB real e da produção industrial. Na segunda classe (“Classe 2”), os modelos são formados por variáveis selecionadas a partir dos grupos mencionados na Tabela 1 e combinações convexas entre as duas primeiras componentes principais de cada grupo de indicadores utilizado. Nessa classe, são utilizados apenas três grupos de indicadores de cada vez, totalizando (originalmente) 1440 modelos.

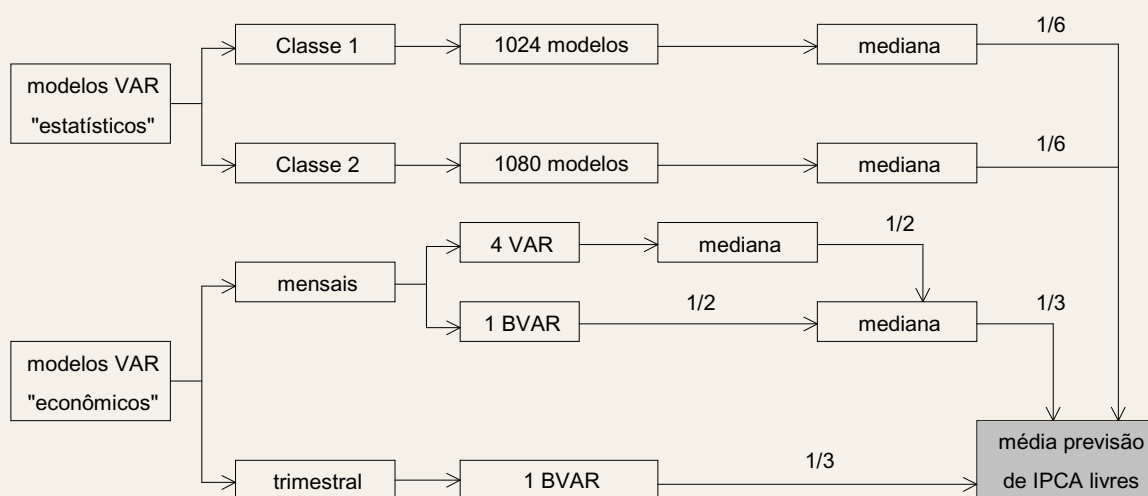
Tabela 1 – Séries temporais utilizadas nos modelos VAR estatísticos

Grupo de indicadores	Variáveis selecionadas
Atividade econômica	comércio varejista, três indicadores de energia elétrica, produção industrial mensal, PIB real, utilização da capacidade instalada, desemprego.
Externo	VIX, Embi, câmbio, PPI norte-americano (<i>all commodities</i>), índice de preços de exportação, índice de preços de importação, índice de <i>quantum</i> de exportação, índice de <i>quantum</i> de importação.
Financeiro	Selic, Selic real calculada de quatro formas (deflacionada pelo IGP e pelo IPCA, com expectativas de 3 e 12 meses), spreads sobre a Selic, calculados para pessoa física, jurídica, total e para créditos com taxa do BNDES.
Preços	Preços administrados, IGP-DI, IPC-BR, IPC-FIPE, preços livres.
Monetário	M1, M2, M3, M4, papel moeda em poder do público, base monetária e depósitos à vista.
Choques	Índice de <i>commodities</i> CRB, energia elétrica, gasolina, IPA-IPC, óleo lubrificante e petróleo.

A previsão da inflação de preços livres para cada classe é dada pela mediana das previsões da própria classe. Posteriormente, as medianas das duas classes são combinadas com as previsões dos modelos VAR com fundamentação econômica para formar uma previsão agregada da inflação de preços livres do IPCA. A Figura 1 ilustra o processo de agregação geral com os respectivos pesos. Por fim, a previsão agregada da inflação de preços livres, combinada com as previsões da inflação de preços administrados, construídas de forma independente, constituem a trajetória projetada da inflação plena⁶.

6/ Os detalhes sobre a projeção dos preços administrados estão descritos no boxe “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” (Relatório de Inflação de junho de 2012).

Figura 1 – Modelos de vetores autorregressivos



Importante destacar que a revisão dos modelos VAR estatísticos envolveu três aspectos: i) alteração das especificações com baixa capacidade preditiva, visando maior acuidade; ii) tratamento mais adequado de observações extremas (*outliers*) da inflação de preços livres do IPCA, visando garantir previsões de longo prazo dos modelos convergindo para a média histórica (média incondicional); e iii) eliminação de modelos com defasagens excessivas, visando obter modelos mais parcimoniosos e, assim, reduzir o número de parâmetros identificados na estimação.

Com relação ao primeiro aspecto, o grau de acuidade das previsões foi aferido de acordo com o desempenho fora da amostra – pelo cálculo dos erros quadráticos médios (EQMs) e dos erros médios, com horizontes de previsão variando entre um e trinta e seis meses. Nesse sentido, para cada um dos 2976 modelos originais foi construído um exercício pseudo *out-of-sample*, em que a amostra de estimação inicia-se em janeiro de 2000 e termina entre dezembro de 2006 e setembro de 2012. A revisão dos modelos resultou em diminuição do erro médio de previsão e do EQM, em grande parte dos horizontes considerados. O ganho de acuidade das previsões mostrou-se estatisticamente significativo, de acordo com os resultados do teste Diebold-Mariano-West (DMW) (vide Diebold e Mariano (1995) e West (1996)). Para verificar a robustez dos resultados, foram conduzidos testes utilizando a estatística modificada por Harvey *et al.* (1997), os quais apresentaram resultados

compatíveis. Por fim, a revisão também implicou redução do número total de modelos de 2976 para 2104, sendo 1024 na Classe 1 e 1080 na Classe 2, conforme mostra a Figura 1.

O segundo aspecto considerado no processo de revisão foi a previsão de longo prazo dos modelos. Nos modelos VAR, a previsão de uma variável estacionária tende, no longo prazo, para a sua média incondicional (Hamilton, 1994). Dois fatores relevantes contribuíram para aproximar a previsão de longo prazo dos modelos da média histórica: i) exclusão das observações extremas do IPCA de preços livres no período out/2002 a fev/2003; e ii) consideração de dados de inflação que refletem a nova estrutura de padrão de consumo medida pela Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2008-2009 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)⁷. A exclusão das observações extremas e a consideração da nova POF contribuem para que a média de longo prazo dos modelos selecionados fique próxima da média histórica da inflação a partir de 2004, período a partir do qual se observa uma maior estabilidade do IPCA⁸.

Por fim, considerou-se também o critério da parcimônia no processo de seleção dos modelos. Em particular, identificou-se que as especificações com defasagens mais longas (até 6 na Classe 1 e até 12 na Classe 2) estavam entre as que apresentavam desempenho inferior. Possivelmente, o excesso de parâmetros estimados (*overfitting*) estava contribuindo para reduzir a acuidade das previsões. A eliminação de modelos com defasagens muito longas não apenas reduziu o número de parâmetros estimados, mas também contribuiu para aumentar a acuidade da previsão agregada dos modelos.

Em suma, este boxe apresenta a revisão dos modelos VAR estatísticos. Essa iniciativa faz parte do contínuo esforço de aprimoramento das ferramentas utilizadas pelo Banco Central, bem como de dar transparência a suas ações. Cabe notar que o novo conjunto de modelos é composto por um menor número de especificações econométricas, mas que apresentam parâmetros estimados com maior precisão, melhor capacidade preditiva e propriedades

7/ Na estimação, a trajetória do IPCA a partir de 2008 reflete as mudanças introduzidas pela nova POF.

8/ A média incondicional dos modelos é a previsão média (entre a mediana da Classe 1 e a mediana da Classe 2) para a taxa de inflação de preços livres do IPCA (anualizada) para dezembro de 2016, ano que é considerado, para fins práticos, como sendo o “longo prazo”.

de longo prazo mais consistentes com o comportamento histórico do IPCA a partir de 2004.

Referências

BERNANKE, B., BOIVIN, J., ELIASZ, P.S. (2005). “Measuring the effects of monetary policy: a factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach”, *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 387-422.

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

HAMILTON, J.D. (1994). “*Times Series Analysis*”, Princeton University Press, New Jersey, USA.

HARVEY, D., LEYBOURNE, S., NEWBOLD, P. (1997). “Testing the equality of prediction mean squared errors”, *International Journal of Forecasting*, 13(2), 281–291.

JOHNSON, R., WICHERN, D. (1992). “*Applied Multivariate Statistical Analysis*”, Prentice-Hall, New Jersey, USA.

STOCK, J.H., WATSON, M.W. (2002). “Forecasting using principal components from a large number of predictors”, *Journal of the American Statistical Association*, 97 (460), 1167-1179.

_____. (2006). “Forecasting with Many Predictors”, In: Elliott, G., Granger, C., Timmermann, A. (Eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Volume 1, 515–54. Elsevier, Amsterdam, North-Holland.

WEST, K.D. (1996). “Asymptotic Inference About Predictive Ability”, *Econometrica*, 64, 1067-1084.

Algumas evidências sobre a relação entre salário e inflação no Brasil

Um dos preços mais relevantes na economia é o salário, pois afeta tanto decisões de produção (lado da oferta) como de consumo (lado da demanda). Pela ótica da oferta, os salários e benefícios pagos aos trabalhadores integram o custo do fator trabalho, que, por sua vez, representa parcela significativa do custo total (e marginal) das empresas. Pelo lado da demanda, a renda do trabalho é um dos principais determinantes do consumo, especialmente naqueles segmentos da população cuja propensão marginal a consumir é relativamente alta.

Dada a importância dos salários para o sistema de preços e para o processo decisório de política monetária, este boxe explora os possíveis efeitos dos aumentos salariais na dinâmica da inflação no Brasil durante a última década.

Salário e inflação: conceitos e evolução recente

Em princípio, aumentos de salários podem pressionar preços tanto pelo lado da oferta quanto pelo da demanda. Na ótica da oferta, aumentos de salários podem levar as empresas a repassarem pressões de custos para os preços de seus produtos. Pelo lado da demanda, e tomando o nível de emprego e os outros preços da economia como dados, aumentos de salários elevam a massa salarial e contribuem para estimular o consumo, abrindo espaço para eventuais reajustes de preços de bens e serviços por parte das empresas em um segundo momento.

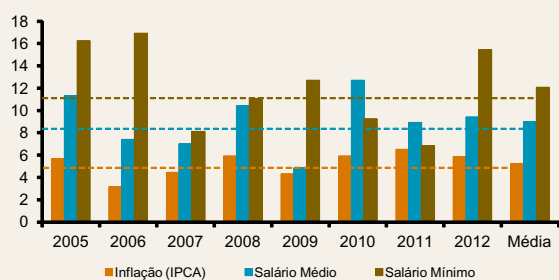
Por outro lado, cabe destacar que nem todo aumento de salário implica pressões inflacionárias, conforme ilustram as situações a seguir. Em primeiro lugar, aumentos salariais baseados em ganhos de produtividade não representam pressão de custos ou redução da margem de lucro das empresas, logo tendem a não gerar pressões inflacionárias. Segundo, mesmo que os salários cresçam mais rápido do que a produtividade do trabalho, a inflação não necessariamente é pressionada no curto prazo se as empresas optam por sacrificar

margens de lucro (e.g., frente à competição de produtos importados) para acomodar a elevação de custos. Mas, no longo prazo, margens comprimidas levam a menores investimentos, sacrificando o crescimento da oferta. Terceiro, a causalidade pode ocorrer na direção oposta, ou seja, da inflação para salário. Por exemplo, um aumento da demanda agregada provocado por fatores não relacionados ao mercado de trabalho abre espaço para as empresas cobrarem preços maiores pelos seus produtos. O conseqüente aumento dos lucros facilita a barganha por maiores salários no futuro.

Embora a teoria indique que deva haver forte correlação entre inflação de salários e inflação de preços, do ponto de vista empírico é difícil estimar uma relação robusta entre essas duas variáveis¹. No caso do Brasil, alguns aspectos dificultam a elaboração de estudos sobre o mercado de trabalho na dimensão temporal, entre eles: ausência de informações agregadas de alta frequência sobre horas trabalhadas, alterações metodológicas, descontinuidade de séries históricas e a conseqüente inexistência de amostras longas. Não obstante, trabalhos baseados em dados da última década fornecem evidências tanto de que aumentos do custo unitário do trabalho no setor industrial tendem a preceder temporalmente aumentos da inflação, quanto da existência de pressão dos salários sobre a inflação de serviços e de bens não duráveis².

O Gráfico 1 fornece uma visão geral da dinâmica dos salários e da inflação no Brasil em anos recentes, ao comparar a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) entre 2005 e 2012 e a variação nominal anual de duas medidas de salário: o rendimento nominal habitual do trabalho principal das pessoas ocupadas (“salário médio”), medido pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e o salário mínimo nominal. Note-se que a variação nominal das duas medidas de salário foi superior à inflação em todos os anos da amostra considerada no gráfico. Além disso, a média dos aumentos salariais – tanto do salário médio quanto do salário mínimo – se posicionou em torno do dobro da média da inflação anual no período considerado (vide linhas pontilhadas no gráfico).

Gráfico 1 – Inflação e salário no Brasil
Variação % em 12 meses



Fontes originais: IBGE e Ministério do Trabalho.

1/ Por exemplo, Hess e Schweitzer (2000) analisam o caso dos Estados Unidos até o final dos anos 1990 e encontram evidências de que a inflação tende a preceder temporalmente o crescimento dos salários, e não o contrário.

2/ Ver o boxe “A Evolução Recente do Custo Unitário do Trabalho no Brasil” (Relatório de Inflação de dezembro de 2012) e Braga (2011), respectivamente.

A diferença entre os aumentos nominais dos salários e a inflação em anos recentes foi superior ao crescimento de medidas convencionais da produtividade do trabalho. De fato, o crescimento médio da produtividade do trabalho entre 2005 e 2012 foi pouco superior a 1% ao ano³. A evidência disponível também sugere que o crescimento dos salários em termos reais (dado pela diferença entre a variação nominal dos salários e a inflação no Gráfico 1), acima dos ganhos de produtividade, não é um fenômeno observado em alguns segmentos apenas, mas disseminado nos principais setores da economia⁴. A seguir o boxe apresenta evidências sobre a correlação entre salário e inflação no Brasil, a partir de diferentes abordagens. Deve-se ressaltar que, diante da incerteza envolvida na estimação – em parte reflexo das restrições impostas pelos dados, conforme mencionado acima –, os resultados são apresentados com intervalos de confiança que apresentam os valores mais prováveis para a correlação entre salário e inflação.

Análise baseada em um modelo VAR

Inicialmente, estimou-se um modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) bivariado, tendo como variáveis endógenas o componente cíclico do salário médio real e a inflação plena dada pela variação do IPCA, como segue:

$$(1) \quad X_t = A_0 + \sum_{i=1}^I A_i X_{t-i} + \sum_{j=0}^J B_j Z_{t-j} + E_t,$$

em que $X_t = [\text{salário}, \text{inflação}]'$ é um vetor 2 x 1 das variáveis endógenas; Z_t é um vetor de variáveis de controle; E_t é um vetor 2 x 1 dos termos de erro; e A_p e B_q são matrizes de coeficientes⁵. A escolha das defasagens I e J foi baseada nos critérios de informação usuais e contribuiu, com as variáveis de controle, para a obtenção de resíduos sem autocorrelação serial.

3/ Utilizou-se como *proxy* para a produtividade do trabalho a razão entre o Produto Interno Bruto (PIB) em termos reais e a população ocupada medida pela PME. Esta *proxy* foi suavizada pela tendência do filtro de Hodrick-Prescott (HP). O crescimento da produtividade encontrado neste boxe está em linha com o crescimento da produtividade do trabalho bem como da produtividade total dos fatores estimado em outros trabalhos para os anos 2000. Vide, por exemplo, Barbosa Filho et al (2010), Ellery Jr (2011) e IPEA (2012).

4/ Ver boxe “Salário Real e Produtividade: Alterações Recentes” (Boletim Regional do Banco Central do Brasil, abril de 2011).

5/ O salário real médio foi obtido através do rendimento nominal habitual deflacionado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), conforme a PME, e em seguida ajustado pela tendência da produtividade do trabalho, cuja mensuração é explicada na Nota 3. Além disso, considerou-se o componente cíclico estimado pelo filtro HP (ao invés da variação) do salário real ajustado pela produtividade, que supostamente descreve melhor a dinâmica dos salários ao longo dos ciclos econômicos. A mudança da ordem das variáveis endógenas do VAR não altera os resultados qualitativos apresentados.

As variáveis de controle escolhidas foram:

- i) *Proxies* de choques de oferta: descasamento entre os preços no atacado e os preços no varejo, medido pela diferença entre o Índice de Preços no Atacado (IPA) e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br); e inovação nos preços (em reais) das *commodities*, a partir do componente cíclico extraído pelo filtro HP do índice *Commodity Research Bureau* (CRB);
- ii) *Proxy* da inflação externa: inflação de preço de *commodities*, dada pela variação em reais do índice CRB;
- iii) Taxa de desemprego, dada pela diferença entre a taxa efetiva medida pela PME e sua tendência extraída pelo filtro HP, a qual é interpretada como sendo a taxa natural de desemprego. Além de conter informação sobre o mercado de trabalho, a taxa de desemprego também controla por fatores de demanda;
- iv) Componente cíclico da taxa real de juros *ex-post*, dado pela diferença entre a taxa real efetiva (Selic nominal deflacionada pela inflação acumulada em 12 meses) e sua tendência extraída pelo filtro HP (*proxy* da taxa natural de juros). Esse componente contém informação sobre a postura da política monetária e também controla por fatores de demanda; e
- v) Componente cíclico do salário mínimo em termos reais, ajustado pela produtividade. O salário mínimo – incluído como variável exógena, por depender da decisão dos formuladores de política – é utilizado como base para o reajuste de diversas categorias (*e.g.*, Braga (2011)), particularmente no setor de serviços, potencialmente impactando o salário médio.

Os dados originais foram dessazonalizados e transformados em logaritmo. A amostra utilizada na estimação do VAR abrange o período de 2002T1 a 2012T4⁶. A Tabela 1 mostra os resultados da especificação selecionada. Note-se que todos os coeficientes estatisticamente significativos apresentam o sinal esperado. Além disso, testes de diagnóstico

6/ O início da amostra é condicionado pela disponibilidade dos dados da PME. Entretanto, para evitar perda excessiva de informação, as séries de desemprego e salário médio foram extrapoladas para trás com base nas informações da PME antiga e das respectivas séries do Dieese.

sugerem que os resíduos não apresentam autocorrelação serial ou heterocedasticidade. Ressalte-se ainda que as estimativas apontam a dinâmica do desemprego afetando salário mais rapidamente do que inflação, e que o salário mínimo parece funcionar como sinalizador para o salário médio da economia.

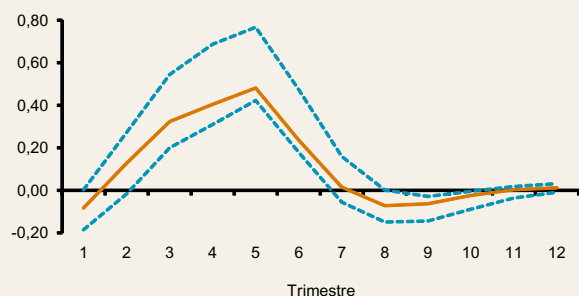
Tabela 1 – VAR: resultados da estimação

Variável	Defasagem	Equação do salário		Equação da inflação	
		Coefficiente	Desvio padrão	Coefficiente	Desvio padrão
Salário	1	0,51	0,15	0,23	0,05
Inflação	1	-0,92	0,27	0,28	0,09
Constante	--	-0,77	-1,39	-1,19	0,45
Choque de oferta (IPA-IPC)	0	0,17	0,30	0,26	0,10
Choque de oferta (CRB) ^{1/}	1 a 6	0,08	0,07	0,05	0,02
Inflação externa	1	-0,03	0,04	0,03	0,01
Taxa de desemprego ^{1/}	1 a 2	-1,52	0,64	0,20	0,21
Taxa de desemprego	11	0,82	0,47	-0,30	0,15
Selic real ^{1/}	5 a 10	-0,57	0,18	-0,13	0,06
Salário Mínimo ^{1/}	1 a 3	0,52	0,22	0,01	0,07
R ² ajustado	--	0,72		0,84	
Observações	--	44			
Teste de White (p-valor)	--	0,12			
Teste Jarque-Bera (p-valor)	--	0,59			
Teste LM (p-valor)	1	0,35			
Teste LM (p-valor)	2	0,38			
Teste LM (p-valor)	3	0,41			
Teste LM (p-valor)	4	0,54			

Os valores em negrito são estatisticamente significantes a 5%.

1/ Estas variáveis entram no VAR como médias móveis nas respectivas defasagens.

Gráfico 2 – Resposta da inflação a um aumento de 1% no salário médio^{1/}
Modelo VAR



1/ IPCA acumulado em 4 trimestres (em p.p.).
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

O Gráfico 2 apresenta a resposta da inflação a um aumento temporário de 1% no salário médio real, utilizando a decomposição de Cholesky^{7/}. O efeito máximo na inflação acumulada em quatro trimestres ocorre um ano após o choque e situa-se entre 0,4 ponto percentual (p.p.) e 0,8 p.p. Tendo em vista que o aumento é temporário, a pressão inflacionária decai gradualmente até desaparecer ao final do segundo ano.

Embora ilustrativa, a evidência preliminar fornecida pelo exercício baseado no modelo VAR não considera dois aspectos importantes: i) os demais efeitos indiretos que seriam observados em equilíbrio geral (por exemplo,

7/ O intervalo de confiança mostrado no gráfico foi baseado em *bootstrapping* e não é necessariamente simétrico.

via canal do consumo); e ii) as mudanças na postura da política monetária. Esses dois fatores são considerados explicitamente a seguir, na análise pelo modelo de equilíbrio geral Samba (Castro *et al* (2011)).

Análise baseada no modelo Samba

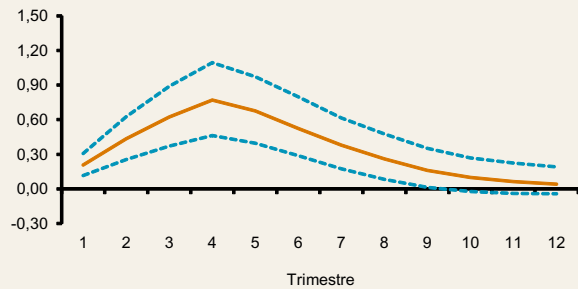
O Gráfico 3.1 mostra a resposta da inflação a um aumento temporário de 1% no componente cíclico do salário médio real no modelo Samba.

Na primeira simulação (Gráfico 3.1), a política monetária reage aos choques segundo uma regra de Taylor. Um choque positivo de salário, no Samba, determina aumento imediato da renda do trabalho, bem como do custo marginal de produção dos bens de consumo. Logo, a pressão sobre os preços se materializa mais rapidamente do que no modelo VAR discutido acima. O efeito máximo na inflação (entre 0,5 p.p. e 1,1 p.p) ocorre no quarto trimestre e supera o medido pelo VAR, provavelmente, reflexo de outros canais de transmissão ausentes no VAR. Ao longo do segundo ano a inflação desacelera gradualmente e, como no modelo VAR, os efeitos do choque praticamente desaparecem a partir do final do segundo ano, dado o caráter temporário do choque e a reação da autoridade monetária considerada no modelo.

A segunda simulação considera choque idêntico ao do primeiro exercício, porém, admite-se que a política monetária não reage ao choque, mantendo a taxa de juros constante em todo o horizonte considerado (Gráfico 3.2). Como esperado, o efeito na inflação é maior e mais persistente do que no exercício anterior. Em particular, o efeito máximo na inflação situa-se entre 0,6 p.p. e 1,5 p.p. (também no quarto trimestre) e desacelera a partir de então, em ritmo mais lento do que no primeiro exercício. Note que, três anos após o choque, a inflação ainda não convergiu totalmente, em parte, reflexo da postura acomodatória da política monetária.

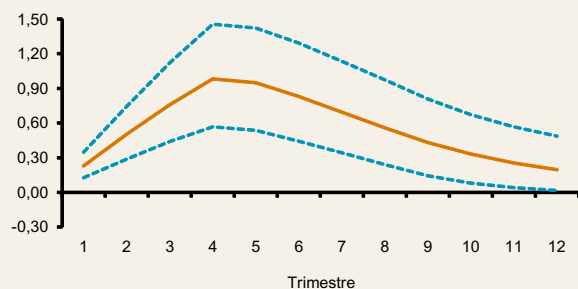
Vale destacar ainda que a magnitude da resposta da inflação no modelo VAR é inferior à sugerida pelo modelo Samba, mesmo no exercício considerando taxa Selic endógena (Gráfico 3.1). Em parte, a diferença reflete distintas elasticidades estimadas em cada modelo; diferentes mecanismos de transmissão (*e.g.*, efeitos de equilíbrio geral presentes no Samba, mas ausentes no

Gráfico 3.1 – Resposta da inflação a um aumento de 1% no salário médio^{1/}
Modelo Samba com Selic endógena



^{1/} IPCA acumulado em 4 trimestres (em p.p.).
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 3.2 – Resposta da inflação a um aumento de 1% no salário médio^{1/}
Modelo Samba com Selic constante



^{1/} IPCA acumulado em 4 trimestres (em p.p.).
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

VAR); e persistência do choque do salário, maior no Samba. A despeito dessas diferenças, há intersecção dos respectivos intervalos de confiança para a trajetória da inflação ao final do primeiro ano (quando ocorre o efeito máximo).

Análise baseada no modelo desagregado

Um terceiro exercício baseia-se no modelo desagregado de pequeno porte e concentra-se nos efeitos diretos do salário mínimo sobre a inflação de serviços⁸. Por hipótese, a política monetária, as expectativas de inflação e os efeitos indiretos via canal da demanda e via lado fiscal (*e.g.*, benefícios previdenciários) são mantidos constantes, de modo que, possivelmente o exercício subestima o impacto do salário mínimo sobre a inflação.

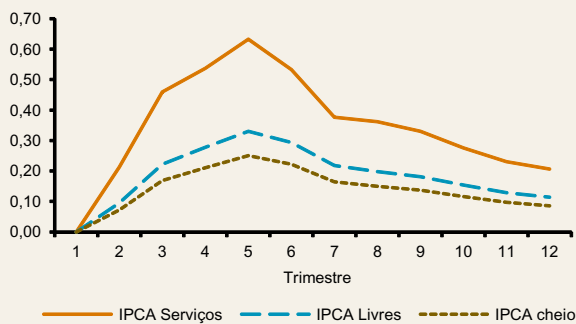
O Gráfico 4 mostra os efeitos estimados de um aumento de 10% no salário mínimo nominal⁹. No modelo, o choque é equivalente a uma pressão de custo, que é inicialmente repassada para os preços dos serviços. A dinâmica dos preços dos serviços é capturada por uma curva de Phillips para a inflação de serviços no modelo desagregado.

O efeito máximo na inflação de serviços (cerca de 0,6 p.p.) ocorre um ano após o choque. Por sua vez, o efeito máximo na inflação de preços livres e na inflação plena é cerca da metade do estimado para a inflação de serviços, em parte, reflexo do peso desse segmento na cesta do IPCA. Note-se ainda que, devido à inércia relativamente elevada da inflação de serviços, o aumento do salário mínimo tende a impactar de forma persistente o sistema de preços da economia.

Considerações finais

Este box apresenta evidências sobre a relação entre salário e inflação no Brasil. Tendo em vista restrições impostas pelos dados, bem como a dificuldade de se identificar de maneira precisa os efeitos de aumentos salariais sobre a inflação, o box utilizou

Gráfico 4 – Resposta da inflação a um aumento de 10% no salário mínimo^{1/}
Modelo desagregado de pequeno porte



1/ Inflação acumulada em 4 trimestres (em p.p.).

8/ Este modelo é descrito no box “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012).

9/ Este exercício apresenta duas diferenças em relação aos anteriores: o salário mínimo é medido pela variação nominal, em vez do componente cíclico real, e a magnitude do choque é 10%, em vez de 1% considerado anteriormente.

diversas metodologias e apresentou estimativas, com os respectivos intervalos de confiança, enfocando o grau de incerteza envolvido. Em suma, a análise sugere que reajustes salariais acima dos ganhos de produtividade tendem a gerar pressões inflacionárias. Ao mesmo tempo, não se pode descartar que a inflação potencialmente retroalimenta a dinâmica dos salários por meio de mecanismos formais e informais de indexação. Os exercícios indicam ainda que aumentos salariais incompatíveis com a reposição da inflação e com o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) per capita têm impacto significativo e persistente nas medidas de inflação, particularmente no setor de serviços. Por fim, os exercícios indicam que a propagação das pressões inflacionárias oriundas do mercado de trabalho depende da postura da política monetária. Em perspectiva, a recente moderação dos aumentos salariais e os menores reajustes do salário mínimo (tanto o ocorrido em 2013 como o esperado para 2014) tendem a implicar pressões inflacionárias menores do que as identificadas no passado recente.

Referências

BARBOSA FILHO, F.H., PESSOA, S.A. e VELOSO, F.A. (2010). “Evolução da Produtividade Total dos Fatores na Economia Brasileira com Ênfase no Capital Humano – 1992-2007”. Revista Brasileira de Economia, Vol. 64, No. 2, p. 91-113, Abril-Junho 2010.

BRAGA, J. M. (2011). “A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle”. Texto para discussão 1672, IPEA, Outubro 2011.

CASTRO, M.R., GOUVEA, S.N., MINELLA, A., SANTOS, R.C. e SOUZA-SOBRINHO, N.F. (2011). “Samba: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach”. Working Paper Series No. 239, Banco Central do Brasil, April 2011.

ELLERY JR, R. (2011). “Produtividade Total dos Fatores e Acumulação de Capital no Brasil”. Texto para Discussão 08/2011, Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná.

HESS, G.D. e SCHWEITZER, M.E. (2000). “Does Wage Inflation Cause Price Inflation?” Policy Discussion Paper No. 10, Federal Reserve Bank of Cleveland, April 2000.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2012). “Produtividade no Brasil nos Anos 2000-2009: Análise das Contas Nacionais”. Comunicados do IPEA No. 133.

Anexo

Notas da 172ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 15 e 16/1/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (15/1) e do 20º andar (16/1) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h25 (15/1) e 17h17 (16/1)

Horário de término: 20h10 (15/1) e 20h15 (16/1)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 15/1)

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 16/1)

Flávio Túlio Vilela – 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 em 15/1)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,79% em dezembro, 0,19 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em novembro. Dessa forma, a inflação em 2012 foi de 5,84% (6,50% em 2011) e, pelo nono ano consecutivo, situou-se dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Os preços livres variaram 6,56% no ano (6,63% em 2011) e os preços administrados, 3,65% (6,20% em 2011). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 4,47% (4,41% em 2011), e os dos bens não comercializáveis, 8,46% (8,59% em 2011). O grupo de alimentos e bebidas, ainda sensibilizado por fatores climáticos, externos e domésticos, registrou alta de 1,03% nos preços em dezembro e atingiu variação de 9,86% em doze meses (7,19% em 2011). Os preços dos serviços aumentaram 0,98% em dezembro e atingiram variação de 8,75% em doze meses (9,01% em 2011). Em síntese, a inflação de serviços segue em níveis elevados, e há pressões no segmento de alimentos e bebidas.
2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central passou de 0,60% em novembro para 0,70% em dezembro. Por sua vez, no acumulado em doze meses, a variação média das cinco medidas de núcleo deslocou-se de 5,37% em novembro para 5,60% em dezembro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,49% em novembro para 0,56% em dezembro, e o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,61% para 0,64%. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação avançou de 0,62% em novembro para 0,67% em dezembro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, avançou de 0,63% em novembro para 0,76% em dezembro, e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,64% em novembro para 0,88% em dezembro.
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,66% em dezembro, com variação acumulada de 8,10% em 2012 (5,00% em 2011). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 9,13% em 2012, influenciado por forte alta no segmento agropecuário (19,20%), por sua vez, impactado por choques de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 12,39% nos preços de matérias-primas brutas, 10,08% nos de bens intermediários e 5,21% nos de bens finais. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 5,74% em 2012 (6,36% em 2011). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,12% no ano, 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 0,25% em novembro e 6,64% 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 outubro e em novembro. Dessa forma, o indicador aumentou 0,5% entre setembro e novembro em relação ao trimestre imediatamente anterior, e 2,7% em relação ao mesmo trimestre de 2011, com variação acumulada de 1,7% no acumulado em doze meses até novembro. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou pelo terceiro mês consecutivo em dezembro, considerando dados dessazonalizados, embora continue registrando valores superiores à média histórica. Por sua vez, após três altas consecutivas, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) diminuiu em dezembro, na comparação mês a mês. Ao mesmo tempo, a confiança do empresário industrial continua em trajetória de recuperação gradual. De acordo com a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) avançou em dezembro

na série dessazonalizada, impulsionado por melhora expressiva nas expectativas em relação ao futuro. Na agricultura, prognósticos feitos pelo IBGE indicam crescimento de 9,9% da produção de grãos em 2013.

5. 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. 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 Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) contraiu 5,6% em relação ao terceiro trimestre de 2011 (-2,0% na margem). A lenta recuperação da confiança explica, em parte, 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 e recuo de 6,5% nas importações, ambos na margem. Em particular, as vendas externas para Argentina, União Europeia e Japão foram impactadas negativamente pela fragilidade da atividade econômica nessas regiões.
6. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada junto a instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito, evidenciam, para o primeiro trimestre de 2013, em comparação ao último de 2012, moderação no ritmo de aprovação de concessões para pessoas jurídicas, o que, em parte, explica-se por fatores sazonais. Em relação ao crédito às pessoas físicas, a análise sugere cenário de crescimento tanto no segmento voltado ao consumo como no habitacional, impulsionado pela demanda.
7. A atividade fabril recuou 0,6% em novembro, após expansão de 0,1% em outubro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Houve queda da produção em 15 dos 27 ramos de atividade. Assim, a média do trimestre encerrado em novembro foi 0,3% maior que a do trimestre anterior. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial recuou 1,0% em novembro e 2,5% no acumulado em doze meses. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento da indústria de transformação cresceu 6,2% em outubro em termos reais, em relação ao mesmo mês do ano anterior e o número de horas trabalhadas avançou 1,9%. Adicionalmente, o faturamento real cresceu 3,4% entre janeiro e outubro, em relação ao mesmo período do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 1,6%, na mesma base de comparação.
8. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE e considerando o crescimento em novembro relativo ao mês anterior, a produção de bens de consumo duráveis variou -1,0%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,1%; a de bens de capital, -1,1%; e a de bens intermediários, -1,0%. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção de bens de consumo duráveis variou 6,0%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 0,4%; a de bens de capital, -10,3%; e a de bens intermediários, -1,0%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até novembro, a produção de bens de consumo duráveis variou -3,5%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,3%; a de bens de capital, -10,7%; e a de bens intermediários, -1,5%.
9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi estimada em 4,9% em novembro (5,2% em novembro de 2011). De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação passou de 5,4% em outubro para 5,3% em novembro. A redução expressiva da taxa de crescimento da população em idade ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para o processo de redução nas taxas de desocupação. Já o nível de ocupação – que representa a proporção de pessoas ocupadas em relação às pessoas em idade ativa – atingiu novo

máximo da série em novembro (55,3%). Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 5,3% em novembro, comparado a igual mês do ano anterior. Por sua vez, a massa salarial real, considerando o rendimento médio da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 8,3% em relação a novembro de 2011. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, em novembro, houve criação de 46,1 mil postos de trabalho formais (42,7 mil em novembro de 2011). Os setores de comércio e de serviços registraram saldo positivo, ao passo que a variação foi negativa nos seis setores remanescentes. Em suma, os dados disponíveis indicam que o mercado de trabalho permaneceu aquecido, embora com alguns 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 varejista e o de vendas do comércio ampliado cresceram 8,4% e 7,2%, respectivamente, em novembro, relativo a novembro de 2011. A variação mensal em novembro, ajustada sazonalmente, foi de 0,3% nas vendas do comércio varejista restrito e de -1,2% nas vendas do comércio ampliado – em parte, reflexo da reversão de ganhos ocorridos em outubro, que decorreram de estímulos fiscais ao segmento de veículos. Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em doze meses do comércio ampliado até novembro ficou em 8,0%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (14,8%) e móveis e eletrodomésticos (13,0%). O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou em dezembro, após registrar altas por quatro meses consecutivos. Houve melhora na percepção da situação atual e recuo nas expectativas em relação ao futuro. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real 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, recuou para 84,8% em dezembro (84,1% em dezembro de 2011). Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,1% em dezembro (83,4% em dezembro de 2011). A utilização da capacidade se intensificou no setor de bens de consumo ao longo dos últimos meses e atingiu 87,0% em dezembro (83,7% em dezembro de 2011). No setor de bens de capital, de bens intermediários e de materiais de construção, os níveis ficaram em 82,0%, 84,9% e 88,4%, respectivamente.
12. A balança comercial fechou 2012 com superavit de US\$19,4 bilhões (US\$29,8 bilhões em 2011). Esse resultado adveio de exportações de US\$242,6 bilhões e de importações de US\$233,1 bilhões, com variações de -5,3% e -1,4%, respectivamente, em relação ao ano anterior. Por sua vez, o déficit em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$51,8 bilhões em novembro, equivalente a 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$66,5 bilhões até novembro de 2012, equivalentes a 2,9% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.
13. A economia global continua enfrentando período de incerteza, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado em economias importantes, 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 novembro, continuou sinalizando estabilização no crescimento dos Estados Unidos (EUA) e da China, bem como nível de atividade fraco na Zona do Euro e no Japão. Já os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI), referentes a dezembro, indicam alguma melhora na margem, em especial nos EUA e nas principais economias emergentes, ainda que a atividade no setor manufatureiro siga em ritmo moderado. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodatórias. A inflação continua em níveis moderados nos EUA e na Zona do Euro e em terreno negativo no Japão.

Ações não convencionais de política, anunciadas nas economias maduras, tendem a aumentar a liquidez nos respectivos mercados e contribuir para o recuo da probabilidade de ocorrência de eventos extremos. 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.

14. O preço do barril de petróleo do tipo Brent manteve-se acima de US\$110, desde a reunião anterior. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Conforme medidos pelo Commodity Research Bureau (CRB), desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das commodities metálicas registraram forte alta, de 5,7%, enquanto os das agrícolas recuaram 3,2%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou -0,7% no acumulado em 12 meses até dezembro de 2012.

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 de reajuste no preço da gasolina se situa em torno de 5%, para o acumulado de 2013;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 11% na tarifa residencial de eletricidade (essa estimativa leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais recentemente anunciadas, bem como de revisões tarifárias ordinárias programadas para este ano);
 - c) projeta-se estabilidade da tarifa de telefonia fixa e do preço do gás de bujão, para o acumulado de 2013;
 - d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2013 se deslocou para 3,0%, ante 2,4% considerado na reunião do Copom de novembro; e
 - e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de novembro. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).
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 41 pontos base (p.b.) e 21 p.b. para o quarto trimestre de 2013 e de 2014, respectivamente.
17. Em relação à política fiscal, considera-se como hipótese de trabalho a geração de superavit primário de R\$ 155,9 bilhões em 2013, conforme os parâmetros da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário em torno de 3,1% do PIB.
18. No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de redução da taxa de juros neutra identificada nos últimos anos.
19. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2013 elevou-se de 5,40% para 5,53%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação manteve-se estável em 5,50%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2013 deslocou-se de 5,34%, 5,46% e 5,39% para

5,52%, 5,54% e 5,56%, respectivamente. Para 2014, a mediana das projeções encontra-se em 5,50%, 5,50% e 5,30%, na mesma ordem.

20. 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 7,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2013 aumentou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de novembro 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 2013 também aumentou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2014, em ambos os cenários, a projeção de inflação está ligeiramente acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

21. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
22. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, e ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Dito de outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo 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.
23. O Copom entende que ocorreram mudanças estruturais significativas na economia brasileira, as quais determinaram recuo nas taxas de juros em geral e, em particular, na taxa neutra. Apoiava essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo nono 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.

24. 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.
25. 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 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, evidências de pressões de preços nos mercados de commodities metálicas, em certa medida, contrabalançadas por moderação nos segmentos de commodities agrícolas e energéticas.
26. O Copom pondera que o ritmo de recuperação da atividade econômica doméstica – menos intenso do que se antecipava – se deve essencialmente a limitações no campo da oferta. Dada sua natureza, portanto, esses impedimentos não podem ser endereçados por ações de política monetária, que são, por excelência, instrumento de controle da demanda. A propósito, não obstante a fragilidade do investimento, que reflete, em grande parte, o aumento de incertezas e a lenta recuperação da confiança, a demanda doméstica continuará a ser impulsionada pelos efeitos defasados de ações de política monetária implementadas recentemente, bem como pela expansão moderada da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas. 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 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.
28. 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.
29. O Copom avalia que a maior dispersão, recentemente observada, de aumentos de preços ao consumidor e a reversão de isenções tributárias, combinadas com pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, tendem a contribuir para que, no curto prazo, a inflação se mostre resistente.
30. O Copom ressalta que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste ano e riscos limitados, mas que recentemente se intensificaram, de descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. O Comitê destaca 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.

31. Em resumo, o Copom destaca que o balanço de riscos para a inflação apresentou piora no curto prazo e que a recuperação da atividade doméstica foi menos intensa do que o esperado, bem como que certa complexidade ainda envolve o ambiente internacional.
32. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés.
33. 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.
34. 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, os estoques em níveis ajustados e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam perspectivas de retomada dos investimentos. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o ainda 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.
35. Nesse contexto, o Copom 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.
36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 5 de março 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

37. O IPCA variou 0,79% em dezembro ante 0,60% em novembro, acumulando alta de 5,84% em 2012, ante 5,53% nos doze meses até novembro e 6,50% em 2011, de acordo com dados divulgados pelo IBGE. O resultado do mês refletiu aceleração dos preços livres e desaceleração dos preços monitorados. Em relação aos preços livres, com elevação de 0,94% em dezembro ante 0,62% em novembro, o movimento repercutiu comportamento dos preços de bens comercializáveis, que passaram de 0,67% para 0,86%, e de bens não comercializáveis, de 0,57% para 1,00%, com serviços registrando variação de 0,98%, ante 0,82% no mês anterior. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,33% em dezembro ante 0,54% em novembro.

A variação mensal do IPCA decorreu, principalmente, do aumento dos preços dos grupos relativos a alimentação e bebidas e a despesas pessoais, com contribuições respectivas de 0,25 p.p. e 0,16 p.p. O índice de difusão situou-se em 70,68% em dezembro ante 62,72% em novembro.

38. Considerado período de doze meses finalizado em dezembro, os preços livres apresentaram aceleração em relação a novembro, de 6,23% para 6,56%, assim como os preços monitorados, de 3,50% para 3,65%. A evolução dos preços livres refletiu o efeito da aceleração dos preços dos produtos comercializáveis, de 4,10% para 4,47%, e dos produtos não comercializáveis, de 8,17% para 8,46%, no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 8,75% no acumulado em doze meses até dezembro ante 8,24% e 7,99%, em períodos correspondentes até novembro e outubro, respectivamente.
39. O IGP-DI variou 0,66% em dezembro, após alta de 0,25% em novembro, de acordo com a FGV, repercutindo aceleração do IPA e do IPC e desaceleração do INCC. O indicador acumulou variação de 8,10% em 2012, contra 5,00% em 2011.
40. O IPA-DI variou 0,74% no mês ante 0,16% em novembro, acumulando alta de 9,13% em 2012, ante 4,12% em 2011. Os preços dos produtos agropecuários aceleraram de 0,48% em novembro para 1,27% em dezembro, totalizando aumento de 19,20% no ano, ante 3,15% em 2011. Os preços dos produtos industriais registraram igualmente aceleração no mês, passando de 0,04%, em novembro, para 0,53%, em dezembro, tendo acumulado alta de 5,54% em 2012, contra 4,46% no ano anterior. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários refletiu, principalmente, a variação registrada nos preços de aves, 8,10%; milho, 3,47%; e feijão, 10,18%; com contribuições para o IPA-DI de 0,17 p.p., 0,10 p.p. e 0,08 p.p., respectivamente. Entre os preços dos produtos industriais, destaque-se a influência exercida por carnes, produtos de carne e pescados, produtos químicos, e óleos e gorduras vegetais, com elevações respectivas de 2,08%, 0,65% e 1,34%, e contribuições para o índice mensal de 0,07 p.p., 0,06 p.p. e 0,05 p.p., na ordem.
41. O IPC-DI registrou variação de 0,66% em dezembro ante 0,45% em novembro, acumulando alta de 5,74% em 2012, ante 6,36% em 2011. A aceleração do IPC-DI em dezembro foi favorecida, em especial, pela maior elevação de preços do grupo alimentação, cuja contribuição para o índice mensal cresceu de 0,13 p.p. em novembro para 0,30 p.p. em dezembro. O INCC-DI variou 0,16% em dezembro ante 0,33% no mês anterior, resultado das desacelerações dos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,25% para 0,19%, e dos custos de mão de obra, de 0,41% para 0,13%. O INCC-DI acumulou alta de 7,12% em 2012, contra 7,49% no ano anterior.
42. O IPP/IT variou 0,25% em novembro, após alta de 0,23% em outubro, acumulando elevações de 6,82% no ano, ante 2,78% no mesmo período do ano anterior, e de 6,64% no período de doze meses encerrado em novembro, ante 6,39% em outubro. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pela alta nos preços dos segmentos de alimentos, de coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, e de máquinas e equipamentos, com contribuições respectivas para o índice de 0,12 p.p., 0,07 p.p. e 0,06 p.p., contrabalançadas parcialmente pelas variações das divisões de sabões, detergentes e artigos de perfumaria, e de máquinas, aparelhos e materiais elétricos, ambas com contribuições de -0,03 p.p. A variação do índice no período de doze meses encerrado em novembro refletiu, sobretudo, a contribuição da indústria de produtos alimentícios, de 2,62 p.p.
43. O Índice Commodities – Brasil (IC-Br) avançou 1,47% em dezembro, após ter avançado 0,68% em novembro. O avanço de dezembro refletiu as variações respectivas de 0,73%, 7,25% e -1,13% nos subíndices agropecuárias, metálicas e energia. Em 2012, o IC-Br registrou valorização de 10,51%, com os subíndices registrando altas de 8,84%, 19,75% e 9,44%, na mesma sequência.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou elevação de 0,40% em novembro comparativamente ao mês anterior, segundo dados dessazonalizados. O trimestre encerrado nesse mês apresentou crescimento de 0,52% em relação ao terminado em agosto, quando havia registrado crescimento de 1,48% no mesmo tipo de comparação ainda com dados livres de efeitos sazonais. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 2,76% no mês, em relação a novembro de 2011, ante a expansão de 4,96% registrada em outubro, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevações de 1,68% no ano e de 1,66% nos últimos doze meses finalizados em novembro.
45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 1,2% em novembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após alta de 5% em outubro e queda de 7% em setembro. Com esse resultado, o trimestre finalizado em novembro apresentou retração de 2,9% em relação ao trimestre encerrado em agosto, quando havia crescido 6,4%. Por segmento, observou-se retração mensal nas vendas de cinco dos dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (-11,4%) e veículos, motocicletas, partes e peças (-5%), em oposição às elevações de 4,2% em outros artigos de uso pessoal e doméstico e de 2,1% em tecidos, vestuário e calçados. No ano, o comércio ampliado cresceu 8,4%. As vendas do comércio varejista aumentaram 0,3% em novembro, comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após altas de 0,8% em outubro e de 0,3% em setembro, na mesma base de comparação. Observou-se expansão de 1,5% no trimestre em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados, de 8,9% no ano e de 8,6% no acumulado de doze meses.
46. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 7,2% em novembro, com expansão em nove segmentos, destacando-se as elevações de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 18,2%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,6%; livros, jornais, revistas e papelaria, 8,8%; hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 8,3%; e móveis e eletrodomésticos, 8,3%; em oposição à retração de 1,9% em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação. No período de doze meses encerrado em novembro, o comércio ampliado registrou crescimento de 8%, com ênfase para o aumento das vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 14,8%; móveis e eletrodomésticos, 13%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10,6%.
47. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 359,3 mil unidades em dezembro, com elevação mensal de 11,7%, após quedas de 1,1% em novembro e de 2,3% em outubro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em dezembro, houve retração de 8% em relação ao finalizado em setembro, quando se registrou expansão de 15,1%. No acumulado do ano, as vendas de autoveículos cresceram 3,5%, resultado dos aumentos de 6,2% nas vendas de automóveis e de 0,3% nas de comerciais leves; em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus declinaram 20% e 15,3%, respectivamente.
48. O índice de quantum das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou elevação mensal de 10,7% em dezembro. A análise dos dados observados indicou expansão de 4,1% em relação a dezembro do ano anterior, e de 0,2% em 2012 ante 2011.
49. A produção de bens de capital decresceu 1,1% em novembro, acumulando retração de 1,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal

– Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado da categoria no mês repercutiu recuos na produção de equipamentos de uso misto, 5,7%; de equipamentos para o setor de energia elétrica, 4,4%; e de bens de capital agrícolas, 3%; parcialmente compensada pela expansão dos demais segmentos, com ênfase no crescimento de 46,7% no segmento de peças agrícolas.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou recuo mensal de 1% em novembro, acumulando decréscimo de 0,7% no trimestre, em relação ao finalizado em agosto, considerando dados dessazonalizados. Em relação a iguais períodos de 2011, a produção do segmento registrou variações de -0,1% no mês, e de 1,9% no acumulado do ano e em doze meses.
51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$142,7 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em novembro, 7,4% superior ao resultado de igual período de 2011, com crescimento dos recursos destinados ao comércio e serviços, 36%; indústria, 14%; e agropecuária, 10%; em oposição à retração de 12% nos direcionados à infraestrutura. No período, a indústria absorveu 34% do total dos recursos liberados, seguida pelo setor de infraestrutura, 33%; comércio e serviços, 25%; e agropecuária, 8%.
52. A produção física da indústria geral apresentou retração mensal de 0,6% em novembro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após variação de 0,1% (revisada) em outubro, refletindo decréscimos de 6,7% na indústria extrativa e de 0,5% na indústria de transformação. Foram registrados recuos na produção de todas as categorias de uso: bens de capital, 1,1%; bens intermediários e bens de consumo duráveis, 1%; e bens de consumo semi e não duráveis, 0,1%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, quinze apresentaram queda no mês, com destaque para os segmentos equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 10,7%; fumo, 8,3%; e material eletrônico e equipamento de comunicação, 7%. Em oposição, vestuário e bebidas registraram os maiores aumentos mensais, 7,4% e 3,4%, respectivamente. A produção da indústria aumentou 0,3% no trimestre encerrado em novembro em relação ao terminado em agosto, quando havia crescido 0,2%, na mesma base de comparação, repercutindo expansões de 1,5% na indústria extrativa e de 0,3% na indústria de transformação. A evolução trimestral foi favorecida pelo desempenho das indústrias de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 12,1%; e de produtos farmacêuticos, 4,5%; em sentido contrário, os segmentos de máquinas para escritório e equipamentos de informática e de perfumaria e produtos de limpeza apresentaram as maiores quedas, de 8,2% e 6,3%, respectivamente, no período analisado. Considerados dados observados, a produção física da indústria apresentou reduções de 1% em novembro, em relação a igual mês do ano anterior, de 2,6% no acumulado do ano e de 2,5% em doze meses, influenciada, principalmente, pelos decréscimos de 10,3%, 11,6% e 10,7%, na ordem, da produção de bens de capital.
53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,1% em dezembro, com aumento de 0,1 p.p. em relação a novembro, segundo dados dessazonalizados da FGV. Foram registradas expansões nas indústrias de bens de consumo não duráveis, 1,3 p.p., e de bens de capital, 1 p.p., em contraposição à retração de 1,2 p.p. em bens de consumo duráveis, de 0,9 p.p. em material de construção e de 0,2 p.p. em bens intermediários. Considerada a série observada, o Nuci apresentou aumento de 0,7 p.p. em relação a dezembro de 2011, atingindo 84,8%, resultado das elevações de 3,6 p.p. em bens de consumo não duráveis, de 2,9 p.p. em bens de consumo duráveis e de 0,7 p.p. em bens intermediários; em oposição ao decréscimo nos indicadores das indústrias de bens de capital, 0,9 p.p., e de material de construção, 0,1 p.p.
54. A produção de automóveis atingiu 259,4 mil unidades em dezembro, representando aumentos de 1,4% em relação a novembro e de 1,3% no trimestre encerrado em dezembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central.

Considerando dados observados, a produção apresentou variações de 0,1%, em relação a dezembro de 2011 e de -1,9% no acumulado de 2012.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de automóveis nacionais registrou crescimento de 12,3% em relação a novembro e contração de 3,7% no trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve expansões de 11,6% em relação a dezembro de 2011 e de 8,3% em 2012. As exportações de automóveis montados alcançaram 41,2 mil unidades em dezembro, representando retrações de 19,3% em relação a igual mês do ano anterior e de 20,1% no acumulado do ano. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações apresentaram aumento de 19,4% no mês, em relação a novembro, e declínio de 0,3% no trimestre encerrado em dezembro, na comparação com o finalizado em setembro.
56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, referente a dezembro, a safra de grãos do país deverá totalizar 162,1 milhões de toneladas em 2012, o que representa elevação de 1,2% em relação à de 2011 e retração de 0,3% em relação à estimativa de novembro. Em comparação à estimativa anterior, o novo levantamento repercutiu principalmente a perspectiva menos favorável para a safra de trigo, com queda de 9,8%. Em relação à safra de grãos de 2011, o resultado reflete aumento estimado de 27% para o milho, em decorrência do crescimento esperado de 72,9% para a segunda safra, em oposição aos recuos respectivos de 23,3%, 19,3%, 15,4% e 12,3% nas colheitas de trigo, feijão, arroz e soja. O terceiro prognóstico do instituto para a safra de 2013 estimou a produção de grãos em 178 milhões de toneladas, 9,9% superior à de 2012, favorecida especialmente pela elevação esperada de 25,3% na produção de soja. Em relação às demais principais culturas, estimam-se expansões de 23,7%, 11,5% e 4,6% nas safras de feijão, trigo e arroz, respectivamente, e queda de 2,3% na de milho.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, apresentou retração de 1,1% em dezembro, em relação a novembro, atingindo 118,7 pontos, refletindo recuos de 2,3% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,3% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a dezembro de 2011, o ICC registrou queda de 0,6%, conforme dados observados, resultado de variações de -5% no ISA e de 2,6% no IE.
58. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços, da FGV, considerados dados com ajuste sazonal, recuou 1,7% em dezembro, em relação a novembro, ao passar de 125,4 para 123,3 pontos, em consequência das retrações de 1,2% no ISA-S e de 2% no IE. Na comparação com dezembro de 2011, o ICS apresentou contração de 5%, resultado dos recuos de 7,8% no ISA-S e de 2,5% no IE-S.
59. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 125,4 pontos em dezembro, com retração de 1,3% em relação a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu decréscimos de 1,7% no ISA-COM e de 0,9% no IE-COM. No trimestre finalizado em dezembro, o ICOM registrou elevação de 1,5% comparativamente ao mesmo período de 2011, influenciado pelos aumentos de 2,4% no ISA-COM e de 0,8% no IE-COM.
60. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, avançou 1,1% em dezembro em relação a novembro, situando-se em 106,4 pontos, resultado de acréscimos de 0,3% no ISA e de 1,9% no IE. Em relação a dezembro de 2011, o ICI apresentou elevação de 4,5%, refletindo aumentos de 4% no ISA e de 5% no IE.

61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 121,6 pontos em dezembro, 3,5% inferior ao resultado de igual mês do ano anterior. O resultado refletiu iguais retrações de 3,5% no ISA-ICST e no IE-ICST. No trimestre encerrado em dezembro, o ICST registrou contração de 3,3%, comparativamente a igual período de 2011, repercutindo recuos de 3% no ISA-ICST e de 3,5% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 46,1 mil empregos formais em novembro, sobressaindo a abertura de 109,6 mil vagas no comércio e 41,5 mil no setor de serviços; em oposição ao fechamento líquido de 41,6 mil postos na construção civil, 32,7 mil na agropecuária e 26,1 mil na indústria de transformação. No acumulado do ano, foram geradas 1,4 milhão de vagas e, em doze meses, 957 mil, ante 2 milhões e 1,6 milhão, na ordem, em iguais períodos de 2011. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a outubro, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.

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

Crédito e inadimplência

64. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.304 bilhões em novembro, com expansões de 1,5% no mês, 13,5% no ano e 16,1% em doze meses, correspondendo a 52,6% do PIB. As operações com recursos livres, 63,1% do estoque total do sistema financeiro, cresceram 1,2% no mês, 11,5% no ano e 13,8% em doze meses, refletindo variações respectivas de 0,9%, 10,3% e 11,5% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,4%, 12,8% e 16,2%, na mesma ordem, no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram elevações respectivas de 2,1%, 17,1% e 20,2% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,3%, 33,9% e 37,1%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais.

65. A taxa média anual de juros das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 28,9% em novembro, com reduções de 0,5 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, 34,8% e 21,7%, assinalando recuos respectivos de 0,6 p.p. e 0,4 p.p. em relação a outubro, e de 9,9 p.p. e 8,1 p.p. na comparação com novembro de 2011.

66. O prazo médio das operações no âmbito do crédito referencial aumentou dois dias em novembro, atingindo 524 dias. O prazo relativo ao segmento de pessoas físicas aumentou cinco dias e o referente a pessoas jurídicas recuou dois dias, alcançando 626 e 431 dias, respectivamente.

67. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, recuou de 5,9% em outubro para 5,8% em novembro, representando elevação de 0,2 p.p. em relação a novembro

do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 7,8%, ante 7,9% no mês anterior, aumentando 0,5 p.p. em doze meses. O indicador relativo a pessoas jurídicas permaneceu estável em 4,1% em novembro, com elevação de 0,1 p.p. em doze meses.

Ambiente externo

68. 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. Nos EUA, a variação trimestral anualizada do PIB do terceiro trimestre foi revisada de 2,7% para 3,1%, refletindo, em especial, contribuições positivas dos gastos de consumo pessoal e do governo federal, investimentos residenciais e crescimento dos estoques privados. A taxa de desemprego permanece em nível elevado, 7,8% em dezembro, mesmo índice de novembro, tendo a geração de postos de trabalho não rurais alcançado 161 mil e 155 mil nos meses de novembro e dezembro, com revisões para cima em meses anteriores. O mercado imobiliário residencial segue emitindo sinais de recuperação, com os preços dos imóveis residenciais, as vendas de residências existentes e a confiança das construtoras em alta. Na Área do Euro, os indicadores mais recentes de produção industrial, consumo, sentimento econômico e taxa de desemprego reforçam as perspectivas de continuidade da contração da atividade econômica na região. No Japão, refletindo a fragilidade do setor exportador, a produção industrial registrou contração mensal de 1,7% e anual de 5,8% em novembro, e o PMI manufatura de dezembro recuou para 45, o menor nível em dezoito meses. Na China, as taxas médias de crescimento do bimestre outubro/novembro ante o terceiro trimestre mostraram expansões na produção industrial e nos investimentos em ativos fixos e estabilidade nas vendas no varejo.
69. Os mercados financeiros evoluíram favoravelmente desde a última reunião do Copom, influenciados pela realização do programa de recompras de bônus soberanos da Grécia e pela liberação de nova tranche do programa de ajuda àquele país, bem como pelo acordo relativo ao fiscal cliff na passagem do ano nos EUA. Nesse cenário, a percepção de risco caiu, as principais bolsas de valores assinalaram altas expressivas e os rendimentos anuais dos papéis de dez anos dos EUA, da Alemanha, do Reino Unido e do Japão aumentaram. No mercado de câmbio, o dólar desvalorizou-se frente às principais moedas, com exceção do iene. Os preços internacionais de commodities tiveram trajetórias diferenciadas no período, com as metálicas em alta, com destaque para o minério de ferro, enquanto em relação às agrícolas, ressaltaram-se baixas expressivas nos preços dos grãos (milho, trigo e soja).
70. Em novembro, a variação anual do IPC global, dados do International Financial Statistics (IFS), do FMI, recuou para 3,2%, de 3,4% em outubro; influenciado pela redução para 1,6%, de 1,9%, nas economias avançadas – após três meses seguidos de alta – e para 5,6%, de 5,7%, nas emergentes e em desenvolvimento. Entre as economias emergentes, ressaltou-se que a variação anual do IPC da China, depois de ter recuado para 1,7% em outubro, menor taxa desde janeiro de 2010, elevou-se para 2,5% em dezembro.
71. 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 Austrália, Hungria, Polônia, Suécia, Turquia e Israel, que reduziram suas respectivas taxas básicas; e do Uruguai, que a aumentou. Ressalte-se que, em 12 de dezembro, o Federal Reserve redefiniu sua comunicação sobre o horizonte temporal dos Fed Funds em níveis excepcionalmente baixos, afirmando que os manterá dessa forma ao menos enquanto a taxa de desemprego se situar acima de 6,5%, a projeção da inflação entre um e dois anos não ultrapassar 2,5% e as expectativas de inflação de longo prazo continuarem bem ancoradas. No Japão, o BoJ voltou a ampliar em ¥10 trilhões, para aproximadamente ¥101 trilhões, seu programa de compra de ativos e definiu os limites operacionais da Linha de Estímulo a Empréstimos Bancários. A

provisão de novos fundos para esses dois programas e para o Programa de Apoio a Empréstimos, prevista para os próximos 15 meses, supera ¥50 trilhões.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2,3 bilhões em dezembro, resultado de exportações de US\$19,7 bilhões e importações de US\$17,5 bilhões. O saldo acumulado no encerramento do ano totalizou US\$19,4 bilhões, ante US\$29,8 bilhões em 2011, refletindo retrações de 5,3% nas exportações e de 1,4% nas importações, pelo critério de média diária, que alcançaram US\$242,6 bilhões e US\$223,1 bilhões, respectivamente, em 2012. A corrente de comércio recuou 3,4% em 2012, somando US\$465,7 bilhões, ante US\$482,3 bilhões no ano anterior.
73. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que abrange as linhas com recompra, totalizaram US\$378,6 bilhões em dezembro, com elevações de US\$54 milhões no mês e de US\$26,6 bilhões na comparação com o final de 2011. No conceito caixa, totalizaram US\$373,1 bilhões, com queda de US\$5,4 bilhões em relação ao mês anterior e crescimento de US\$21,1 bilhões, comparativamente a dezembro de 2011. No mês, não houve intervenção a vista e ocorreram liquidações de vendas de US\$5,5 bilhões em operações de linhas com recompra por parte do Banco Central no mercado doméstico de câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de novembro, a curva de juros doméstica apresentou redução em toda a sua extensão. A queda das taxas foi influenciada, no âmbito interno, pela divulgação de dados de atividade econômica abaixo das estimativas de mercado, enquanto no cenário internacional permaneceram incertezas quanto à solução definitiva para a questão fiscal norte-americana. Entre os dias 26 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013, as taxas de juros de um e de três meses recuaram 0,15 p.p. e 0,13 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos cederam 0,17 p.p., 0,16 p.p. e 0,19 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 1,81% em 26 de novembro de 2012 para 1,47% em 14 de janeiro de 2013, devido, principalmente, à elevação das expectativas de inflação.
75. Entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013, o Banco Central realizou leilões de swap cambial tradicional de vencimento em janeiro e fevereiro de 2013, totalizando o equivalente a US\$3,9 bilhões. Em 14 de janeiro, a posição líquida do Banco Central era de US\$1,9 bilhão, passiva em variação cambial.
76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 27 de novembro de 2012 a 14 de janeiro de 2013, operações compromissadas com prazo de três e de seis meses, tomando recursos no valor de R\$54,7 bilhões e R\$117,4 bilhões, respectivamente. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$180,1 bilhões, entre 9 de outubro e 26 de novembro, para R\$265,2 bilhões, entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 33 dias úteis, reduzindo o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$260,7 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo em 27 oportunidades como tomador e em 5 como doador de recursos, e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um ou dois dias úteis. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R\$61,8 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central recuou de R\$589,0 bilhões, entre 9 de outubro e 26 de novembro de 2012, para R\$587,7 bilhões, entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$577,8 bilhões em 26 de novembro

de 2012 para R\$652,9 bilhões em 14 de janeiro de 2013. O principal fator que contribuiu para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

77. Entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$40,9 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$28,8 bilhões, sendo R\$24,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2013, 2014, 2015 e 2016 e R\$4,1 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2018, 2019 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$3,6 bilhões, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$8,5 bilhões.
78. No período, o Tesouro Nacional realizou oferta pública de LTN de vencimentos em abril e outubro de 2013, com pagamento mediante a entrega de LTN e NTN-F de vencimento em janeiro de 2013, no montante de R\$2,9 bilhões. Realizou, ainda, oferta pública de NTN-B de vencimentos em 2016, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, aceitando como pagamento outros títulos de emissão do Tesouro Nacional, no montante de R\$18,1 bilhões.

Notas da 173ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 5 e 6/3/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (5/3) e do 20º andar (6/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h17 (5/3) e 16h54 (6/3)

Horário de término: 20h08 (5/3) e 20h30 (6/3)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 5/3)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

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

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 6/3)

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 em 5/3)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,86% em janeiro, 0,07 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em dezembro. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,15% em janeiro (ante 6,22% registrados até janeiro de 2012). Os preços livres variaram 7,20% em doze meses (6,42% até janeiro de 2012) e os preços administrados, 2,94% (5,71% até janeiro de 2012). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 5,54% e os dos bens não comercializáveis, 8,69%. Os preços do grupo de alimentos e bebidas, sensibilizado por fatores climáticos, variaram 1,99% em janeiro e 11,09% em doze meses (6,88% até janeiro de 2012). Os preços dos serviços aumentaram 0,92% em janeiro e atingiram 8,61% em doze meses (9,20% até janeiro

de 2012). Em síntese, a inflação de serviços segue em níveis elevados, e observam-se pressões no segmento de alimentos e bebidas.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, passou de 0,70% em dezembro para 0,73% em janeiro, e, no acumulado em doze meses, deslocou-se de 5,60% em dezembro para 5,82% em janeiro. Nesse contexto, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,56% em dezembro para 0,73% em janeiro, e o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,64% para 0,77%. Já o núcleo por dupla ponderação recuou ligeiramente, de 0,67% para 0,65%, ao passo que o núcleo por exclusão – que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis – diminuiu mais intensamente, de 0,76% para 0,63%. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,88% para 0,87%.
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,20% em fevereiro, após alta de 0,31% em janeiro, e acumula variação de 8,24% no período de doze meses até fevereiro (3,38% até fevereiro de 2012). Nesse período, o principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 9,24%, em grande parte, reflexo de pressões no segmento agropecuário (com variação de 15,45%), que foi impactado por choques de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 10,03% nos preços de matérias-primas brutas, de 9,71% nos de bens intermediários e de 7,97% nos de bens finais. A inflação acumulada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 6,04% em doze meses até fevereiro (5,62% até fevereiro de 2012). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,18% (8,02% até fevereiro de 2012), em parte, reflexo de 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), não obstante o recuo de 0,04% em janeiro, aumentou 7,69% 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 0,3% em dezembro, após 0,6% em novembro. Dessa forma, o indicador aumentou 0,6% no quarto trimestre de 2012 em relação ao trimestre imediatamente anterior, e 3,0% em relação ao mesmo trimestre de 2011. Assim, a variação anual em 2012 ficou em 1,6%, ante 2,7% registrados em 2011 e 7,6% em 2010. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou pelo quinto mês consecutivo em fevereiro, considerando dados dessazonalizados, embora continue registrando valores superiores à média histórica. Por sua vez, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) diminuiu em fevereiro, na comparação mês a mês, após elevação em janeiro. Por sua vez, a confiança do empresário industrial continua em trajetória de recuperação gradual. De acordo com a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) apresentou ligeiro avanço em fevereiro na série dessazonalizada, em função de melhora nas expectativas em relação ao futuro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola do IBGE projeta crescimento de 13,1% da produção de grãos em 2013, em relação à safra do ano anterior.
5. A economia brasileira cresceu 0,6% no quarto trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 0,4%, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre de 2011, o crescimento no quarto trimestre alcançou 1,4%, ante 0,9% no terceiro. Destarte, a economia brasileira registrou crescimento de 0,9% em 2012, após crescer 2,7% no ano anterior e 7,5% em 2010. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada –

continua robusto e, na margem, avançou 1,2% no quarto trimestre e 3,9% em relação ao mesmo trimestre de 2011 – trigésima sétima expansão consecutiva nessa base de comparação. O consumo do governo aumentou 0,8% na margem e 3,1% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Após recuar por quatro trimestres, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 0,5%, na margem, mas, em relação ao quarto trimestre de 2011, houve retração de 4,5%. Dessa forma, a taxa de investimento em 2012 foi de 18,1% do Produto Interno Bruto (PIB). No que se refere às transações com o resto do mundo, as exportações cresceram 4,5% e as importações, 8,1% na margem, e 2,1% e 0,4%, respectivamente, em relação a igual trimestre de 2011.

6. A atividade fabril ficou estável em dezembro, após recuo de 1,3% em novembro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Houve crescimento da produção em 13 dos 27 ramos de atividade. Assim, a produção média do trimestre encerrado em dezembro foi 0,3% menor que a do trimestre anterior. Em 2012, a produção ficou 2,7% aquém da registrada em 2011. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação recuou 1,2% em dezembro, comparativamente ao observado no mesmo mês do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 2,4%. Em 2012, o faturamento real cresceu 2,4% e o número de horas trabalhadas diminuiu 1,5%.
7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, e considerando o crescimento em dezembro relativo ao mês anterior, a produção de bens de consumo duráveis variou -0,5%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 0,9%; a de bens de capital, -0,8%; e a de bens intermediários, -0,1%. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção de bens de consumo duráveis variou -3,5%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,8%; a de bens de capital, -14,7%; e a de bens intermediários, -2,5%. Desse modo, a produção de bens de consumo duráveis em 2012 recuou 3,4%; a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -0,3%; a de bens de capital, -11,8%; e a de bens intermediários, -1,7%.
8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi estimada em 5,4% em janeiro (5,5% em janeiro de 2012). De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação em janeiro permaneceu inalterada em 5,5%. A redução da taxa de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para a redução nas taxas de desocupação. Por sua vez, a proporção de empregados no setor privado com carteira de trabalho assinada atingiu 50,1% da população ocupada – novo recorde da série histórica. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 2,4% em janeiro, comparado a igual mês do ano anterior. Por sua vez, a massa salarial real cresceu 5,3% em relação a janeiro de 2012. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, em janeiro, houve criação de 28,9 mil postos de trabalho formais (118,9 mil em janeiro de 2012), com saldo positivo em seis dos oito setores de atividade econômica e contribuição de 43,4 mil vagas da indústria. Em suma, os dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e acomodação na margem.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, a taxa de crescimento do volume de vendas em dezembro foi de 5,0%, em relação a dezembro de 2011, tanto para o comércio varejista restrito como para o comércio ampliado. A variação mensal em dezembro, ajustada sazonalmente, foi de -0,5% nas vendas do comércio varejista restrito, e de 1,3% nas vendas do comércio ampliado. Dessa forma, a taxa de crescimento anual do comércio ampliado ficou em 8,0%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se móveis e eletrodomésticos (12,3%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (10,2%). Por sua vez, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, apontou o terceiro recuo consecutivo no trimestre findo em fevereiro. 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.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, avançou para 83,3% em fevereiro (82,9% em fevereiro de 2012). Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci ficou em 84,1% em fevereiro. A utilização da capacidade no setor de bens de consumo, de acordo com a série livre de influências sazonais, recuou para 84,4%. No setor de bens de capital, de bens intermediários e de materiais de construção, esses níveis ficaram em 82,4%, 84,9% e 89,5%, respectivamente.
11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$13,7 bilhões em fevereiro. Esse resultado adveio de exportações de US\$239,9 bilhões e de importações de US\$226,2 bilhões, associadas a variações de -7,1% e de -1,5%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o deficit em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$58,6 bilhões em janeiro, equivalente a 2,6% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$63,6 bilhões em doze meses até janeiro, equivalentes a 2,8% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.
12. Na economia global, permanecem as perspectivas de baixo crescimento por período prolongado em importantes economias maduras e houve certa acomodação nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco. Altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal 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 dezembro, continua sinalizando crescimento nos Estados Unidos (EUA), retomada do crescimento no Japão e estabilidade dos níveis de atividade na Zona do Euro. Já os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI), referentes a janeiro, bem como resultados preliminares de fevereiro, indicam melhora na margem nos EUA e em importantes economias emergentes. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodatórias. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta expansionista. No que diz respeito à inflação, a mesma continua em níveis moderados nos EUA e na Zona do Euro e em terreno negativo no Japão.
13. O preço do barril de petróleo do tipo Brent manteve-se acima de US\$110, desde a reunião anterior do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Conforme medidos pelo Commodity Research Bureau (CRB), desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das commodities metálicas e agrícolas registraram quedas de 2,3% e 4,8%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou -1,4% no acumulado em doze meses até janeiro de 2013.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:
 - a) a projeção de reajuste no preço da gasolina, para o acumulado de 2013, foi mantida em 5%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 15% na tarifa residencial de eletricidade, ante 11% considerados na reunião do Copom de janeiro. Essa estimativa leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais recentemente anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano;
 - c) projeta-se estabilidade da tarifa de telefonia fixa e do preço do gás de bujão, para o acumulado de 2013;

- d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2013, deslocou-se para 2,7%, ante 3,0% considerados na reunião do Copom de janeiro; e
- e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).
15. A trajetória estimada para a taxa do swap pré-DI de 360 dias indica spread sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 45 pontos base (p.b.) e 32 p.b., para o quarto trimestre de 2013 e de 2014, respectivamente.
16. Em relação à política fiscal, considera-se como hipótese de trabalho a geração de superavit primário de R\$ 155,9 bilhões em 2013, conforme os parâmetros da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2013. Para 2014, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superavit primário em torno de 3,1% do PIB.
17. No conjunto das projeções, estão incorporadas as estimativas de redução da taxa de juros neutra identificada nos últimos anos.
18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2013 elevou-se de 5,53% para 5,70%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação manteve-se estável em 5,50%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2013 deslocou-se de 5,52%, 5,54% e 5,56% para 5,67%, 5,73% e 5,61%, respectivamente. Para 2014, a mediana das projeções deslocou-se de 5,50%, 5,50% e 5,30% para 5,55%, 5,80% e 5,38%, na mesma ordem.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,00/US\$ e da taxa Selic em 7,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2013 aumentou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro 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 2013 também aumentou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2014, a projeção de inflação aumentou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro e se encontra acima do valor central da meta, em ambos os cenários.

Implementação da política monetária

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

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

21. 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. Apoiando essa visão, entre outros fatores, a redução dos prêmios de risco, consequência direta do cumprimento da meta de inflação pelo nono 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.
22. O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, os quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente.
23. 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 baixa 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 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, evidências de acomodação dos preços nos mercados internacionais de commodities.
24. O Copom pondera que o ritmo de recuperação da atividade econômica doméstica – menos intenso do que se antecipava – se deve essencialmente a limitações no campo da oferta. Dada sua natureza, portanto, esses impedimentos não podem ser endereçados por ações de política monetária, que são, por excelência, instrumento de controle da demanda. Por outro lado, o Comitê destaca que informações recentes apontam para a retomada do investimento e para uma trajetória de crescimento mais alinhada com o crescimento potencial. Além disso, o Comitê nota que a demanda doméstica continuará a ser impulsionada pelos efeitos defasados de ações de política monetária implementadas recentemente, bem como pela expansão moderada da oferta de crédito, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas. Adicionalmente, a atividade doméstica continuará a ser favorecida pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.
25. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. 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.

26. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
27. O Copom ressalta que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste ano. Nesse contexto, o Comitê destaca 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 da indústria 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 moderação recentemente observada na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros, que, na hipótese de permanecerem nos atuais níveis, constituirão importante força desinflacionária.
28. O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência. Embora essa dinâmica desfavorável possa não representar um fenômeno temporário, mas uma eventual acomodação da inflação em patamar mais elevado, o Comitê pondera que incertezas remanescentes – de origem externa e interna – cercam o cenário prospectivo e recomendam que a política monetária deva ser administrada com cautela.
29. Diante disso, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés.
30. 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.
31. O Copom avalia que a demanda doméstica tende a se apresentar robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Para o Comitê, esses efeitos, os programas de concessão de serviços públicos, os estoques em níveis ajustados e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam perspectivas de intensificação dos investimentos. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o ainda 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.
32. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

33. Nesse contexto, o Copom irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.
34. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 16 de abril 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

35. O IPCA-15 variou 0,68% em fevereiro, ante 0,88% em janeiro, acumulando alta de 6,18% no período de doze meses encerrado em fevereiro, ante 6,02% em janeiro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. A desaceleração do índice no mês repercutiu principalmente a retração dos preços dos bens monitorados, que registraram variação negativa de 1,30% em fevereiro, contra alta de 0,34% em janeiro. Em relação aos preços livres, que apresentaram elevação de 1,30% em fevereiro, ante 1,05% em janeiro, o movimento refletiu a aceleração dos preços dos bens não comercializáveis, de 1,20% para 1,71%, com serviços registrando variação de 1,37%, ante 1,06% no mês anterior, enquanto os preços dos bens comercializáveis desaceleraram de 0,89% para 0,85%. A variação mensal do IPCA-15 foi favorecida pela retração de 2,17% nos preços do grupo habitação, com contribuição de -0,32 p.p., sobretudo no item energia elétrica residencial, com contribuição de -0,45 p.p. O índice de difusão situou-se em 70,96% em fevereiro, ante 73,70% em janeiro.
36. Considerado período de doze meses finalizado em fevereiro, os preços livres apresentaram aceleração em relação a janeiro, de 6,82% para 7,58%, enquanto os monitorados desaceleraram de 3,59% para 1,88%. A evolução dos preços livres refletiu o efeito da aceleração dos preços dos produtos comercializáveis, de 5,08% para 6,23%, e dos não comercializáveis, de 8,39% para 8,78%, no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 8,53% no acumulado em doze meses até fevereiro, ante 8,54% e 8,17% em períodos correspondentes até janeiro e dezembro, respectivamente.
37. O IGP-DI variou 0,20% em fevereiro, após alta de 0,31% em janeiro, de acordo com a FGV, repercutindo aceleração do IPA e desaceleração do IPC e do INCC. O indicador acumula aumentos de 0,51% no ano, ante elevação de 0,37% no mesmo período de 2012, e de 8,24% em doze meses, comparativamente a 8,11% nos doze meses terminados em janeiro.
38. O IPA-DI avançou 0,09% no mês, ante variação nula em janeiro, acumulando altas de 0,09% no ano e de 9,24% em doze meses. Os preços dos produtos industriais tiveram aumento de 0,31% no mês, ante 0,67% em janeiro, acumulando altas de 0,98% no ano e de 7,02% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 0,48% em fevereiro, ante -1,62% no mês anterior, acumulando queda de 2,10% no ano e alta de 15,45% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou, em especial, o aumento nos preços dos itens derivados do petróleo e álcool, 2,40%, e minerais metálicos, 3,73%; que exerceram contribuições de 0,19 p.p. e 0,18 p.p., respectivamente. Nos preços dos produtos agropecuários, as principais influências decorreram dos itens soja, café e milho, cujas variações, na ordem, de -6,31%, -4,07% e -1,98%, contribuíram com -0,33 p.p., -0,05 p.p. e -0,05 p.p., respectivamente.
39. O IPC-DI registrou crescimento de 0,33% no mês, ante 1,01% em janeiro, acumulando alta de 1,34% no ano, comparativamente a 1,06% no mesmo período do ano anterior, e de 6,04% em doze meses. A desaceleração do IPC-DI em fevereiro foi favorecida pela queda no grupo habitação, -1,28%, ante -0,17% em janeiro, implicando contribuição de -0,32 p.p., e pela desaceleração em alimentação, 1,33% em fevereiro, ante

2,18% no mês anterior, e contribuição de 0,32 p.p. O INCC-DI variou 0,60% em fevereiro, ante 0,65% em janeiro, destacando-se a desaceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, 0,44%, ante 0,63%, enquanto os custos de mão de obra registraram aceleração, 0,77%, ante 0,66%. O INCC acumulou variações de 1,25% no ano e de 7,18% em doze meses.

40. O IPP/IT variou -0,04% em janeiro, após elevação de 0,41% em dezembro, acumulando alta de 7,69% no período de doze meses encerrado em janeiro, ante 7,28% em dezembro. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pela retração de 1,56% nos preços do segmento de alimentos, com contribuição para o índice de -0,31 p.p., contrabalançada parcialmente pelas variações respectivas de 1,12%, 0,91% e 0,94% nas divisões de veículos automotores, reboques e carrocerias; outros produtos químicos; e metalurgia, com contribuições de 0,13 p.p., 0,10 p.p. e 0,07 p.p., na ordem. A variação do índice no acumulado de doze meses encerrado em janeiro refletiu, sobretudo, a contribuição das indústrias de produtos alimentícios, 2,49 p.p., e de outros produtos químicos, 1,42 p.p.
41. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 2,97% em fevereiro, após queda de 1,41% em janeiro. O recuo de fevereiro refletiu as desvalorizações respectivas de 3,83%, 1,72% e 0,10% nos subíndices agropecuárias, metálicas e energéticas. Em 2013, o IC-Br acumula redução de 4,34%, com desvalorizações de 5,61%, 1,16% e 1,65% nos respectivos subíndices.

Atividade econômica

42. O PIB da economia brasileira cresceu 0,6% no quarto trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 0,4% (revisado), de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Em relação ao quarto trimestre de 2011, o PIB apresentou alta de 1,4%. Pela ótica da oferta, considerados dados dessazonalizados, o resultado refletiu variações de -5,2% na agropecuária, 0,4% na indústria e 1,1% nos serviços. Em relação à demanda, o componente doméstico registrou elevações no consumo das famílias, 1,2%, e do governo, 0,8%, e na FBCF, 0,5%, enquanto no âmbito do setor externo ocorreram aumentos de 4,5% nas exportações e de 8,1% nas importações. No ano, o PIB registrou crescimento de 0,9%, com o crescimento de 1,7% no setor de serviços contrastando com retrações de 2,3% na agropecuária e de 0,8% na indústria. No âmbito da demanda, ocorreram contribuições de 0,84 p.p. do componente doméstico, com ênfase nas variações respectivas de 3,2% e de 3,1% nos consumos do governo e das famílias, e de 0,03 p.p. do setor externo, decorrente de elevações de 0,5% nas exportações e de 0,2% nas importações. No ano, a FBCF contraiu 4%.
43. O IBC-Br registrou elevação de 0,26% em dezembro comparativamente ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. No último trimestre de 2012, o índice apresentou expansão de 0,62% em relação ao terceiro trimestre, quando havia registrado crescimento de 1,12% no mesmo tipo de comparação. Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 1,19% no mês, em relação a dezembro de 2011, ante expansão de 2,76% registrada em novembro, na mesma base de comparação. Em 2012, o IBC-Br avançou 1,64% relativamente ao ano anterior.
44. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceram 1,3% em dezembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após queda de 1,2% em novembro e alta de 5% em outubro. Com esse resultado, o quarto trimestre de 2012 apresentou expansão de 0,6% em relação ao terceiro trimestre, quando havia crescido 2,1%. Por segmento, observou-se elevação mensal nas vendas de cinco dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos, motocicletas, partes e peças, 8,3%, em oposição à retração de 15,5% em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação. As vendas do comércio varejista apresentaram queda de 0,5% em

dezembro, comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após altas de 0,3% em novembro e 0,6% em outubro, na mesma base de comparação. Considerando-se dados dessazonalizados, foi registrada expansão de 0,9% no quarto trimestre, em relação ao trimestre anterior. Em 2012, o comércio varejista cresceu 8,4%.

45. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 5% em dezembro, com expansão em nove segmentos, destacando-se as elevações de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 10%; móveis e eletrodomésticos, 9%; material de construção, 6,9%; veículos, partes e peças, 6,8%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 6,6%; o único segmento que apresentou retração foi equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, -23,3%. Em 2012, o comércio ampliado cresceu 8%, com ênfase para o aumento das vendas de móveis e eletrodomésticos, 12,3%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10,2%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 9,4%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 8,4%.
46. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 235,1 mil unidades em fevereiro, representando retração de 5,8% relativamente a igual período de 2012. Na comparação com janeiro, foi registrada queda de 15,7%, após variações de 1,5% e de 12,2% em janeiro e dezembro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em fevereiro, houve elevação de 7,8% em relação ao finalizado em novembro, quando se registrara redução de 15,7%. No acumulado em doze meses, as vendas de autoveículos cresceram 4,3%, resultado do aumento de 7% nas vendas de automóveis e de 1,4% nas de comerciais leves; em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus declinaram 20,6% e 16,5%, respectivamente.
47. 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 5,7% em janeiro. A análise dos dados observados indicou expansão de 14,8%, em relação a janeiro de 2012, e de 0,7%, no acumulado em doze meses terminados em janeiro.
48. A produção de bens de capital decresceu 0,8% em dezembro, acumulando retração de 2% no trimestre, relativamente ao finalizado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado da categoria no mês repercutiu os recuos da produção de equipamentos para o setor de construção, 41,6%; de peças agrícolas, 13,3%; e de equipamentos para fins industriais seriados, 9,8%; em oposição à expansão dos segmentos de equipamentos de transporte, 11,3%; de bens de capital para o setor de energia elétrica, 7,4%; e para fins industriais não seriados, 6,1%.
49. A produção de insumos típicos da construção civil registrou recuo mensal de 0,5% em dezembro, acumulando decréscimo de 0,7% no trimestre, em relação ao finalizado em setembro, considerando dados dessazonalizados. Na série com dados observados, registrou-se redução interanual de 3,7% no mês e expansão de 1,4% em 2012.
50. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$156 bilhões em 2012, resultado 12,3% superior ao de 2011, com destaque para o crescimento de 51% nos recursos destinados a comércio e serviços, seguido pela agropecuária, 16%. Os desembolsos à indústria cresceram 9% no ano, enquanto os direcionados à infraestrutura registraram retração de 6%. Em 2012, o segmento de infraestrutura absorveu 34% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 31%; comércio e serviços, 28%; e agropecuária, 7%.

51. A produção física da indústria geral permaneceu estável em dezembro, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após variação de -1,3% (revisada) em novembro, influenciada pelo comportamento também estável da indústria de transformação. A indústria extrativa cresceu 2,8% no período analisado. Por categoria de uso, foram registrados recuos na produção de bens de capital, -0,8%; bens de consumo duráveis, -0,5%; e bens intermediários, -0,1%; em oposição, bens de consumo semi e não duráveis apresentaram expansão de 0,9%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, catorze apresentaram queda de produção no mês, com destaque para máquinas para escritório e equipamentos de informática, -13,1%; e equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, -8%; contrapondo-se ao crescimento de 10% em vestuário. A produção da indústria apresentou retração de 0,3% no quarto trimestre em relação ao terceiro, quando havia crescido 1%, repercutindo variação de -0,6% na indústria de transformação e de 4,1% na indústria extrativa. A evolução trimestral foi influenciada, em especial, pelo desempenho das indústrias de fumo, -11,7%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, -7,6%; e material eletrônico e equipamento de comunicação, -5,6%; em sentido contrário, equipamentos de instrumentação médico-hospitalar apresentou expansão de 8,1%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou decréscimos de 3,5% em dezembro, em relação a igual mês do ano anterior, e de 2,7% em 2012, impactada, principalmente, pelas quedas de 14,7% e de 11,8%, na ordem, da produção de bens de capital. Entre as atividades da indústria de transformação, veículos automotores; material eletrônico e equipamento de comunicação, e máquinas para escritório e equipamentos de informática foram os segmentos com pior desempenho em 2012, com igual retração de 13,5%.
52. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,1% em fevereiro, com queda de 0,3 p.p. em relação a janeiro, segundo dados dessazonalizados da FGV. Foram registradas retrações em todas as categorias de uso: bens de consumo não duráveis, -0,9 p.p.; bens de capital, -0,6 p.p.; bens de consumo duráveis, -0,4 p.p.; bens intermediários, -0,4 p.p.; e material de construção, -0,2 p.p. Considerada a série observada, o Nuci apresentou aumento de 0,4 p.p. em relação a fevereiro de 2012, atingindo 83,3%, resultado da elevação de 2,5 p.p. em bens de consumo duráveis, 1,9 p.p. em material de construção, 0,8 p.p. em bens intermediários; em contraposição, as indústrias de bens de capital e de bens de consumo não duráveis registraram decréscimos respectivos de 1,0 p.p. e 0,1 p.p.
53. A produção de autoveículos montados atingiu 229,3 mil unidades em fevereiro, representando redução de 11,2% em relação a janeiro e aumento de 0,3% no trimestre encerrado em fevereiro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. Considerando dados observados, a produção apresentou variação de 5,2%, em relação a fevereiro de 2012, e de 3,6% no acumulado em doze meses encerrados em fevereiro.
54. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou decréscimo de 13,6% em relação a janeiro e aumento de 7,4% no trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve redução de 5,8% em relação a fevereiro de 2012 e expansão de 5,5% em doze meses. As exportações de autoveículos montados alcançaram 31,7 mil unidades em fevereiro, representando reduções de 12,9% em relação a igual mês do ano anterior e de 19,1% no acumulado em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações apresentaram redução de 15,2% no mês, ante janeiro, e aumento de 27,1% no trimestre encerrado em fevereiro, na comparação com o finalizado em novembro.
55. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, referente a janeiro, a safra de grãos do país deverá totalizar 183,3 milhões de toneladas em 2013, elevações de 13,1% em relação à de 2012 e de 3% em relação ao prognóstico anterior. Em relação à safra de 2012, o resultado reflete, em especial, aumento esperado de 26,3% para a produção de soja. Em relação às demais principais

culturas, estimam-se expansões de 30,6%, 11,5%, 5,3% e 3,8% nas safras de feijão, trigo, arroz e milho, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, alta de 6% na safra de cana-de-açúcar em relação ao ano anterior.

Expectativas e sondagens

56. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, apresentou retração de 1,4% em fevereiro, em relação a janeiro, atingindo 116,2 pontos, refletindo recuos de 2,3% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,8% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a fevereiro de 2012, o ICC registrou queda de 3%, resultado de variações de -8,3% no ISA e de 0,8% no IE.
57. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços, da FGV, considerados dados com ajuste sazonal, recuou 2,7% em fevereiro, em relação a janeiro, ao passar de 125,5 para 122,1 pontos, em consequência das retrações de 4,4% no ISA e de 1,5% no IE. Na comparação com fevereiro de 2012, o ICS apresentou queda de 5,7%, resultado dos recuos de 8,9% no ISA e de 3,4% no IE.
58. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 123,7 pontos em fevereiro, decréscimo de 0,3% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu a redução de 5,3% no Índice de Expectativas (IE-COM) e o aumento de 7,9% no Índice de Situação Atual (ISA-COM). No trimestre finalizado em fevereiro, o ICOM registrou contração de 0,9% comparativamente ao mesmo período de 2012, influenciado pela variação negativa de 3,8% no IE-COM, parcialmente compensada pelo avanço de 3,2% no ISA-COM.
59. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, variou 0,1% em fevereiro, situando-se em 106,6 pontos, resultado da retração de 1% no ISA e da expansão de 1,4% no IE. Em relação a fevereiro de 2012, o ICI apresentou elevação de 3,8%, refletindo aumentos de 1,7% no ISA e de 6,1% no IE.
60. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 117,7 pontos em fevereiro, representando contração de 10,2% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu reduções de 12,5% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 8,3% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em fevereiro, o ICST registrou contração de 6,9% comparativamente ao mesmo período de 2012, influenciado pelas variações negativas de 7,9% no ISA-ICST e de 6% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

61. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 28,9 mil empregos formais em janeiro, com destaque para a abertura de 43,4 mil vagas na indústria de transformação e de 33,4 mil na construção civil, em oposição ao fechamento líquido de 67,5 mil postos no comércio. No acumulado em doze meses encerrados em janeiro, foram geradas 778,2 mil vagas, ante 1,5 milhão em igual período de 2012. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a dezembro, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.
62. De acordo com a PME, do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,4% em janeiro, com aumento de 0,8 p.p. em relação a dezembro e recuo de 0,1 p.p. comparativamente a janeiro de 2012. O resultado mensal refletiu retrações de 1,2% na ocupação e

de 0,4% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o desemprego situou-se em 5,5% em janeiro, estável em relação ao mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou queda de 0,1% em relação a dezembro e alta de 2,4% na comparação com janeiro de 2012. A massa salarial real apresentou variações de -1,2% e 5,3%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

63. Considerando a nova configuração das estatísticas referentes às operações de crédito, o saldo dos empréstimos do sistema financeiro, incluindo-se recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.367 bilhões em janeiro, apresentando estabilidade no mês e expansão de 16,4% em doze meses. O saldo total correspondeu a 53,2% do PIB, ante 48,9% em janeiro de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 58,7% do estoque total do sistema financeiro, apresentou declínio de 0,7% no mês e elevação de 13,1% em doze meses, refletindo elevações respectivas de 0,8% e 10% no saldo das operações com pessoas físicas, recuo de 2% no mês e elevação de 16,4% em doze meses no saldo das operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 1% e 21,5% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,4% e 34,5%, respectivamente, nos financiamentos habitacionais, no segmento de pessoas físicas, e de 0,3% e 15,3%, na ordem, nos créditos com recursos do BNDES entre as operações destinadas a pessoas jurídicas.
64. A taxa média geral de juros das operações de crédito do sistema financeiro, após dez meses de recuos sucessivos e redução acumulada de 5,2 p.p. nos últimos doze meses, apresentou alta de 0,5 p.p. em janeiro, atingindo 18,5% a.a. As taxas médias relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 24,6% e 13,9% no mês, assinalando elevações respectivas de 0,3 p.p. e 0,6 p.p. em relação a dezembro, e recuos de 6,2 p.p. e 4,5 p.p. na comparação com janeiro de 2012.
65. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu 88,5 meses em janeiro, ante 87,7 meses em dezembro e 72,8 meses em janeiro de 2012. O prazo relativo ao segmento de pessoas físicas subiu 2,3 meses e 18,4 meses, nas mesmas bases de comparação, e o referente a pessoas jurídicas recuou 0,6 mês relativamente a dezembro e aumentou 13,6 meses ante o mesmo mês do ano anterior, alcançando 125,3 meses para pessoas físicas e 60,5 meses para pessoas jurídicas.
66. A taxa de inadimplência do sistema financeiro, correspondente às operações com atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 3,7%, permanecendo estável em relação ao mês anterior e apresentando retração de 0,1 p.p. em relação a janeiro de 2012. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 5,5%, diminuindo 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e 0,4 p.p. em doze meses, enquanto o relativo a pessoas jurídicas manteve-se estável em 2,2% em janeiro, com elevação de 0,1 p.p. em doze meses.

Ambiente externo

67. 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 quarto trimestre de 2012, as variações trimestrais anualizadas do PIB mostraram crescimento na China, 8,2%; estabilidade nos EUA, 0,1%; e contrações no Japão, -0,4%, e na Área do Euro, -2,3%, ante variações respectivas de 8,7%, 3,1%, -3,8% e -0,3% no trimestre anterior. Nos EUA, a estabilidade do PIB refletiu as contribuições negativas dos estoques, dos gastos governamentais e das exportações, e os aumentos das contribuições positivas do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo. A taxa de desemprego segue em patamar elevado, oscilando entre 7,8% e 7,9% desde setembro, e a geração de postos de trabalho não rurais alcançou 157 mil em janeiro,

com revisões positivas nos meses de novembro e dezembro. O mercado imobiliário residencial permanece em recuperação. A atividade na Área do Euro acumula cinco trimestres consecutivos de contração, com a taxa de desemprego subindo para 11,9% em janeiro, a maior da série histórica. No entanto, os últimos indicadores de produção industrial, referente a dezembro de 2012, e de sentimento econômico, referente a fevereiro de 2013, apresentaram melhoras. No Japão, a contração no último trimestre de 2012 foi influenciada pelos recuos em investimentos empresariais, exportações e variação de estoques privados. No entanto, a produção industrial, que cresceu em três dos últimos quatro meses até janeiro; a corrente de comércio, que em janeiro registrou o primeiro crescimento interanual em oito meses; e o PMI Manufatura de fevereiro, em alta pelo segundo mês consecutivo, sugerem melhora nas condições da economia. Na China, a despeito da desaceleração marginal do PIB, as médias das taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, da produção industrial e das vendas no varejo aumentaram no quarto trimestre em comparação ao trimestre anterior. O PMI Composto, após registrar elevação por cinco meses consecutivos, recuou para 51,4 em fevereiro.

68. A percepção de risco aumentou desde a última reunião do Copom, em especial a partir da segunda quinzena de fevereiro, fruto de incertezas associadas à duração do programa de compra de ativos por parte do Federal Reserve e à crescente probabilidade de cortes no orçamento, nos EUA, e à indefinição no processo eleitoral italiano. Nesse cenário, o dólar valorizou-se frente às principais moedas e os índices CBOE VIX e Embi+ registraram elevações. As bolsas de valores registraram comportamentos distintos, com a maior parte dos índices referentes às economias desenvolvidas em alta, em especial o Nikkei, do Japão, e os de economias emergentes em baixa. Em relação aos preços internacionais de commodities, houve redução em sua maior parte. O índice S&P GSCI Commodity Spot e os respectivos subíndices para agrícolas, metais industriais e energia anotaram desvalorizações. Entre as commodities agrícolas, destacam-se as baixas nos preços de açúcar, café, milho e trigo, e a alta do algodão.
69. Em dezembro, a variação anual do IPC global, dados do International Financial Statistics (IFS), do Fundo Monetário Internacional (FMI), aumentou para 3,5%, ante 3,4% em novembro, fruto da elevação para 6,3% da variação do IPC nas economias emergentes, maior patamar em oito meses, ante 6,0% em novembro. Nas economias avançadas, a variação anual do IPC manteve-se no mesmo patamar de novembro, 1,6%. Entre as economias desse grupo, registrem as reduções nos EUA e na Área do Euro, que, em janeiro, atingiram, respectivamente, 1,6% e 2,0%, os menores valores desde julho de 2012 e novembro de 2010.
70. 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, Hungria, Índia e Polônia, que as reduziram. Destaque-se que, no Japão, em 22 de janeiro, o BoJ alterou para 2% sua meta de estabilidade de preço e optou por Programa de Compra de Ativos sem data de encerramento, a vigorar a partir de janeiro de 2014.

Comércio exterior e reservas internacionais

71. A balança comercial brasileira apresentou deficit de US\$1,3 bilhão em fevereiro, resultado de exportações de US\$15,6 bilhões e importações de US\$16,8 bilhões. O deficit acumulado no primeiro bimestre do ano somou US\$5,3 bilhões, ante superavit de US\$399 milhões em igual período de 2012, refletindo retração de 5,5% nas exportações e aumento de 11,8% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio registrou expansão de 3,1% no período, consideradas as médias diárias, somando US\$68,3 bilhões, ante US\$67,9 bilhões no ano anterior.
72. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra, totalizaram US\$376,5 bilhões em fevereiro, reduções de US\$1,3 bilhão no mês e de US\$2,1 bilhões na comparação com o final

de 2012. No conceito caixa, o estoque totalizou US\$373,7 bilhões, ampliações de US\$325 milhões em relação ao mês anterior e de US\$594 milhões comparativamente a dezembro de 2012. No mês, não houve intervenção à vista, tendo o Banco Central liquidado compras de US\$1,6 bilhão em operações de linhas com recompra, no mercado doméstico de câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

73. Após a reunião do Copom de janeiro, a curva de juros doméstica apresentou elevação em toda a sua extensão. Dentre os fatores determinantes para esse movimento, destacam-se, no cenário doméstico, a divulgação de índices de preços mais pressionados e a expectativa do mercado pelo início do ciclo de alta da meta para a taxa Selic. Entre 14 de janeiro e 4 de março de 2013, as taxas de juros de um, três e seis meses aumentaram 0,09 p.p., 0,13 p.p. e 0,40 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos aumentaram 0,62 p.p., 0,70 p.p. e 0,64 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, aumentou de 1,47% em 14 de janeiro para 1,98% em 4 de março, devido, principalmente, à elevação das taxas nominais.
74. Em 28 de janeiro, o Banco Central realizou leilão de swap cambial tradicional com vencimento em 1º de março, em montante equivalente a US\$1,8 bilhão. Em 8 e 15 de fevereiro, realizou leilões de swap cambial reverso, com vencimento em 1º de março, que totalizaram o equivalente a US\$1,8 bilhão, “zerando” sua posição líquida em contratos de swap cambial.
75. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 15 de janeiro a 4 de março, operações compromissadas com prazo de três e de seis meses, tomando recursos no valor de R\$59,4 bilhões e R\$85,1 bilhões, respectivamente. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$265,2 bilhões entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013 para R\$361,1 bilhões entre 15 de janeiro e 4 de março. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 33 dias úteis, reduzindo o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$223,4 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, em 32 ocasiões, sendo em 31 delas como tomador de recursos. Realizou, também, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. O saldo diário médio tomador dessas operações de curtíssimo prazo foi de R\$39,6 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central aumentou de R\$587,7 bilhões entre 27 de novembro de 2012 e 14 de janeiro de 2013 para R\$624,1 bilhões entre 15 de janeiro e 4 de março. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra recuou de R\$652,9 bilhões em 14 de janeiro para R\$624,8 bilhões em 4 de março. 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.
76. Entre 15 de janeiro e 4 de março, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$36,3 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$26,0 bilhões, sendo R\$19,9 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2013, 2014, 2015 e 2016, e R\$6,1 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F) com vencimentos em 2019 e 2023. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$5,5 bilhões, 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 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante de R\$4,8 bilhões.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

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 Correa Marques
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária

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 Correa 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 Kurrle

Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso

Chefe de Gabinete do Presidente (Gapre)

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DCL	Dívida consolidada líquida
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 Getúlio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
GFSM	<i>Government Finance Statistics Manual</i>
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
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-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
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
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
NTN-C	Nota do Tesouro Nacional – Série C
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PCA	Programa de Compra de Ativos
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
RCL	Receita corrente líquida
RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SF	Senado Federal
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index