

Relatório de Inflação

Junho 2013

Volume 15 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2013
Volume 15 | Número 2



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 15	nº 2	jun.	2013	p. 1-129
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 2.

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.

D 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/?faleconosco>>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	17
1.6 Conclusão	17
Preços	21
2.1 Índices gerais	21
2.2 Índices de preços ao consumidor	22
2.3 Preços monitorados	23
2.4 Núcleos	23
2.5 Expectativas de mercado	24
2.6 Conclusão	24
Políticas creditícia, monetária e fiscal	29
3.1 Crédito	29
Taxas de juros e inadimplência	30
3.2 Agregados monetários	32
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	32
Mercado de capitais	33
3.3 Política fiscal	33
Necessidades de financiamento do setor público	34
Operações do Banco Central no mercado aberto	36
Dívida mobiliária federal	36
Dívida líquida do setor público	37
3.4 Conclusão	37
Economia internacional	43
4.1 Atividade econômica	43
4.2 Política monetária e inflação	45
4.3 Mercados financeiros internacionais	46
4.4 <i>Commodities</i>	48
4.5 Conclusão	49

Setor externo	51
5.1 Movimento de câmbio	51
5.2 Comércio de bens	52
5.3 Serviços e renda	54
5.4 Conta financeira	55
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	57
5.6 Conclusão	57

Perspectivas para a inflação	61
6.1 Determinantes da inflação	62
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	67
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	75

Boxes

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2013	18
Evolução Recente dos Preços de Alimentos no Atacado e no Varejo	25
Evolução do <i>Portfolio</i> das Dívidas Bancárias das Famílias	38
Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral	41
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2013	58
Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2013	79
Extração de Expectativas de Inflação a partir de Instrumentos Financeiros	85

Anexo	91
--------------	-----------

Apêndice	123
-----------------	------------

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. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê reafirma sua visão de que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir ao início (ou sua 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.

Ainda sobre o âmbito externo, em linhas gerais, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada, desde o último Relatório. De fato, as evidências ainda apontam taxas de crescimento, em economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial, aliadas a certa acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais, bem como maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos.

A despeito de sinais que indicam recuperação de importantes economias, a fragilidade presente em alguns blocos econômicos, bem como incertezas sobre desenvolvimentos futuros da economia global ainda se apresentam como fatores importantes de contenção da demanda agregada doméstica. Não obstante, o cenário central contempla ritmo de atividade global mais intenso no horizonte relevante para a política monetária.

No âmbito doméstico, o ritmo de atividade no primeiro trimestre se manteve no patamar registrado no quarto trimestre de 2012. Observaram-se, entretanto, mudanças na composição do crescimento. Em termos de demanda, as Contas Nacionais divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostram que o mercado interno continuou sendo o principal suporte da economia, e, no primeiro trimestre de 2013, foi significativa a expansão dos investimentos. O consumo das famílias continuou em elevação, não obstante certa moderação, amparado pela

expansão do crédito, pela geração de empregos e de renda. Por sua vez, a análise da oferta revelou desempenho robusto do setor agropecuário, sustentado pela safra de grãos, bem como a continuidade da recuperação da indústria. Cabe notar, ainda, que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano, ou seja, uma trajetória de crescimento, no horizonte relevante para a política monetária, mais alinhada com o crescimento potencial.

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 remanescentes das ações de política implementadas em 2012. 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 e da recuperação da produção industrial.

As operações de crédito do sistema financeiro continuaram em expansão no trimestre encerrado em abril. O ambiente de taxas de juros em níveis historicamente reduzidos e de contenção dos indicadores de inadimplência concorre para a continuidade de expansão do crédito nos próximos semestres. O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão 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.

O desempenho das contas públicas nos primeiros meses do ano repercutiu, particularmente, efeitos de ações de estímulo fiscal adotadas recentemente. A continuidade da expansão da economia deverá contribuir para a recuperação da arrecadação, com reflexos positivos sobre o resultado fiscal. 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 *deficit* de US\$5,4 bilhões registrado pela balança comercial nos cinco primeiros meses do ano, ante *superavit* de US\$6,3 bilhões em igual intervalo de 2012, em parte, reflete a diferença entre o ritmo de crescimento da absorção interna no Brasil e nos principais parceiros comerciais. Também contribuiu para esse resultado o registro defasado

de importações de petróleo, estimadas em US\$4,6 bilhões, ocorridas no final de 2012. Note-se, ainda, que de janeiro a maio de 2013, houve aumento de gastos líquidos com serviços e rendas, de modo que o *deficit* em transações correntes atingiu US\$39,6 bilhões, ante US\$20,9 bilhões, no período correspondente de 2012.

Os ingressos líquidos de recursos externos sob a forma de investimentos diretos, títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizaram US\$43,1 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$31,8 bilhões em igual período de 2012.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses alcançou 6,50% em maio, 1,51 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada em maio de 2012. O aumento da inflação se deveu à aceleração dos preços livres, que variaram 8,11% em doze meses até maio (2,56 p.p. acima da variação registrada até maio de 2012). Os preços administrados por contrato e monitorados variaram 1,54% (1,95 p.p. abaixo da variação registrada em maio de 2012). O grupo de alimentos e bebidas variou 13,52% em doze meses (6,33% até maio de 2012). Por sua vez, a inflação do setor de serviços atingiu 8,51% em doze meses até maio. O Copom considera que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços – a exemplo dos recentemente observados – 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 7 de junho de 2013 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,10/US\$ e meta para a taxa Selic em 8,00% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,0% em 2013, 5,4% em 2014 e 5,5% no segundo 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, 5,2% em 2014 e 5,3% no segundo trimestre de 2015.

No que se refere ao crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), a projeção para 2013, de acordo com o cenário de referência, é de 2,7% (0,4 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior) e de 3,0% em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2014.

O Copom destaca que o cenário central contempla evidências de deslocamento, para baixo, da taxa neutra nos últimos anos. Essa avaliação encontra respaldo nos modelos de projeção utilizados pelo Banco Central, bem como na dinâmica dos rendimentos de títulos – públicos e privados – sejam eles negociados nos mercados domésticos ou internacionais. O Comitê pondera, adicionalmente, que, na grande maioria dos casos, também apontam nessa direção variáveis mencionadas pela literatura como determinantes de declínio na taxa neutra.

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.

O Comitê avalia que, no curto prazo, a inflação em doze meses ainda apresenta tendência de elevação e que o balanço de riscos para o cenário prospectivo se apresenta desfavorável.

O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2013			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,2	-0,4	0,0	0,5
Combustíveis e lubrificantes	0,8	-2,6	2,7	3,3
Hiper, supermercados	1,5	-1,5	-2,1	-0,4
Tecidos, vestuário e calçados	-0,1	-0,6	3,8	-0,5
Móveis e eletrodomésticos	-3,0	-0,1	0,8	0,7
Artigos farmacêuticos, médicos	3,3	2,3	-1,7	6,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	0,8	-0,1	-5,9	4,5
Equipamentos e materiais para escritório	19,8	7,2	-6,6	-1,1
Outros artigos de uso pessoal	3,9	-2,7	0,7	2,5
Comércio ampliado	0,4	-0,7	0,2	1,9
Materiais de construção	1,1	0,8	0,7	1,1
Automóveis e motocicletas	-1,1	-1,6	1,9	0,4
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	0,5	0,1	-0,1	-0,1
Combustíveis e lubrificantes	-1,0	-1,4	-0,4	0,9
Hiper, supermercados	1,2	0,5	-0,3	-2,1
Tecidos, vestuário e calçados	1,1	1,0	1,8	1,9
Móveis e eletrodomésticos	1,1	1,2	-1,1	-0,5
Artigos farmacêuticos, médicos	0,1	1,0	3,0	4,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,6	0,8	-1,5	-2,5
Equipamentos e materiais para escritório	-4,4	1,6	11,0	10,6
Outros artigos de uso pessoal	4,9	1,2	0,7	-0,4
Comércio ampliado	0,2	1,8	0,2	0,6
Material de construção	3,5	4,4	3,7	3,4
Automóveis e motocicletas	1,4	6,8	-0,1	0,2
No ano				
Comércio varejista	5,9	2,9	3,5	3,0
Combustíveis e lubrificantes	9,2	4,0	3,9	5,0
Hiper, supermercados	3,3	0,6	1,8	0,0
Tecidos, vestuário e calçados	5,2	3,0	4,0	5,6
Móveis e eletrodomésticos	5,8	2,7	1,5	3,3
Artigos farmacêuticos, médicos	10,6	8,7	7,3	9,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	6,1	6,2	5,2	6,5
Equipamentos e materiais para escritório	8,7	6,9	3,6	4,0
Outros artigos de uso pessoal	14,0	10,0	11,9	10,7
Comércio ampliado	7,0	4,2	3,8	5,1
Materiais de construção	11,0	7,8	5,0	7,8
Automóveis e motocicletas	8,0	5,7	4,1	8,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, quando havia registrado expansão semelhante, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A análise da oferta revela desempenho robusto do setor agropecuário, sustentado pelo resultado favorável da safra de grãos, enquanto no âmbito da demanda, ressaltam-se o dinamismo da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), impulsionado pelo aumento na absorção de bens de capital, e a continuidade do crescimento do consumo das famílias, mas com moderação na margem.

Prospectivamente, indicadores coincidentes sugerem expansão da atividade neste e nos próximos trimestres, que tende a ser sustentada, de um lado, por uma safra recorde de grão e pela retomada da produção industrial, com repercussões sobre o setor de serviços; e, de outro, pela expansão dos investimentos e pela continuidade da expansão moderada do consumo.

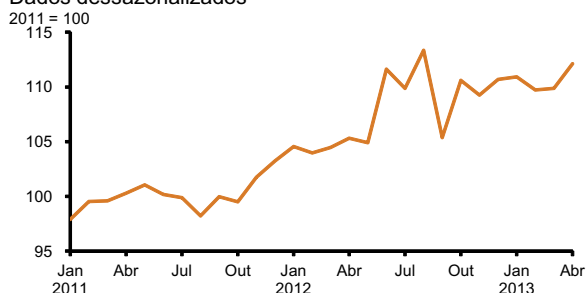
1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado cresceram 0,6% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando haviam aumentado 0,2%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Ocorreram aumentos nas vendas em seis dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os relativos a equipamentos e materiais para escritório e comunicação, 10,6%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 4,8%; material de construção, 3,4%. Em oposição, ressaltam-se os recuos nas vendas de livros, jornais, revistas e papelaria, 2,5%; e nos segmentos hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 2,1% e móveis e eletrodomésticos, 0,5%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de

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

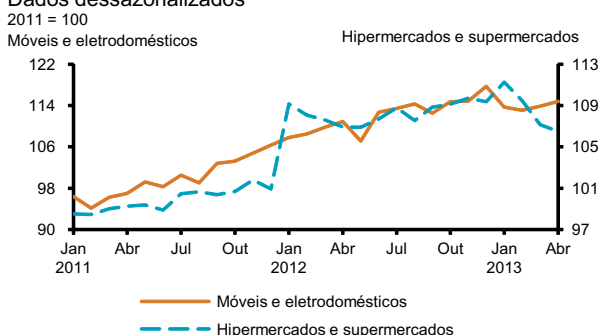
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

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

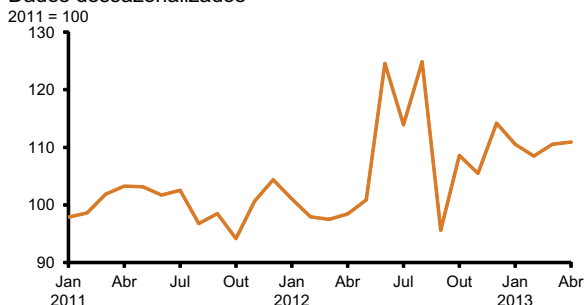
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

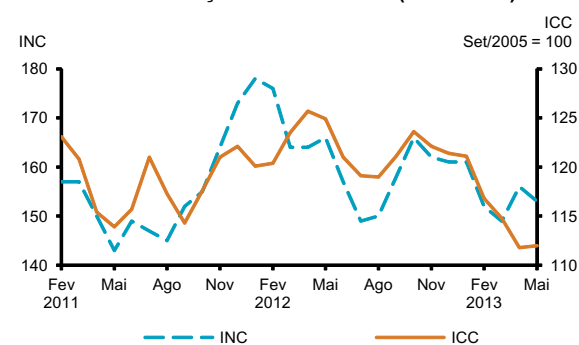
Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo – Veículos e motos, partes e peças

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)



Fontes: ACSP e FGV

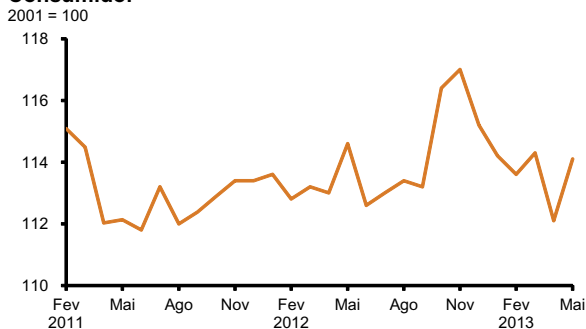
construção, registraram retração de 0,1% e elevação de 0,5% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais assinalados nas regiões Norte, 1,5%, e Centro-Oeste, 0,8%, e os recuos de 1% no Sul e de 0,6% no Sudeste.

Alguns indicadores sugerem moderação no ritmo de crescimento do setor no início do segundo trimestre de 2013. Por exemplo, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 29% na PMC, cresceram 0,4% no trimestre finalizado em abril de 2013, em relação ao encerrado em janeiro, quando aumentaram 1,1%, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, variou, nos mesmos períodos, 1,9% e 1,5%, respectivamente. As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), recuaram 9,3% no trimestre encerrado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando haviam crescido 7,5%, no mesmo tipo de comparação. Importa notar entretanto, que essa forte variância nas vendas se deve, em parte, a incentivos tributários direcionados ao setor.

Indicadores de inadimplência no comércio seguem mostrando certa estabilidade, ainda que em nível elevado. Por exemplo, a relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,5% em abril, ante 6,4% em igual mês de 2012, ressaltando-se o aumento de 0,5 p.p., para 10,2%, no indicador do Nordeste, maior patamar entre as cinco regiões do país. De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), a inadimplência no estado de São Paulo atingiu 7,8% em maio, ante 8,1% em igual período de 2012. O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor registrou variações mensais respectivas de 0,7%, -1,2% e -0,2% em fevereiro, março e abril, de acordo com dados dessazonalizados.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), registrou recuo mensal de 0,4% em maio, oitava retração consecutiva nessa base de comparação, atingindo o menor patamar desde março de 2010. Ocorreram, no mês, elevação de 0,9% no Índice da Situação Atual (ISA) e recuo de 1,2% no Índice das Expectativas (IE). O ICC decresceu 10,3% em relação a igual mês de 2012, resultado de recuos de 15,3% no ISA e 6,9% no IE.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), tem apresentado comportamento volátil nos últimos meses. Nesse contexto, o indicador registrou variação mensal de 1,8% em maio, ante -1,9% em abril e 0,6% em março. O resultado de maio refletiu, principalmente, o impacto das melhoras nos componentes relacionados às expectativas de compras de bens de maior valor e à inflação, atenuado, em parte, pela elevação no pessimismo relacionado ao desemprego.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos *Public Affairs* para a ACSP, após cinco recuos mensais em sequência, aumentou 4,7% em abril. Ocorreram elevações nas regiões Norte/Centro-Oeste, 14%; Nordeste, 9,2%; e no Sudeste, 6,1%, e retração de 7,2% na região Sul, 7,2%. O INC recuou 4,9% em relação a abril de 2012.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, decresceu 6,2% em maio, maior retração mensal desde agosto de 2008, resultado de reduções de 5,2% no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 6,9% no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC). Em maio, o ICC se posicionou no menor patamar desde setembro de 2009.

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

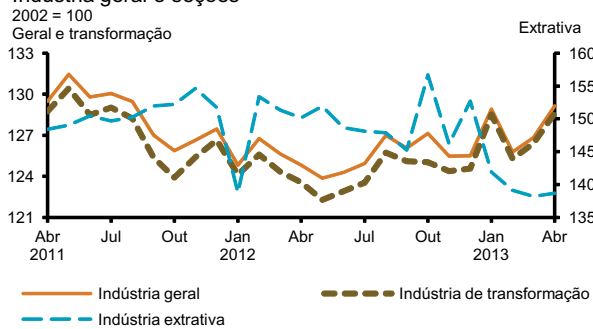
Discriminação	2013			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Indústria geral	-0,1	0,4	0,9	0,5
Por seção				
Indústria extrativa	-2,0	-3,2	-8,0	-5,6
Indústria de transformação	0,4	1,0	1,7	0,8
Por categoria de uso				
Bens de capital	2,2	5,0	9,3	8,8
Bens intermediários	-0,6	-0,0	0,3	0,2
Bens de consumo	0,2	-0,7	-1,0	-2,0
Duráveis	-0,5	-1,9	-1,6	-2,5
Semi e não duráveis	0,2	-0,1	-0,9	-1,7

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções



Fonte: IBGE

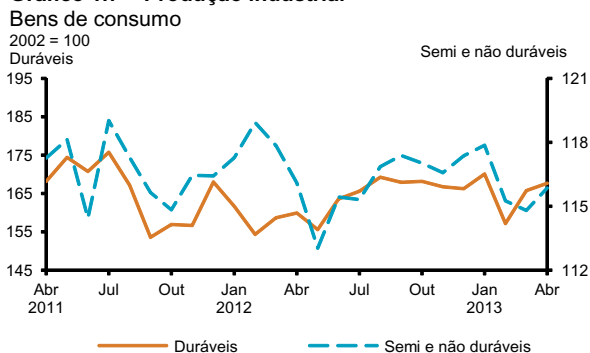
1/ Séries com ajuste sazonal.

1.2 Produção

A produção física da indústria aumentou 0,5% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia recuado 0,1%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Ocorreram variações de -5,4% na indústria extrativa e de 0,8% na de transformação, destacando-se os aumentos nas atividades máquinas para escritórios e equipamentos de informática, 13%; calçados e couro, 11,3%; e produtos diversos, 8,9%; e os recuos nas indústrias farmacêutica, 10,1%; de bebidas, 4,7%; e fumo, 3,2%.

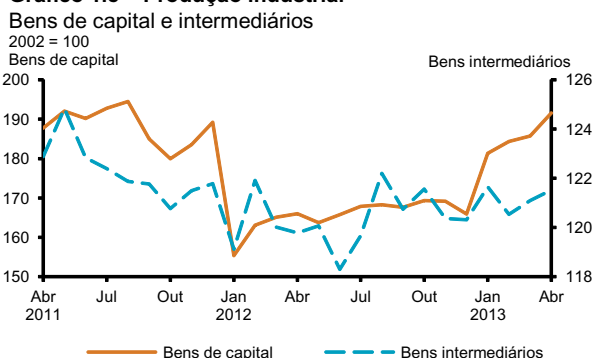
A análise por categorias de uso revela que as indústrias de bens de capital e de bens intermediários cresceram 8,8% e 0,2%, respectivamente, no trimestre, contrastando com as retrações respectivas de 2,5% e 1,7% nas produções de bens de consumo duráveis e de bens de consumo semi e não duráveis.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}



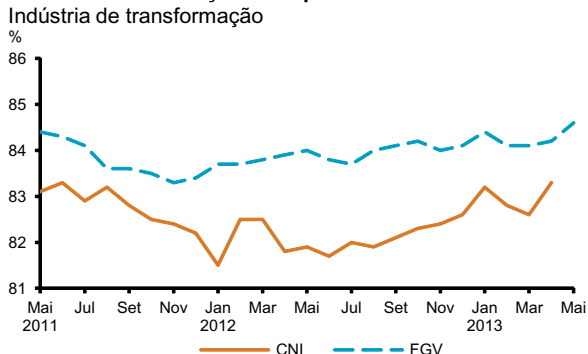
Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

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



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

O pessoal ocupado assalariado na indústria recuou 0,2% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real diminuiu 1,7%.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu, em média, 84,3% no trimestre finalizado em maio, ante 84,2% naquele encerrado em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Ocorreram aumentos de 0,7 p.p. nas indústrias de bens de capital e de bens intermediários, e reduções respectivas de 0,7 p.p. e 1,2 p.p. nas indústrias de bens de consumo duráveis e de bens de consumo semi e não duráveis.

O índice de estoques da indústria, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV atingiu média de 102,2 pontos no trimestre finalizado em maio¹, ante médias de 103,9 nos últimos cinco anos e de 101,2 pontos no trimestre anterior. Ressalte-se que a distribuição dos estoques mostrou-se mais homogênea entre as categorias de uso, com eliminação, no trimestre, de parcela dos estoques excessivos na indústria de bens de capital e recomposição dos estoques na indústria de bens de consumo duráveis.

O Índice de Confiança da Indústria² (ICI), medido pela FGV, registrou média de 104,7 pontos no trimestre encerrado em maio, ante 106,5 pontos naquele finalizado em fevereiro, recuo decorrente de retrações nas indústrias de bens de consumo duráveis, 6,6 pontos; bens de consumo não duráveis, 5,4 pontos; e bens de capital, 0,1 ponto; e estabilidade na relativa a bens intermediários.

O Índice Gerentes de Compras³ (PMI) da indústria recuou para 50,4 pontos em maio, considerada a série dessazonalizada pela Markit, sinalizando menor dinamismo da atividade industrial pelo quarto mês seguido.

Serviços

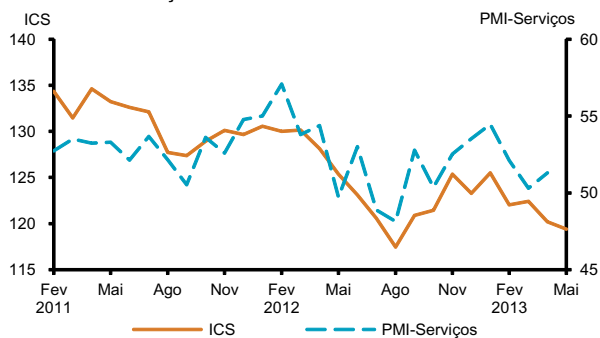
O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 119,4 pontos em maio, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, menor patamar desde agosto de 2012. O recuo mensal de

1/ Complemento de 200 pontos do índice original divulgado pela FGV. Valores acima de 100 pontos indicam estoques acima do planejado.

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

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

Gráfico 1.10 – 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

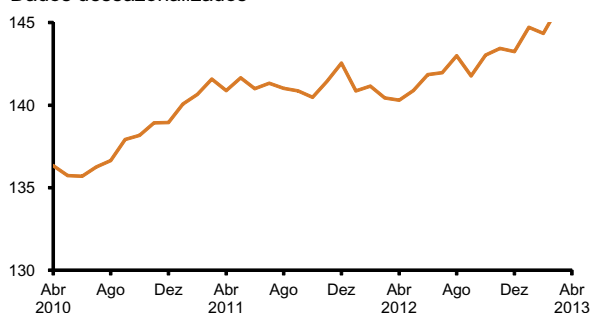
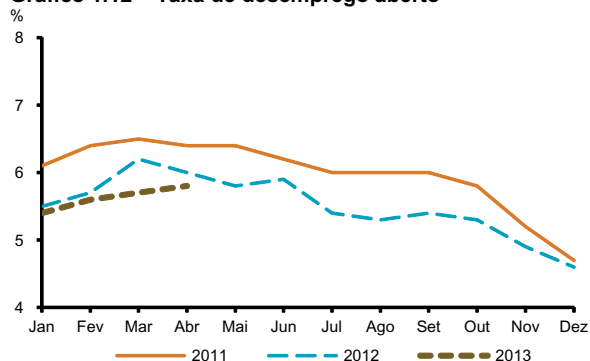


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2012	2013		
		1º trim	Abr	No ano ^{2/}
Total	868,2	264,8	196,9	461,7
Indústria de transformação	33,2	102,6	40,6	143,2
Comércio	270,4	-74,7	16,6	-58,1
Serviços	501,5	158,2	75,2	233,4
Construção civil	70,9	68,8	32,9	101,7
Agropecuária	-24,6	-14,8	24,8	10,0
Serviços ind. de util. pública	8,3	3,9	2,2	6,1
Outros ^{1/}	8,4	20,9	4,5	25,4

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a abril.

0,7% resultou de reduções de 1,1% no Índice de Situação Atual (ISA-S) e 0,4% no Índice de Expectativas (IE-S). O ICS encontra-se, atualmente, em patamar 5,6 pontos abaixo da média histórica.

O Índice de Gerentes de Compras (PMI-Serviços) relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 53,4 pontos em abril, ante 55,5 pontos em igual mês de 2012, sugerindo a manutenção do crescimento do setor. Considerados dados dessazonalizados, o indicador totalizou 51,3 pontos em abril, ante 50,3 pontos em março e 52,1 pontos em fevereiro.

Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)

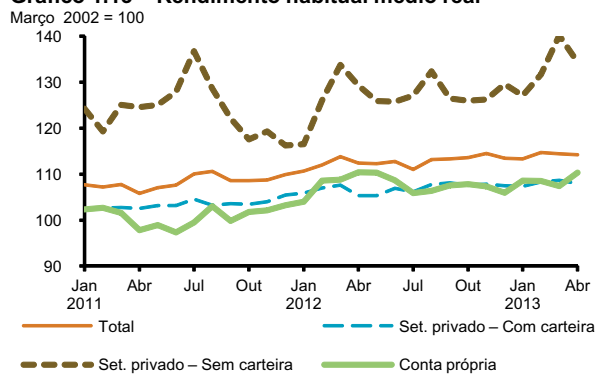
O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) aumentou 1,38% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia crescido 0,84%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador variou 7,30% em abril, ante 1,16% em março e 0,44% em fevereiro.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,7%, em média, no trimestre encerrado em abril, ante 6,0% em igual período de 2012. Considerando dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 5,4% nos trimestres encerrados em abril e em janeiro de 2013, com recuos de 0,6% tanto na população ocupada quanto na população economicamente ativa.

Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), houve criação líquida de 432,8 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em abril de 2013, ante 479,3 mil em igual período de 2012, dos quais 218,6 mil no setor de serviços, 99,9 mil na indústria de transformação e 68,3 mil na construção.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 1,5% no trimestre encerrado em abril de 2013, em relação a igual período do ano anterior, segundo a PME, ante de 3,6% no trimestre finalizado em janeiro, na

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real

mesma base de comparação. A desaceleração decorreu de variações respectivas de 2,4%, -2,9% e -0,5% nas categorias de empregados, empregadores e de trabalhadores por conta própria. O rendimento dos empregados no setor privado cresceu 2,2% no período, resultado de expansões respectivas de 1,6% e 4,4% nos segmentos de trabalhadores com e sem carteira assinada. Considerando-se a desagregação setorial, destacam-se os ganhos reais nas atividades serviços domésticos, 5,3%; construção, 4,6%; e comércio, 2,9%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, aumentou 2,8% no período.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2012				2013
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	-8,5	-3,0	-1,0	-2,3	17,0
Indústria	0,1	-1,2	-1,1	-0,8	-1,4
Extrativa mineral	2,2	0,1	-0,9	-1,1	-6,6
Transformação	-2,6	-4,0	-3,2	-2,5	-0,7
Construção civil	3,3	2,4	2,0	1,4	-1,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,6	4,0	3,4	3,6	2,6
Serviços	1,6	1,5	1,5	1,7	1,9
Comércio	1,6	0,9	1,0	1,0	1,2
Transporte, armazenagem e correio	1,2	0,3	0,0	0,5	0,3
Serviços de informação	4,1	3,4	3,0	2,9	2,5
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	0,3	1,1	0,4	0,5	1,5
Outros serviços	0,5	0,8	1,1	1,8	2,6
Atividades imobiliárias e aluguel	1,2	1,3	1,4	1,3	1,9
Administração, saúde e educação públicas	2,9	3,1	2,9	2,8	2,2
Valor adic. a preços básicos	0,6	0,5	0,6	0,8	1,8
Impostos sobre produtos	1,6	1,2	1,2	1,6	2,4
PIB a preços de mercado	0,8	0,6	0,7	0,9	1,9
Consumo das famílias	2,5	2,5	2,8	3,1	2,1
Consumo do governo	3,4	3,2	3,2	3,2	1,6
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-2,1	-2,9	-3,9	-4,0	3,0
Exportação	6,6	1,7	-0,1	0,5	-5,7
Importação	6,3	3,8	0,2	0,2	7,4

Fonte: IBGE

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A análise sob a ótica da oferta revela que esse desempenho reflete, em especial, a expansão de 9,7% na agropecuária, favorecida pelo dinamismo das lavouras de soja, milho e arroz, que, segundo o IBGE, deverão crescer 23,5%, 10% e 3,9%, respectivamente, em 2013. A indústria e o setor de serviços registraram variações respectivas de -0,3% e 0,5%, no trimestre.

Sob a ótica da demanda, destacou-se o aumento de 4,6% na FBCF. Ainda no âmbito da absorção doméstica, observou-se crescimento de 0,1% no consumo das famílias e estabilidade no consumo governamental. Em relação ao setor externo, as exportações recuaram 6,4% e as importações aumentaram 6,3%, no período.

O PIB aumentou 1,9% em relação ao primeiro trimestre de 2012, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 17% na agropecuária, 1,9% nos serviços e -1,4% na indústria. O desempenho do setor secundário evidenciou os resultados negativos da indústria extrativa, -6,6%; na construção, -1,3%; e na indústria de transformação, -0,7%, contrastando com o crescimento de 2,6% na produção e distribuição de eletricidade, gás e água. No setor terciário, destacaram-se os aumentos nas atividades outros serviços, 2,6%; serviços de informação, 2,5%; e administração, educação e saúdes públicas, 2,2%.

No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com 3,7 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 1,2 p.p. no trimestre encerrado em dezembro de 2012, resultado de expansões respectivas de 3,0%, 2,1% e 1,6% na FBCF e nos consumos das famílias e do governo.

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2012				2013
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	0,1	0,3	0,3	0,6	0,6
Agropecuária	-11,2	8,7	4,8	-6,1	9,7
Indústria	1,1	-1,6	0,6	0,0	-0,3
Serviços	0,0	0,8	0,3	0,7	0,5
Consumo das famílias	1,2	0,7	0,9	1,0	0,1
Consumo do governo	1,8	0,9	0,0	0,6	0,0
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-2,5	-1,5	-1,6	1,3	4,6
Exportação	0,3	-4,1	-0,3	6,1	-6,4
Importação	-0,3	0,2	-7,2	8,4	6,3

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)

Discriminação	2013			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Insumos da construção civil	-0,5	-1,7	-1,1	1,1
Bens de capital	-4,2	2,3	9,6	12,1
Tipicamente industrializados	-3,8	-2,6	2,3	10,3
Agrícolas	-1,3	0,4	5,7	13,7
Peças agrícolas	13,8	-3,8	-8,8	-6,3
Construção	-37,8	-36,4	-17,8	-1,8
Energia elétrica	-5,3	3,1	3,8	7,3
Equipamentos de transporte	3,7	14,9	25,0	19,4
Misto	-11,2	-8,6	-1,2	3,7

Fonte: IBGE

O setor externo, traduzindo variações respectivas de 7,4% e -5,7% nas importações e nas exportações, contribuiu com -1,7 p.p. no período.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas variações de estoques, aumentaram 3% no primeiro trimestre de 2013, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF variou 4,6% em relação ao quarto trimestre de 2012.

A absorção de bens de capital cresceu 11,6% no primeiro trimestre do ano, relativamente a igual período de 2012, resultado de variações respectivas de 9,6%, -22,8% e 7,1% na produção, exportação e importação desses bens. Destaque-se o crescimento na produção dos segmentos relacionados à finalidade bens de capital, contrastando com o recuo de 1,1% na produção de insumos típicos da construção civil.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESPar) – somaram R\$37,2 bilhões no primeiro trimestre de 2013. O aumento de 51,8% em relação a igual período do ano anterior refletiu as elevações nos recursos destinados à agropecuária, 112,6%; indústria de transformação, 112,6%; indústria extrativa, 35,1%; e ao setor comércio e serviços, 18,7%, que representaram, na ordem, 12,7%, 35,8%, 1,1% e 50,5% do total de desembolsos no período.

1.6 Conclusão

A atividade econômica continua se expandindo e tende a convergir para trajetória de crescimento mais alinhada com o potencial. Indicadores de atividade relativos ao segundo trimestre de 2013 sugerem continuidade desse processo de expansão, sustentado pela retomada do produto industrial, com repercussões sobre o setor de serviços; pelo desempenho da produção agrícola; pela continuidade da expansão do consumo das famílias, favorecida pelos programas de transferência de renda e pelos ganhos de renda real; e pelas perspectivas favoráveis para o investimento.

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2013

Revisão da projeção para 2013

A projeção para o PIB de 2013, incorporando os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o primeiro trimestre do ano e informações disponíveis sobre o trimestre em curso, indica expansão de 2,7% (3,1%, no Relatório anterior).

A produção agropecuária deverá crescer 8,4% (estimativa anterior de 6,0%) haja vista o desempenho no primeiro trimestre do ano melhor do que o antecipado. Para a produção da indústria, a projeção indica crescimento 1,2% (2,3% no último Relatório), com diminuição de 3,1% na produção da indústria extrativa (3% na estimativa anterior) e aumento de 1,1% na da construção civil (1,8% no último Relatório). O crescimento do setor de serviços em 2013 está projetado em 2,6% (3,1% na estimativa anterior).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressaltam-se elevação, de 4% para 6,1%, na projeção da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), em parte pelos resultados de indicadores coincidentes para o segundo trimestre; e redução, de 3,5% para 2,6%, no consumo das famílias, reflexo, em parte, do desempenho observado no primeiro trimestre. A projeção para o consumo do governo passou de 2,8% para 2,4%.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações foi revista em -1,7 p.p., para 2,8%, em linha com o observado no primeiro trimestre, e com estatísticas disponíveis sobre o segundo trimestre. A expansão das importações foi revisada para 7,6%, ante 7% na projeção anterior.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2013 é estimada em 3,4 p.p. e a do setor externo, em -0,7 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em março de 2014 é estimado em 3,0%, patamar 1,8 p.p. superior ao observado, no mesmo tipo de comparação, no primeiro trimestre deste ano (Tabela 1).

A produção agropecuária deverá aumentar 4,9%, ante 3,9% no período de quatro trimestres finalizado em março de 2013.

O crescimento da indústria está estimado em 2,5% (retração de 1,2% em quatro trimestres até março de 2013), sendo de 3,2% na indústria de transformação e de 2,6% na construção civil, com a última sendo impulsionada pelo programa de concessão de serviços públicos. A produção da indústria extrativa mineral deverá manter-se estável, no período.

O setor terciário deverá crescer 2,9% no período de quatro trimestres encerrado em março de 2014 (1,7%, no mesmo tipo de comparação, no primeiro trimestre de 2013). Destacam-se aumentos projetados para as atividades intermediação financeira, 2,4 p.p.; comércio, 2,3 p.p.; e transporte, 2,6 p.p., em linha com as perspectivas de crescimento do crédito e de melhora no desempenho dos setores primário e secundário.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se crescimento de 2,9% para o consumo das famílias (3% em quatro trimestres até março de 2013) e de 2,9% no consumo do governo. Projeta-se aumento de 6,5% na FBCF, em linha com a perspectiva da indústria, especialmente no segmento de construção civil. Exportações e importações de bens e serviços devem registrar elevações respectivas de 6,6% e 5,8%, no período. As projeções acima apontam contribuição de 3 p.p. da demanda interna para o crescimento do PIB, e nula do setor externo.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2013		2014
	I Tri	IV Tri ^{1/}	I Tri ^{1/}
Agropecuária	3,9	8,4	4,9
Indústria	-1,2	1,2	2,5
Extrativa mineral	-3,2	-3,1	0,0
Transformação	-2,1	2,3	3,2
Construção civil	0,3	1,1	2,6
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	3,3	2,6	2,7
Serviços	1,7	2,6	2,9
Comércio	0,9	2,5	3,2
Transporte, armazenagem e correio	0,3	2,2	2,9
Serviços de informação	2,5	3,4	3,8
Interm. financeira e serviços relacionados	0,8	2,7	3,2
Outros serviços	2,3	2,7	2,9
Atividades imobiliárias e aluguel	1,5	1,6	1,4
Administração, saúde e educação públicas	2,7	3,0	3,1
Valor adicionado a preços básicos	1,1	2,5	2,9
Impostos sobre produtos	1,8	3,3	3,5
PIB a preços de mercado	1,2	2,7	3,0
Consumo das famílias	3,0	2,6	2,9
Consumo do governo	2,8	2,4	2,9
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,8	6,1	6,5
Exportação	-2,3	2,8	6,6
Importação	0,6	7,6	5,8

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

As taxas mensais de inflação foram menores no trimestre março a maio do que no anterior. A evolução dos preços ao consumidor refletiu o arrefecimento dos preços nos grupos alimentação, transportes e educação, e a desaceleração nos índices gerais de preços repercutiu, sobretudo, a deflação dos preços agropecuários no atacado. No mesmo sentido, os núcleos de inflação ao consumidor registraram, nos distintos critérios adotados para o seu cálculo, variações mais reduzidas no trimestre encerrado em maio do que no finalizado em fevereiro.

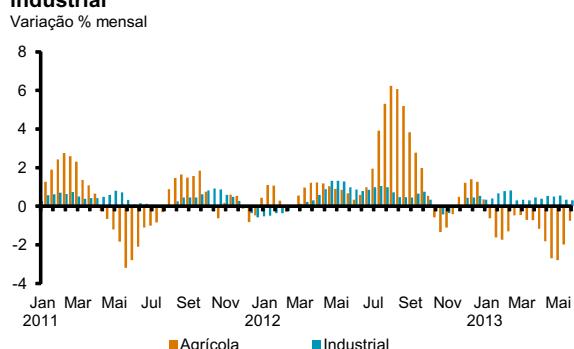
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,31	0,20	0,31	-0,06	0,32
IPA	0,00	0,09	0,12	-0,39	0,01
IPC-Br	1,01	0,33	0,72	0,52	0,32
INCC	0,65	0,60	0,50	0,74	2,25

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 0,57% no trimestre encerrado em maio, ante 1,17% naquele finalizado em fevereiro. A desaceleração refletiu os recuos nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 0,83% para -0,26%; e no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,01% para 1,56%, em parte contrabalançados pelo aumento, de 1,42% para 3,52%, na variação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC).

A desaceleração do IPA esteve associada, fundamentalmente, à intensificação da queda dos preços agropecuários, de 0,86% para 4,11%, com ênfase nas reduções nos preços dos itens tomate, aves e milho. A variação trimestral dos preços industriais, a despeito da aceleração nos preços de minerais metálicos, recuou de 1,52% para 1,27%, em parte devido ao arrefecimento nos preços dos itens produtos químicos orgânicos e derivados do petróleo e álcool. Considerados períodos de doze meses, os preços agrícolas aumentaram 7,52% em maio, ante 15,45% em fevereiro, e os preços industriais, 5,59% e 7,02%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A desaceleração do IPC decorreu, em grande parte, das reduções nas variações trimestrais nos grupos alimentação, de 4,84% para 2,64%; e educação, leitura e recreação, de

4,98% para 0,03%, essa explicada pelo esgotamento da sazonalidade que caracteriza o primeiro bimestre do ano. A aceleração do INCC refletiu os aumentos nas variações dos preços dos itens materiais e serviços, de 1,26% para 1,63%; e mão-de-obra, de 1,57% para 5,30%.

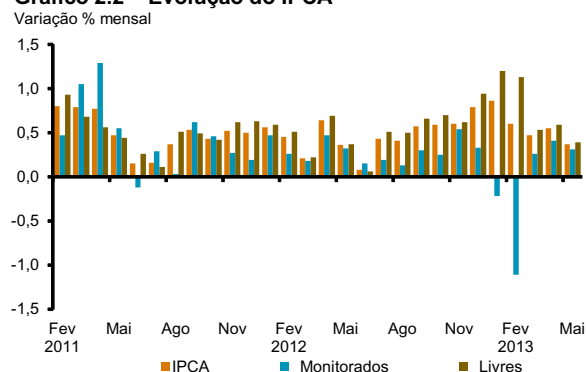
Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 6,20% em maio, ante 8,24% em fevereiro e 4,80% em maio de 2012.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	0,86	0,60	0,47	0,55	0,37
Livres	1,20	1,13	0,53	0,59	0,39
Comercializáveis	1,03	0,63	0,36	0,24	0,24
Não comercializáveis	1,35	1,58	0,69	0,90	0,52
Serviços	0,92	1,30	0,26	0,54	0,56
Monitorados	-0,22	-1,11	0,26	0,41	0,31

Fontes: IBGE e Banco Central

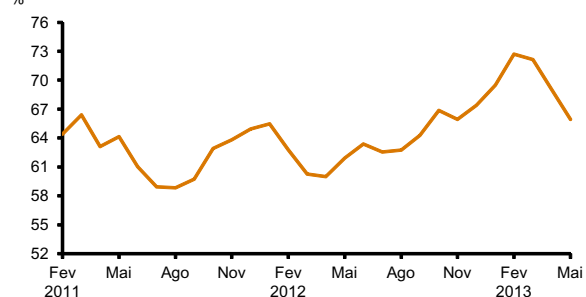
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



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

2.2 Índices de preços ao consumidor

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,40% no trimestre encerrado em maio, ante 2,27% naquele terminado em fevereiro, resultado de desaceleração nos preços livres, de 3,31% para 1,52%, e reversão, de -1,00% para 0,98%, na variação dos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu as desacelerações nos preços dos itens não comercializáveis, de 3,98% para 2,12%, e dos comercializáveis, de 2,54% para 0,84%, esta sensibilizada pelo recuo nos preços do item carnes e pela exaustão dos impactos da elevação na alíquota do IPI sobre cigarros. No âmbito dos bens não comercializáveis, ressaltam-se as contribuições do final da pressão sazonal do item cursos regulares, do recuo nas tarifas de passagem aérea e do arrefecimento dos preços de alimentação fora do domicílio e produtos *in natura*.

Os preços dos serviços aumentaram 1,37%, ante 3,23% no trimestre encerrado em fevereiro, evolução associada, em especial, ao arrefecimento dos preços dos itens cursos regulares, alimentação fora do domicílio e passagem aérea. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços cresceram 8,51% em maio (8,66% em fevereiro).

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,50% em maio (6,31% em fevereiro), resultado de acelerações nos preços livres, de 7,86% para 8,11%, e nos monitorados, de 1,53% para 1,54%. O índice de difusão do IPCA registrou média de 65,93% no trimestre encerrado em maio, ante 72,69% naquele finalizado em fevereiro e 61,92% em igual período de 2012.

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2013					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	0,86	0,60	0,47	0,55	0,37	2,88
Livres	76,74	1,20	1,13	0,53	0,59	0,39	3,90
Monitorados	23,26	-0,22	-1,11	0,26	0,41	0,31	-0,36
Principais itens							
Gás encanado	0,08	2,81	0,28	0,09	0,01	0,00	3,20
Ônibus urbano	2,65	0,33	0,62	0,35	-0,24	-0,02	1,04
Água e esgoto	1,51	0,01	0,35	0,66	0,81	1,19	3,05
Plano de saúde	3,11	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	3,29
Gasolina	3,93	0,27	4,10	0,09	-0,41	-0,52	3,51
Pedágio	0,12	0,69	0,00	0,00	0,00	0,00	0,69
Remédios	3,44	0,25	0,04	-0,15	2,99	1,61	4,79
Energia elétrica	2,66	-3,91	-15,17	0,55	-0,25	0,15	-18,12
Gás veicular	0,11	1,31	0,07	0,29	-0,35	0,17	1,49
Gás de bujão	1,09	0,15	0,68	0,29	0,39	0,12	1,64
Óleo diesel	0,13	0,57	3,72	3,12	0,91	0,44	9,02

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,86	0,60	0,47	0,55	0,37
Exclusão ^{1/}	0,87	1,00	0,31	0,45	0,48
Exclusão ^{2/}	0,63	0,28	0,35	0,52	0,49
Médias aparadas com suavização	0,73	0,53	0,47	0,53	0,52
Médias aparadas sem suavização	0,77	0,61	0,48	0,45	0,41
Dupla ponderação	0,65	0,55	0,46	0,53	0,50
IPC-Br (cheio)	1,01	0,33	0,72	0,52	0,32
Médias aparadas	0,58	0,47	0,52	0,45	0,41

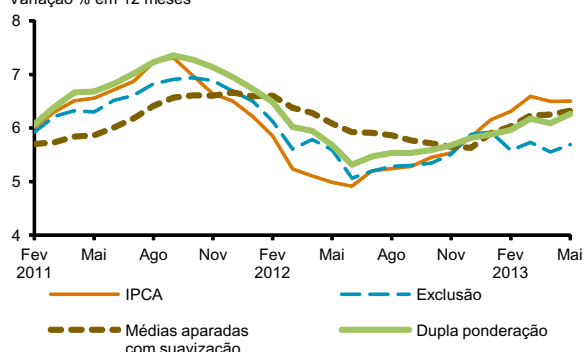
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,98% no trimestre finalizado em maio, ante recuo de 1,00% no período dezembro a fevereiro, contribuindo com 0,23 p.p. para a variação do IPCA no período. A evolução recente refletiu, em especial, o final do impacto da redução na tarifa de energia elétrica residencial e o reajuste nos preços de medicamentos.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis aumentou 1,37% no trimestre encerrado em maio, ante 1,68% naquele finalizado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 5,69% em maio (5,59% em fevereiro).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,25%, ante 2,78% no trimestre terminado em fevereiro. A análise em doze meses revela que o indicador aumentou 6,42% em maio (6,36% em fevereiro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁴ cresceu 1,53%, ante 1,83% no trimestre encerrado em fevereiro. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,33% em maio (6,03% em fevereiro).

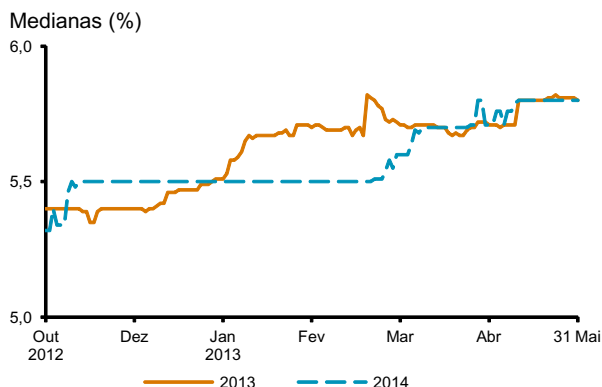
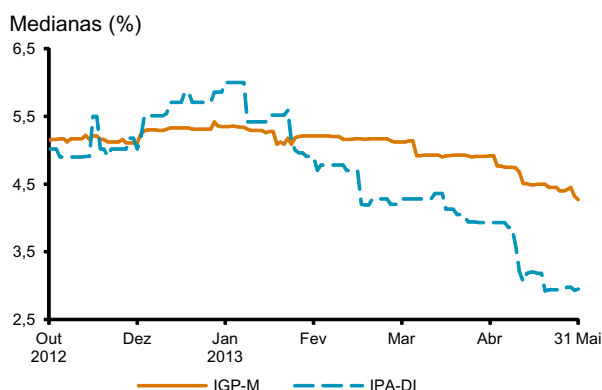
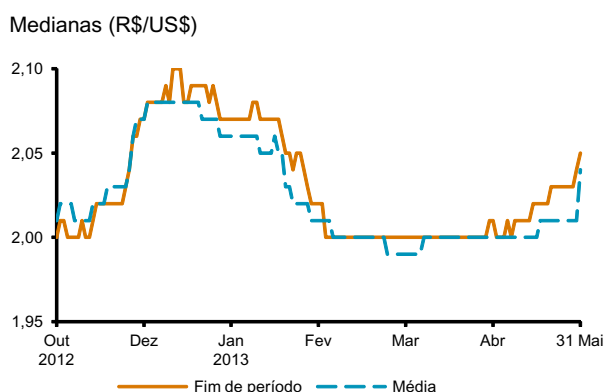
O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização cresceu 1,35% no trimestre finalizado em maio, ante 2,03% de dezembro a fevereiro. Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 6,16% em maio (5,88% em fevereiro).

O núcleo de dupla ponderação⁵ variou 1,50% no trimestre finalizado em maio, ante 1,88% naquele encerrado em fevereiro. A análise em doze meses indica variação de 6,26% em maio (5,97% em fevereiro).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou

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

5/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis, representam expansão mensal da atividade.

Gráfico 2.5 – IPCA**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI****Gráfico 2.7 – Câmbio****Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado**

	31.12.2012		28.3.2013		31.5.2013	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Em percentual						
IPCA	5,5	5,5	5,7	5,7	5,8	5,8
IGP-M	5,3	5,0	4,9	5,3	4,3	5,3
IPA-DI	5,7	5,0	4,3	5,0	3,0	5,0
Preços administrados	3,5	4,5	3,0	4,5	2,7	4,5
Selic (fim de período)	7,25	8,25	8,50	8,50	8,50	8,50
Selic (média do período)	7,25	8,35	7,83	8,50	7,88	8,50
PIB	3,3	3,8	3,0	3,5	2,8	3,4
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,09	2,05	2,00	2,05	2,05	2,10
Câmbio (média do período)	2,07	2,05	2,00	2,04	2,04	2,07

1,39% no trimestre finalizado em maio, ante 1,53% naquele terminado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, o indicador aumentou 5,24% em maio e 5,17% em fevereiro.

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 31 de maio, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2013 e 2014 atingiram 5,8% (5,7% ao final de março). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,7% (5,4% em 28 de março).

A mediana relacionada à variação do IGP-M em 2013 diminuiu de 4,9%, ao final de março, para 4,3%, em 31 de maio, e a referente ao IPA-DI do mesmo ano passou de 4,3% para 3%. No mesmo período, as medianas relativas às variações do IGP-M e do IPA-DI mantiveram-se, na ordem, em 5,3% e 5,0%.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2013 foi reduzida de 3%, em 28 de março, para 2,7%, em 31 de maio, e a referente a 2014 foi mantida em 4,5%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para o final de 2013 e de 2014 atingiram, respectivamente, R\$2,05/US\$ e R\$2,10/US\$ em 31 de maio, ante R\$2,00/US\$ e R\$2,05/US\$, ao final de março. No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2013 e de 2014 aumentaram, na ordem, de R\$2,00/US\$ e R\$2,04/US\$, para R\$2,04/US\$ e R\$2,07/US\$, respectivamente.

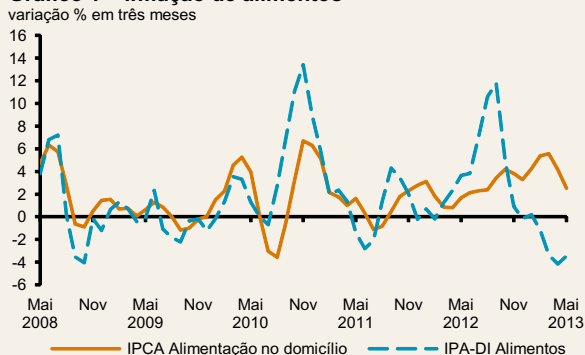
2.6 Conclusão

O recente arrefecimento dos preços ao consumidor refletiu, em parte, o esgotamento de pressões sazonais relacionadas ao grupo educação e a desaceleração dos preços livres, em especial, nos grupos alimentação e transportes. A inflação acumulada nos últimos doze meses apresenta tendência de elevação no curto prazo.

Evolução Recente dos Preços de Alimentos no Atacado e no Varejo

A evolução dos preços no mercado atacadista é referência importante para a análise prospectiva da inflação ao consumidor, haja vista que, em princípio, as variações de preços no atacado tendem, ao menos parcialmente, ser repassadas aos preços no varejo. Este boxe analisa a evolução, nos primeiros meses de 2013, dos preços do subgrupo Alimentação no domicílio, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), e dos preços dos alimentos no atacado.

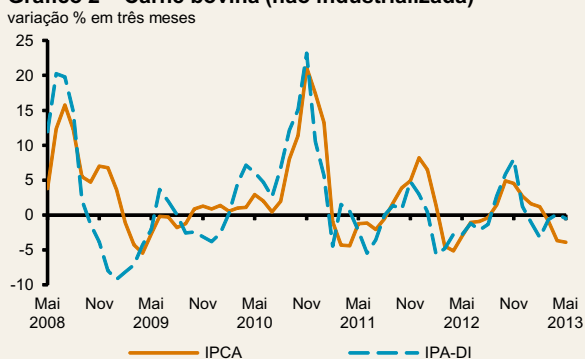
Gráfico 1 – Inflação de alimentos



O Gráfico 1 apresenta a trajetória das taxas trimestrais de inflação de alimentos no atacado e no varejo, isto é, dos componentes de alimentação do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI)¹ e do IPCA².

Divergências na variação dos dois índices são comuns, o que se justifica pela defasagem no repasse do atacado para o varejo, além de diferenças na composição, pesos e cobertura geográfica. No entanto, na amostra considerada, o recente descolamento entre os dois índices chama atenção pela persistência de variações com sinais contrários. De fato, de janeiro a maio de 2013, as variações de preços de alimentos no IPA-DI e de Alimentação no domicílio, no IPCA, atingiram, na ordem, -5,69% e 6,79%.

Gráfico 2 – Carne bovina (não industrializada)



Dentre as possíveis explicações para essa divergência, além das citadas no parágrafo acima, incluem-se aumento de custos com fretes³ e recomposição de margens no setor varejista.

A fim de aprofundar a análise, os Gráficos 2 e 3 mostram a evolução de preços de tomate e carne bovina, no IPA e do IPCA. Nesses casos, não se identificam divergências tão significativas quanto a apresentada no Gráfico 1.

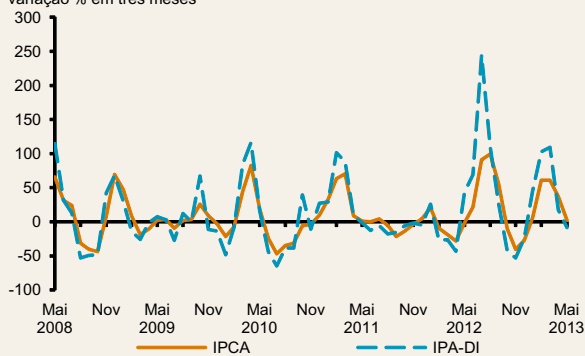
1/ Embora atualmente o IPA-DI retrate os preços ao nível de produtor, para efeito desse boxe optou-se por considerar a evolução do IPA como equivalente a do conjunto de preços no atacado, sem prejuízo da análise.

2/ No caso do atacado, foram utilizados os preços de “produtos agropecuários” e “produtos alimentícios e bebidas” do IPA-DI, com a exclusão de “fumo”, “algodão” e “rações balanceadas para animais”. Para o varejo utilizou-se o subgrupo “alimentação no domicílio” do IPCA.

3/ O aumento dos custos de fretes estaria relacionado aos recentes reajustes no preço do óleo diesel e mudanças na legislação referente à atividade de caminhoneiro.

Gráfico 3 – Tomate

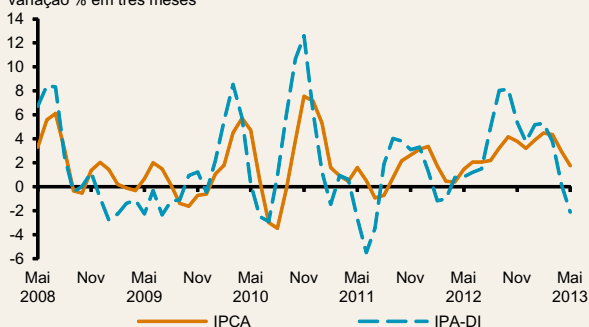
variação % em três meses



Fonte: IBGE e FGV

Gráfico 4 – Grupo A – Produtos "com correspondência"

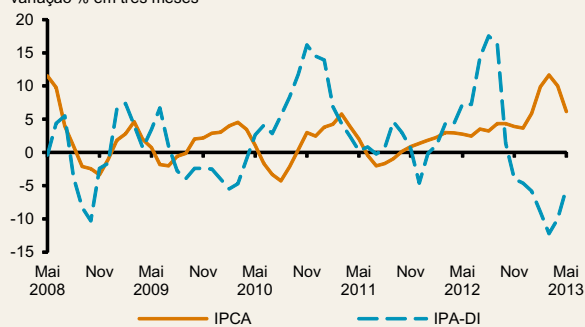
variação % em três meses



Fonte: IBGE e FGV

Gráfico 5 – Grupo B – Produtos "sem correspondência"

variação % em três meses



Fonte: IBGE e FGV

Nota-se, ainda, no período janeiro a maio, variações de preços no atacado maiores do que no varejo.

A fim de verificar se diferenças na composição dos índices ajudam a explicar a divergência recente entre suas trajetórias, os itens referentes à alimentação no IPA-DI e no IPCA foram separados em dois grupos:

- i) Grupo A: produtos que têm exata correspondência nos dois índices⁴ (representam 82% do peso do subgrupo Alimentação no domicílio do IPCA e 60% do conjunto de alimentos do IPA-DI); e
- ii) Grupo B: demais produtos (18% do peso dos alimentos no IPCA⁵ e 40% dos alimentos do IPA-DI⁶).

Os Gráficos 4 e 5 apresentam a evolução da inflação trimestral, respectivamente, dos Grupos A e B. Nota-se uma maior aderência entre as séries do Grupo A, bem como que, no período janeiro/maio de 2013, as variações negativas de preços de alimentos no atacado concentraram-se no Grupo B.

Cabe notar que os pesos dos itens milho, soja (grão e farelo) e cana-de-açúcar, constantes do Grupo B, representam, em conjunto, 27,4% do peso dos alimentos no IPA-DI. Esses itens responderam por -5,55 p.p. da variação de -5,69% dos preços de alimentos no atacado de janeiro a maio de 2013. Entretanto, as variações nos preços desses produtos não impactam diretamente os índices ao consumidor (os mesmos não fazem parte da cesta de referência do IPCA). Porém, como insumos utilizados na produção dos bens finais, o fazem indiretamente, com maior defasagem e menor intensidade. Como consequência, é plausível afirmar os recentes recuos nos preços de milho, soja e cana-de-açúcar tenham tido impacto limitado sobre preços de alimentos ao consumidor de janeiro a maio.

De forma análoga, alguns itens que constam no IPCA não são considerados no IPA. A esse respeito, cabe notar que, no período janeiro/maio de 2013, aumentos de preços dos itens cebola, cenoura, hortaliças e

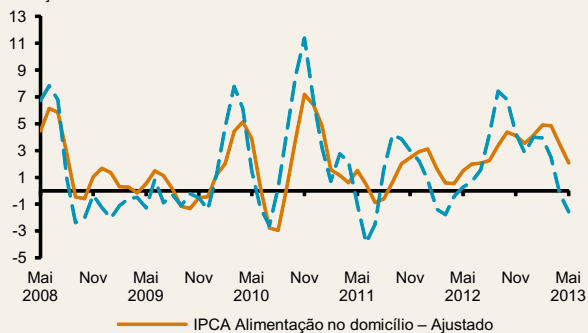
4/ Exemplos de produtos com correspondência exata no IPA e no IPCA: feijão, batata-inglesa, mandioca, tomate, abacaxi, arroz, uva, banana, maçã, laranja, mamão, laticínios, ovos, carnes, farinha de trigo, açúcar, café (móido e solúvel), refrigerante, água mineral e cerveja.

5/ Exemplos de produtos do IPCA sem correspondência no IPA: macarrão, quiabo, cebola, cenoura, hortaliças e verduras, abacate, limão, morango, goiaba e pão francês.

6/ Exemplos de produtos do IPA sem correspondência no IPCA: milho, trigo, soja (grão, farelo e óleo em bruto), cana-de-açúcar, cacau, café (grão), castanhas e amendoins beneficiados.

Gráfico 6 – Inflação de alimentos

variação % em três meses



Fonte: IBGE e FGV

verduras responderam por 1,25 p.p. da elevação de 6,79% nos preços de alimentos no IPCA, sem nenhuma contrapartida no IPA-DI.

O Gráfico 6 indica aumento na aderência entre as séries de preços de alimentos após a exclusão de milho, soja e cana-de-açúcar do IPA (IPA-DI alimentos – ajustado); e de cebola, cenoura, hortaliças e verduras do subgrupo Alimentação no domicílio do IPCA (IPCA alimentação no domicílio – ajustado). De fato, o coeficiente de correlação entre as séries passa de 0,44 (no caso das consideradas no Gráfico 1) para 0,69 (Gráfico 6)⁷.

Diferenças de ponderação também contribuíram para o descolamento dos indicadores. Por exemplo, de janeiro a maio, o preço do tomate aumentou 62,28% no atacado e 54,98% no varejo, implicando variação de 0,71 p.p. no IPA-DI e de 1,05 p.p. no IPCA, reflexo da diferença de peso atribuída na construção dos dois índices.

Em síntese, este box analisa a recente divergência entre os preços de alimentos no IPA-DI e no IPCA. As evidências apresentadas indicam que, para o período janeiro/mayo de 2013, parte significativa da divergência entre a evolução dos preços de alimentos no atacado e varejo se deve a diferenças na composição dos índices.

7/ As correlações foram calculadas utilizando as variações mensais para o período entre julho de 2006 e maio de 2013, com 83 observações.

3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram crescimento moderado no trimestre encerrado em maio. As operações com recursos direcionados continuaram em expansão mais intensa, destacando-se o dinamismo do crédito imobiliário e dos financiamentos do BNDES voltados à infraestrutura. Ressalte-se que, no período, as taxas de juros e os *spreads* bancários diminuíram no segmentos de pessoas físicas e jurídicas.

Nesse contexto, as operações de crédito, com recursos livres e direcionados, somaram R\$2.487 bilhões em maio, aumentando 4,3% no trimestre e 16,1% em doze meses, passando a representar 54,7% do PIB (53,3% em fevereiro e 50,3% em maio de 2012). Os empréstimos a pessoas jurídicas totalizaram R\$1.345 bilhões, elevando-se 4,2% no trimestre e 15,8% em doze meses, e operações no segmento de pessoas físicas somaram R\$1.142 bilhões, aumentado, na ordem, 4,4% e 16,4% nas mesmas bases de comparação.

As carteiras dos bancos públicos e das instituições privadas nacionais e estrangeiras aumentaram, na ordem, 6,6%, 2,2% e 2,2% no trimestre, representando 49,4%, 34,9% e 15,7% dos empréstimos do sistema financeiro, ante 48,4%, 35,6% e 16% respectivamente, no trimestre encerrado em fevereiro.

Os empréstimos ao setor privado somaram R\$2.360 bilhões em maio, elevando-se 4,2% no trimestre, com destaque para a modalidade financiamentos imobiliários. Os créditos à indústria cresceram 3,1%, para R\$476 bilhões, destacando-se as operações com os setores automotivo, siderúrgico e de agronegócios. Os financiamentos para o segmento outros serviços, impulsionados pelas contratações do setor transportes, aumentaram 6,3%, totalizando R\$410 bilhões, enquanto os destinados ao comércio, evidenciando as contratações do segmento automóveis, cresceram 2,9%, para R\$229 bilhões. Os empréstimos para o setor público totalizaram R\$127 bilhões, ressaltando-se que a expansão trimestral de 5,8% refletiu os aumentos respectivos de 3,3%

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2013				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	2 383,6	2 427,1	2 449,3	2 486,5	4,3	16,1
Pessoas jurídicas	1 290,3	1 319,8	1 325,8	1 344,6	4,2	15,8
Recursos livres	1 390,2	1 411,6	1 415,2	1 431,5	3,0	10,4
Direcionados	993,4	1 015,5	1 034,1	1 055,1	6,2	24,7
Pessoas físicas	1 093,3	1 107,3	1 123,5	1 141,9	4,4	16,4
Recursos livres	696,7	700,6	706,4	713,6	2,4	8,6
Direcionados	396,6	406,7	417,1	428,4	8,0	32,4
Participação %:						
Total/PIB	53,3	54,2	54,3	54,7		
P. jurídicas/PIB	28,8	29,5	29,4	29,6		
P. físicas/PIB	24,4	24,7	24,9	25,1		
Rec. livres/PIB	31,1	31,5	31,4	31,5		
Rec. direc./PIB	22,2	22,7	22,9	23,2		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

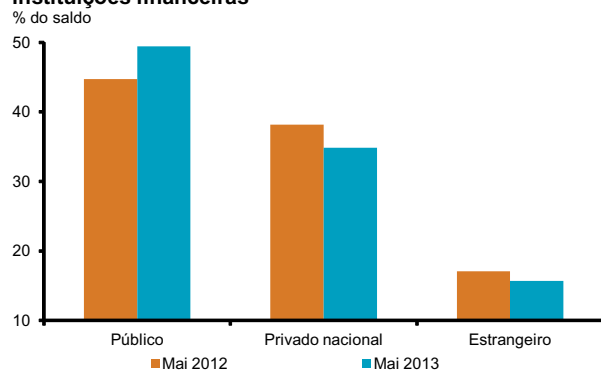
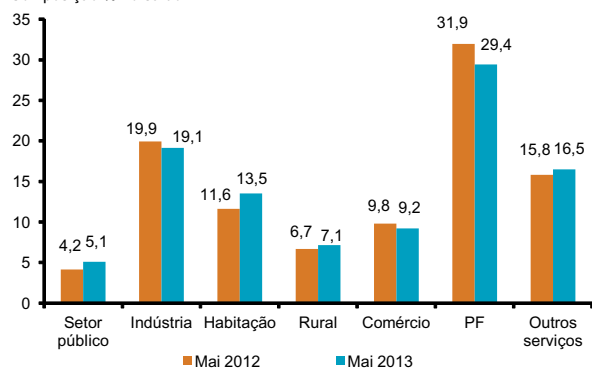


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

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

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2013				3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai		
Recursos livres	693,5	711,0	708,8	717,9	3,5	12,4
Capital de giro	364,9	369,7	370,0	372,8	2,2	13,2
Conta garantida	43,8	43,9	43,2	42,9	-2,0	-5,5
ACC	44,5	44,3	44,2	46,6	4,9	-8,1
Financ. a exportações	38,9	40,4	43,7	44,0	12,9	36,8
Demais	201,4	212,7	207,7	211,6	5,0	16,8
Recursos direcionados	596,8	608,8	617,0	626,7	5,0	20,0
BNDES	450,3	456,8	463,6	471,8	4,8	16,4
Imobiliário	43,8	44,5	45,3	46,4	6,0	25,9
Rural	49,7	49,6	49,9	49,4	-0,6	17,4
Demais	53,0	57,9	58,2	59,1	11,5	55,3

Tabela 3.3 – Crédito concedido a pessoas físicas

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2013				3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai		
Recursos livres	696,7	700,6	706,4	713,6	2,4	8,6
Crédito pessoal	287,1	283,2	287,1	291,8	1,6	16,5
Do qual: consignado	195,4	192,2	195,4	198,8	1,7	18,8
Aquisição de veículos	192,8	192,8	192,5	192,1	-0,4	4,1
Cartão de crédito	122,1	122,1	123,6	126,4	3,5	10,6
Cheque especial	20,8	20,0	20,8	20,2	-2,7	-1,9
Demais	74,0	82,3	82,4	83,1	12,2	-4,7
Recursos direcionados	396,6	406,7	417,1	428,4	8,0	32,4
BNDES	31,2	31,7	33,1	33,1	6,2	27,4
Imobiliário	266,6	273,9	281,4	289,6	8,7	35,1
Rural	91,0	92,7	94,3	97,0	6,7	26,0
Demais	7,9	8,4	8,4	8,6	9,2	37,2

e 8,5% nas esferas do governo federal, com participação relevante do setor de petróleo e gás, e dos estados e municípios, com ênfase para infraestrutura urbana.

Os financiamentos imobiliários para habitação, envolvendo operações com pessoas físicas e jurídicas, atingiram R\$336 bilhões em maio (7,4% do PIB, ante 5,9% em maio de 2012), elevando-se 8,3% no trimestre e 33,8% em doze meses. Os desembolsos somaram R\$34,5 bilhões no trimestre encerrado em março, aumentando 30,2% em relação a igual período do ano anterior. Os financiamentos com taxas reguladas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço corresponderam a 83,5% do total, e as operações contratadas com taxas de juros livres, a 16,5%. O crédito rural, impulsionado pelas modalidades custeio e investimento agrícolas, cresceu 4,2% no trimestre, para R\$177 bilhões.

Os empréstimos com recursos livres atingiram R\$1.432 bilhões em maio (31,5% do PIB e 57,6% do crédito total do sistema financeiro), com aumentos de 3% no trimestre e 10,4% em doze meses. Os financiamentos a pessoas jurídicas totalizaram R\$718 bilhões, aumentando, na ordem, 3,5% e 12,4% nas mesmas bases de comparação, com destaque para as modalidades capital de giro com prazo acima de 365 dias, adiantamento sobre contrato de câmbio e financiamento a exportações. Os empréstimos a pessoas físicas somaram R\$714 bilhões, com aumentos respectivos de 2,4% e 8,6%, ressaltando-se a expansão na modalidade crédito consignado e a retração no saldo dos financiamentos de veículos.

Os créditos com recursos direcionados totalizaram R\$1.055 bilhões (23,2% do PIB) em maio, elevando-se 6,2% no trimestre e 24,7% em doze meses. Ocorreram elevações trimestrais respectivas de 5% e 8% nas carteiras das pessoas jurídicas e físicas, que passaram a representar, na ordem, 59,4% e 40,6% do total do segmento. No âmbito das pessoas jurídicas, as concessões acumuladas do BNDES ao setor produtivo – que não incluem desembolsos do BNDESPar – cresceram 71,1% nos primeiros cinco meses do ano, em relação a igual período de 2012, enquanto na carteira das pessoas físicas sobressaíram as modalidades financiamentos imobiliários e rurais.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 18,1% a.a. em maio, recuando 0,6 p.p. no

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

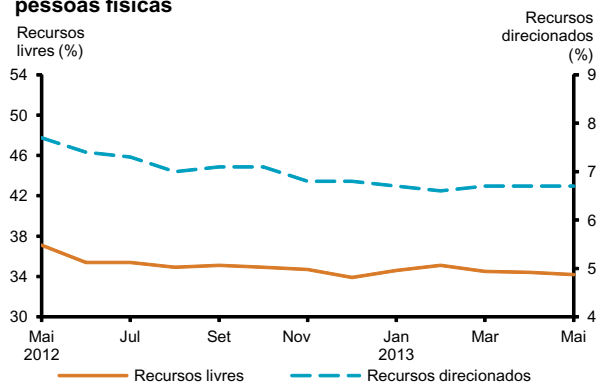


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

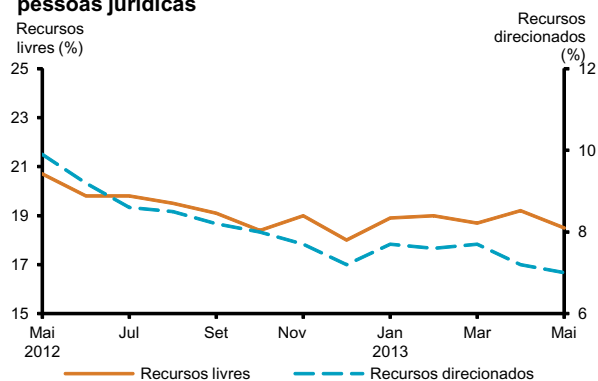


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

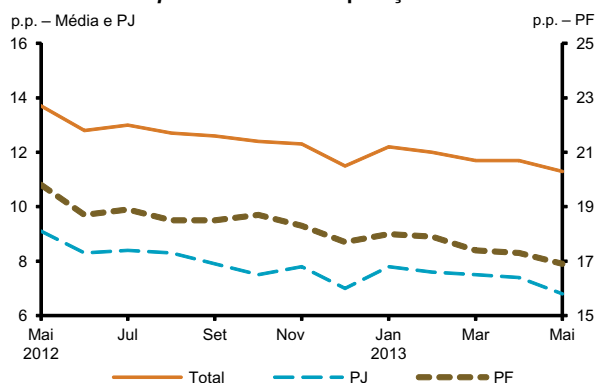
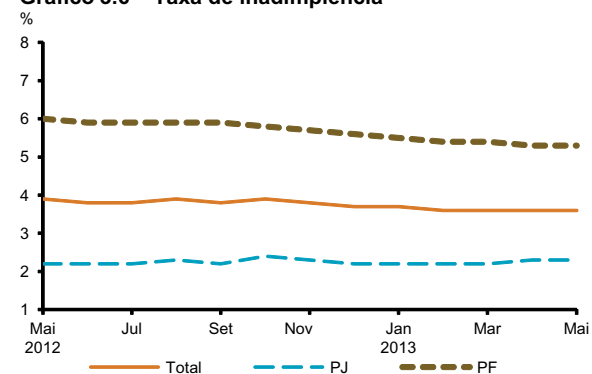


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

trimestre e 3 p.p. em doze meses. A taxa situou-se em 25,8% a.a. nas contratações com recursos livres, reduzindo-se 0,7 p.p. no trimestre e 2,7 p.p. em doze meses, e em 6,9% a.a. nas operações com recursos direcionados, decrescendo 0,3 p.p. e 2,2 p.p., respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A taxa média no segmento de pessoas físicas se posicionou em 24% a.a. em maio, recuando 0,9 p.p. no trimestre e 3,6 p.p. em doze meses. A variação trimestral traduziu, em especial, o aumento da participação dos créditos direcionados e a retração de 0,9 p.p., para 34,2% a.a., na taxa média de juros nos empréstimos com recursos livres, favorecida por reduções respectivas de 2,2 p.p., 0,8 p.p. e 1,2 p.p. nas modalidades cheque especial, aquisição de veículos e crédito pessoal. A taxa média de juros nas operações para pessoas físicas com recursos direcionados apresentou aumento de 0,1 p.p. no trimestre, situando-se em 6,7% a.a.

A taxa média de juros atingiu 13,5% no segmento de pessoas jurídicas, registrando recuos de 0,5 p.p. no trimestre e de 2,7 p.p. em doze meses. No trimestre, houve redução de 0,5 p.p., para 18,5% a.a., na taxa média nas contratações com recursos livres e retração de 0,6 p.p., para 7%, na relativa às operações com recursos direcionados, em grande medida, reflexo das taxas praticadas nos empréstimos do BNDES.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro, com recursos livres e direcionados, atingiu 11,3 p.p. em maio, recuando 0,7 p.p. no trimestre e 2,4 p.p. em doze meses. Ocorreram reduções respectivas de 1 p.p. e 0,8 p.p. nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, e de 1,1 p.p. e 0,4 p.p. no âmbito do crédito livre e direcionado, na ordem.

A inadimplência do sistema financeiro, que corresponde à participação no total do crédito de operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,6% em maio, mantendo-se estável no trimestre e recuando 0,3 p.p. em doze meses. A taxa situou-se em 5,3% no segmento de pessoas físicas, com decréscimos respectivos de 0,1 p.p. e 0,7 p.p. nas bases de comparação mencionadas, destacando-se as reduções nas modalidades de aquisição de veículos e crédito pessoal. A inadimplência atingiu 2,3% no segmento de pessoas jurídicas, elevando-se 0,1 p.p. no trimestre e em doze meses.

Considerando o crédito livre, a inadimplência situou-se em 5,5% em maio, recuando 0,1 p.p. no trimestre e 0,3 p.p. em doze meses. Ocorreram, nas mesmas bases de comparação, declínios respectivos de 0,2 p.p. e 0,7 p.p. no segmento

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

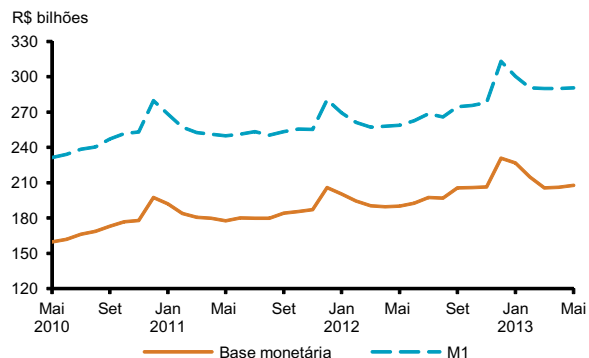


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

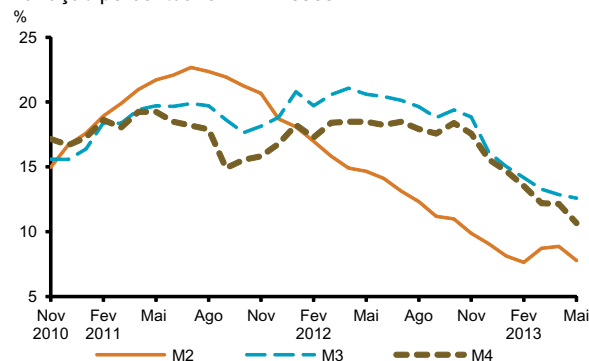
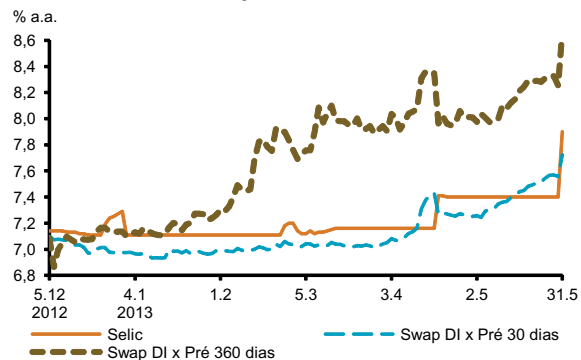
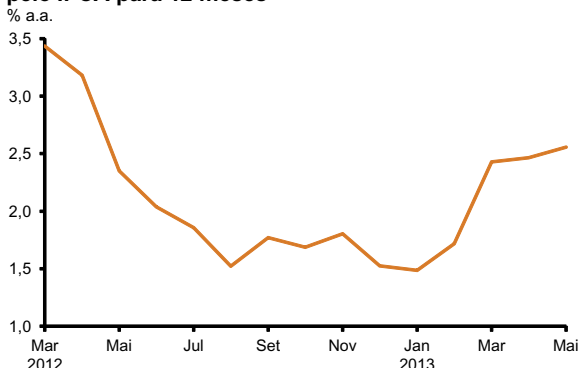


Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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



de pessoas físicas e estabilidade no segmento de pessoas jurídicas.

No âmbito do crédito direcionado, a inadimplência situou-se em 1,2% em maio, com elevação de 0,1 p.p. no trimestre e em relação ao mesmo mês de 2012.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) somou R\$290,6 bilhões (6,4% do PIB) em maio, mantendo-se estável no trimestre e elevando-se 12,4% em doze meses. A base monetária totalizou R\$207,9 bilhões (4,6% do PIB), recuando 3,3% e crescendo 9,4%, respectivamente.

Considerados saldos em final de período, a base monetária situou-se em R\$201 bilhões (4,4% do PIB) em maio. A retração trimestral de 1,9% refletiu, em especial, o impacto contracionista de R\$24 bilhões das operações do Tesouro Nacional, neutralizado parcialmente pelos efeitos expansionistas das operações com títulos públicos federais, R\$17 bilhões, e das compras líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$6,6 bilhões.

No conceito M2, os meios de pagamento somaram R\$1,8 trilhão (38,8% do PIB) em maio, elevando-se 2,5% no trimestre e 7,8% em doze meses, período em que ocorreram aumentos respectivos de 1,1% e 19% no estoque de títulos privados e nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,7 trilhões (80,6% do PIB), elevando-se, na ordem, 2,8% e 12,6%, e o agregado M4 totalizou R\$4,2 trilhões (92,6% do PIB), com expansões de 1,8% no trimestre e de 10,7% em doze meses.

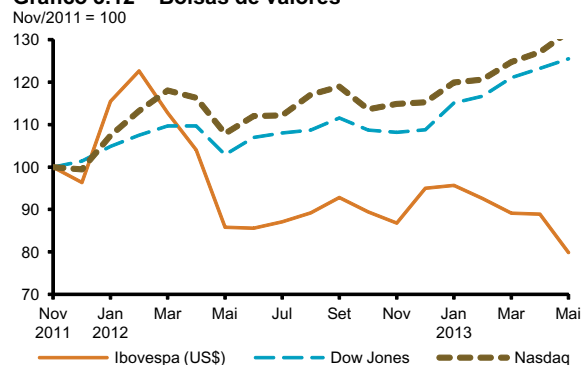
Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros permaneceram em ascensão no trimestre encerrado em abril, sobretudo para prazos mais longos. As taxas de contratos de *swap* DI x pré de 30 e 360 dias fecharam o mês de maio em 7,72% a.a. e 8,66% a.a., respectivamente, aumentando, na ordem, 69 p.b. e 90 p.b. no trimestre.

A expectativa para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para os próximos doze meses aumentou

Gráfico 3.11 – Ibovespa

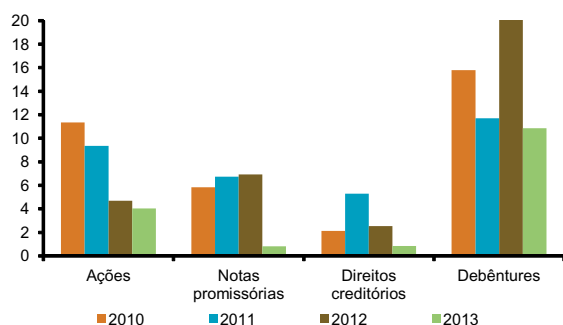
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores

Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até abril



Fonte: CVM

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

Acumulado em 12 meses

Segmento	2011		2012		Abr 2013	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-93,0	-2,2	-86,1	-2,0	-68,7	-1,5
Governos regionais	-33,0	-0,8	-21,5	-0,5	-19,6	-0,4
Empresas estatais	-2,7	-0,1	2,6	0,1	2,4	0,1
Total	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-85,8	-1,9

ao longo do trimestre. Com isso, a taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, de financiada pelo IPCA, passou de 1,7% a.a., ao final de fevereiro, para 2,6% a.a., ao final de maio.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) declinou ao longo do trimestre e encerrou maio em 53.506 pontos (57.424 pontos ao final de fevereiro). O valor de mercado das empresas listadas no índice recuou 0,6% no trimestre, situando-se em R\$1.907 bilhões no final de maio, enquanto a média diária do volume transacionado aumentou 2,5% em relação à do trimestre encerrado em fevereiro. Avaliado em dólares, o Ibovespa recuou 13,7% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq aumentaram 7,5% e 9,4%, respectivamente.

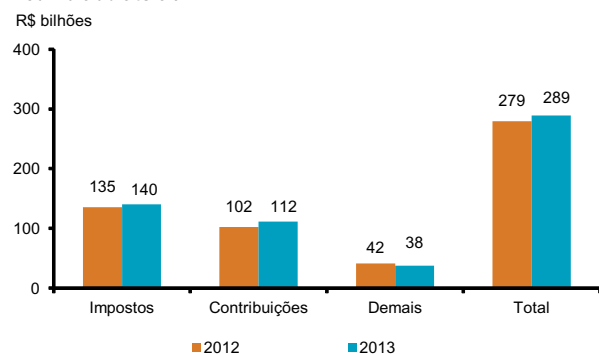
O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$16,5 bilhões no trimestre finalizado em abril, ante R\$38 bilhões em igual período do ano anterior. As emissões de debêntures, excluídas as efetuadas por empresas de arrendamento mercantil, somaram R\$10,9 bilhões no período.

3.3 Política fiscal

A Lei nº 12.795, promulgada em abril, aumentou de R\$45,2 bilhões para R\$65,2 bilhões, o limite de abatimento da meta de *superavit* primário do Governo Federal. Após reavaliação das contas fiscais do primeiro quadrimestre deste exercício, o Governo Federal divulgou novas estimativas para as receitas e despesas que integram a Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2013. A projeção para as receitas líquidas recuou R\$48 bilhões em relação ao constante da LOA, de forma que, para manter o equilíbrio fiscal, foi efetuado contingenciamento de R\$28 bilhões nas despesas do Poder Executivo e elevada, de R\$25 bilhões para R\$45 bilhões, a estimativa de abatimento dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) da meta de *superavit* estabelecida para o Governo Central.

No trimestre encerrado em abril, foram adotadas novas desonerações tributárias, destacando-se:

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Acumulado até abril



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional
Janeiro-abril

Discriminação	2012		2013	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	153 756	11,1	173 010	11,4
Pessoal e encargos sociais	60 407	4,3	64 331	4,2
Custeio e capital	92 629	6,7	108 031	7,1
FAT	8 838	0,6	11 799	0,8
Subsídio e subvenções	6 362	0,5	4 821	0,3
Loas/RMV	9 616	0,7	11 247	0,7
Investimento	21 098	1,5	22 959	1,5
Outras	46 716	3,4	57 205	3,8
Transferências ao Bacen	720	0,1	648	0,0

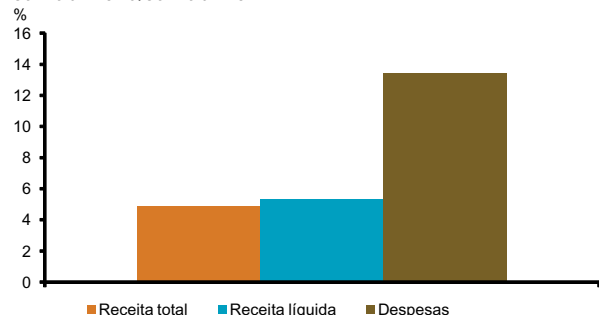
Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social
Janeiro-abril

Discriminação	R\$ bilhões		
	2012	2013	Var. %
Arrecadação bruta	93,1	103,1	10,8
Restituição/devolução	-0,3	-0,2	-46,8
Transferência a terceiros	-10,4	-11,7	12,9
Arrecadação líquida	82,4	93,2	10,8
Benefícios previdenciários	97,6	112,1	14,8
Resultado primário	-15,2	-18,9	36,9
Arrecadação líquida/PIB	5,9%	6,1%	
Benefícios/PIB	7,0%	7,4%	
Resultado primário/PIB	-1,1%	-1,2%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central
Jan-abr 2013/Jan-abr 2012



Fonte: MF/STN

- redução para zero das alíquotas da Cofins e do PIS/Pasep incidentes sobre a receita da venda no mercado interno e sobre a importação de produtos que compõem a cesta básica (MP nº 609, de 8 de março de 2013); e sobre a receita decorrente da prestação de serviços de transporte coletivo municipal de passageiros (MP nº 617, de 31 de maio de 2013);
- inserção de novos setores na desoneração tributária da folha de pagamentos (MP nº 612, de 4 de abril de 2013); e
- manutenção, até 31 de dezembro de 2013, das alíquotas do IPI reduzido incidentes sobre automóveis e caminhões (Decreto nº 7.971, de 28 de março de 2013).

Necessidades de financiamento do setor público

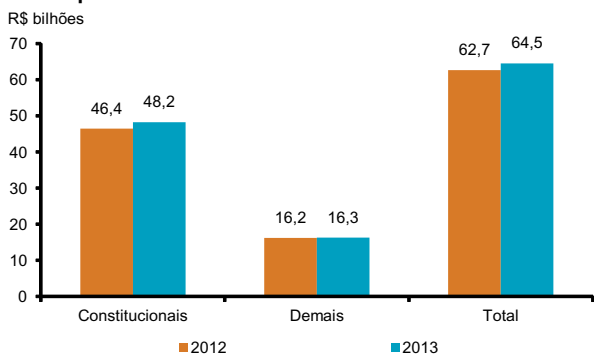
O *superavit* primário do setor público consolidado somou R\$41,1 bilhões (2,70% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2013, ante 4,3% do PIB em igual período do ano anterior, ressaltando-se a redução de 1,4 p.p. do PIB no resultado do Governo Central.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$289,3 bilhões, elevando-se 3,6% em relação ao primeiro quadrimestre de 2012. Destacaram-se os aumentos respectivos de 12,1% e 22,1% nas arrecadações da Cofins e do Imposto de Importação, e o recuo de 9,5% no conjunto das demais receitas, em particular no recolhimento de dividendos.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$173 bilhões no primeiro quadrimestre de 2013, elevando-se 12,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 6,5% e os relativos a custeio e capital, 16,6%, com destaque para os aumentos nas despesas do FAT, 33,5%; nos investimentos incluídos no PAC, 22,7%; nas despesas com benefícios assistenciais (Loas/RMV), 17%; e nos outros gastos discricionários, 12,4%.

A arrecadação líquida da Previdência Social, em ambiente de crescimentos da massa salarial e de formalização do vínculo empregatício, totalizou R\$91,3 bilhões, aumentando 10,8% em relação ao primeiro quadrimestre de 2012. As despesas com benefícios cresceram 14,8%, ocorrendo elevações de 3,6% na quantidade média mensal e de 7,9% no valor médio dos benefícios pagos. Nesse cenário, *odeficit* da Previdência

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios



Fonte: MF/STN

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

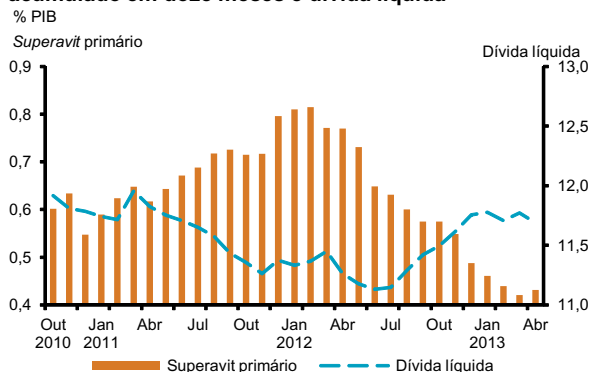
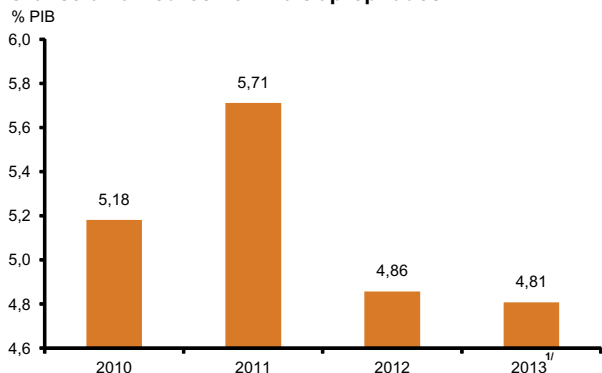


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados



1/ Acumulado em doze meses até abril.

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2011		2012		Abr 2013 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	108,0	2,6	108,9	2,5	132,2	2,9
Primário	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-85,8	-1,9
Juros	236,7	5,7	213,9	4,9	217,9	4,8
Fontes	108,0	2,6	108,9	2,5	132,2	2,9
Financiamento interno	214,4	5,2	131,5	3,0	131,0	2,9
Dívida mobiliária	223,8	5,4	311,4	7,1	248,2	5,5
Dívida bancária	-21,0	-0,5	-207,7	-4,7	-143,0	-3,2
Outros	11,6	0,3	27,8	0,6	25,8	0,6
Financiamento externo	-106,5	-2,6	-22,6	-0,5	1,2	0,0

1/ Acumulado em 12 meses.

aumentou 36,9% no período, passando a representar 1,4% do PIB.

As receitas e as despesas totais do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) somaram R\$377,7 bilhões e R\$286,3 bilhões, respectivamente, nos quatro primeiros meses do ano, elevando-se, na ordem, 4,9% e 13,4% em relação a igual período de 2012.

As transferências para os governos regionais totalizaram R\$64,5 bilhões. O aumento de 3,0% em relação ao primeiro quadrimestre de 2012 refletiu as expansões respectivas de 3,9% e 8,6% nas transferências constitucionais e de royalties, e o recuo de 92,3% nos repasses relativos à Cide-Combustíveis.

As arrecadações do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) somaram R\$85 bilhões e R\$15,3 bilhões, respectivamente, nos três primeiros meses de 2013, crescendo, na ordem, 10% e 4,7% em relação ao mesmo período do ano anterior.

O *superavit* primário dos estados e municípios atingiu R\$14 bilhões no primeiro quadrimestre de 2013, reduzindo-se 0,23 p.p. do PIB em relação ao intervalo correspondente do ano anterior.

As empresas estatais registraram *deficit* primário de R\$22 milhões no período, resultado 0,01 p.p. do PIB inferior ao observado de janeiro a abril de 2012.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$80,3 bilhões (5,28% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2013. A redução de 0,20 p.p. em relação a igual intervalo do ano anterior refletiu, em parte, a evolução da taxa Selic, que corrige parcela significativa da dívida pública. Considerados períodos de doze meses, os juros nominais representaram 4,81% do PIB em abril, menor nível da série iniciada em 2001.

O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi de *deficitário* em R\$39,2 bilhões (2,58% do PIB) nos primeiros quatro meses do ano, elevando-se 1,43 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. O financiamento desse *deficit* ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

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

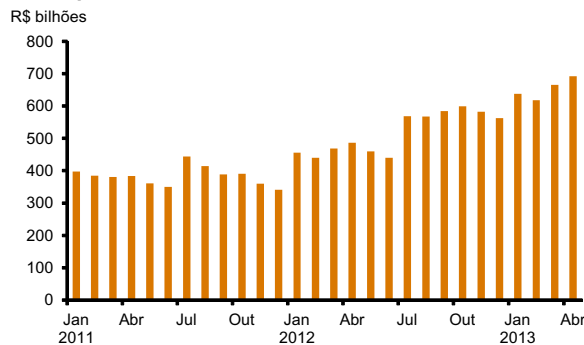


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

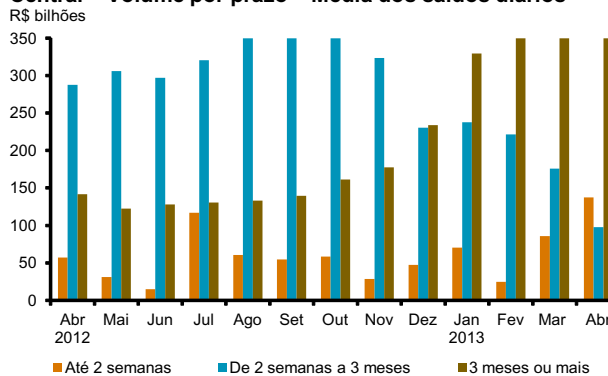
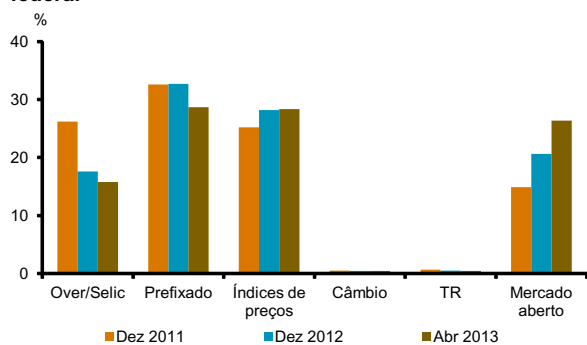
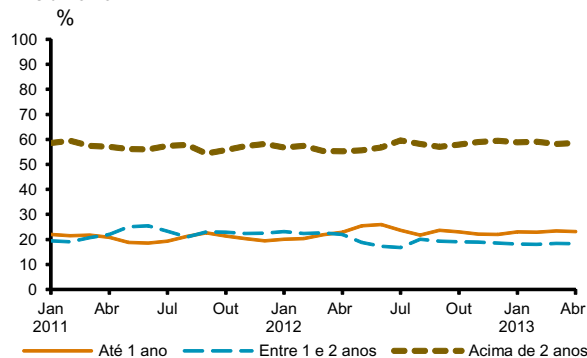


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



^{1/} Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R\$35,6 bilhões no trimestre encerrado em abril, com colocações de R\$93,4 bilhões e resgates de R\$129 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$6,7 bilhões, das quais 86,7% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 12,8% com Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e 0,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C). Os resgates antecipados atingiram R\$0,8 bilhão no período, 80,7% realizados com NTN-B e 19,3% com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central somou R\$692 bilhões em abril, elevando-se 8,6% em relação a janeiro. Aumentaram as operações com prazos de três a sete meses, de R\$329,5 bilhões para R\$456,9 bilhões; e inferiores a duas semanas, de R\$70,2 bilhões para R\$137,6 bilhões. Por outro lado, diminuíram, de R\$237,7 bilhões para R\$97,5 bilhões, as operações com prazos de duas semanas a três meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.851,8 bilhões (40,9% do PIB) em abril, recuando 0,5 p.p. do PIB em relação a janeiro e 1,5 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral decorreu de resgates líquidos de R\$35,5 bilhões no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$49,4 bilhões, e elevação de R\$0,1 bilhão decorrente da depreciação cambial de 0,7% no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos prefixados e indexados a índices de preços e dos financiamentos do Banco Central, por meio das operações do mercado aberto, registraram, na ordem, acréscimos trimestrais de 0,9 p.p., 0,5 p.p. e 0,1 p.p., em abril. A representatividade dos títulos indexados à taxa *over/Selic* reduziu-se 1,5 p.p. e as associadas a títulos atrelados ao câmbio e à taxa referencial mantiveram-se estáveis.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 11,8% do total

em 2013; 19,8% em 2014; e 68,4% a partir de janeiro de 2015. Os títulos vencidos em doze meses representaram 23,2% do total da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 49,3 meses.

Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.602,8 bilhões (35,4% do PIB) em abril. O aumento de 0,2 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais, 1,8 p.p.; da apreciação cambial de 2% registrada no período, 0,3 p.p.; do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,1 p.p.; do *superavit* primário, -0,9 p.p.; do aumento do PIB corrente, -1 p.p.; e do reconhecimento de ativos, -0,1 p.p.

Em relação à composição da DLSP, ressaltam-se, no primeiro quadrimestre de 2013, os crescimentos respectivos de 5,6 p.p. e 0,7 p.p. nas parcelas vinculadas à taxa Selic e a índices de preços, e os recuos nas parcelas pré-fixadas, 5,7 p.p., e sem remuneração, 3,4 p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.682,2 bilhões (59,2% do PIB) em abril, elevando-se 0,5 p.p. em relação a dezembro de 2012. O aumento no volume das operações compromissadas foi o principal determinante desta evolução.

Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

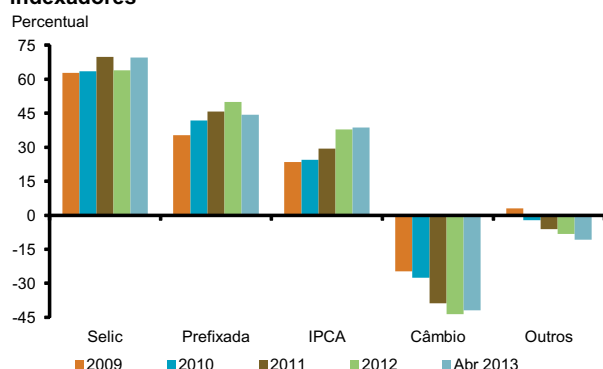
Fatores condicionantes

Discriminação	2011		2012		Abr 2013	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 508 547	36,4	1 550 083	35,2	1 602 821	35,4
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	32 727	-2,7	41 536	-1,2	52 738	0,2
Fatores	32 727	0,8	41 536	0,9	52 738	1,2
NFSP	107 963	2,6	108 912	2,5	39 218	0,9
Primário	-128 710	-3,1	-104 951	-2,4	-41 058	-0,9
Juros	236 673	5,7	213 863	4,9	80 276	1,8
Ajuste cambial	-66 626	-1,6	-56 560	-1,3	13 472	0,3
Dívida interna ^{1/}	-3 405	-0,1	-3 171	-0,1	831	0,0
Dívida externa	-63 221	-1,5	-53 389	-1,2	12 641	0,3
Outros ^{2/}	-9 097	-0,2	-5 011	-0,1	3 592	0,1
Reconhecimento de dívidas	487	0,0	-5 805	-0,1	-3 545	-0,1
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-3,5		-2,1		-1,0

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



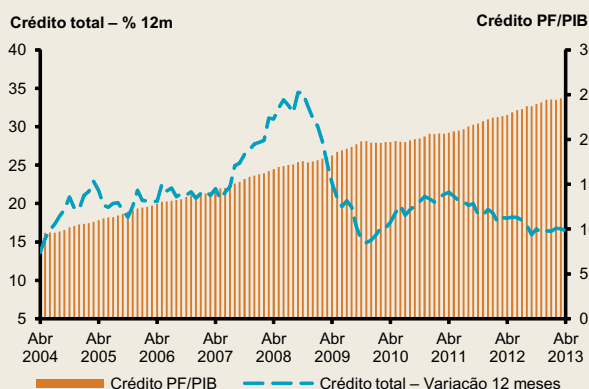
3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram crescimento moderado no trimestre encerrado em abril. A manutenção de condições favoráveis, em cenário de taxas de juros em níveis historicamente reduzidos e de contenção dos indicadores de inadimplência, concorre para a continuidade de expansão moderada do crédito neste e nos próximos semestres.

O desempenho das contas públicas nos primeiros meses do ano repercutiu, particularmente, os efeitos de ações de estímulo fiscal adotadas recentemente. A continuidade da expansão da economia deverá contribuir para a recuperação da arrecadação, com reflexos positivos sobre o resultado fiscal, e para a manutenção da trajetória benigna da relação DLSP/PIB.

Evolução do *Portfolio* das Dívidas Bancárias das Famílias

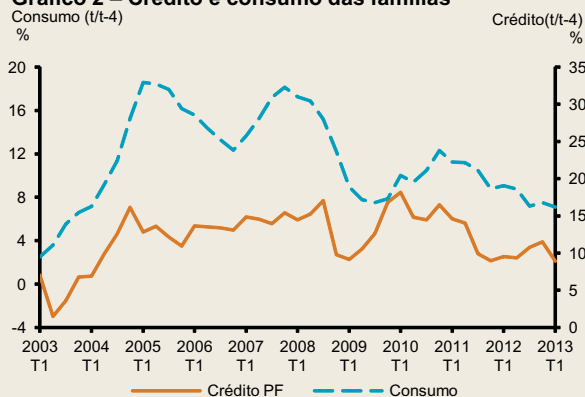
Gráfico 1 – Crédito total e crédito famílias/PIB



As operações de crédito do sistema financeiro destinadas a pessoas físicas aumentaram de 9,4% do PIB, ao final de 2003, para 24,8% do PIB, em abril de 2013 (Gráfico 1). Este box avalia as mudanças registradas, no período, na composição da carteira do segmento, com ênfase no crescimento da participação de modalidades de prazo mais longo e custos menores, e menos influenciadas por necessidades temporárias do orçamento doméstico.

Os primeiros sinais de elevação da demanda por empréstimos foram percebidos a partir de setembro de 2003, em contexto de distensão da política monetária e retomada do nível de atividade. No final daquele ano, as operações contratadas no segmento de pessoas físicas somaram R\$159,3 bilhões, elevando-se 15,5% em doze meses, ante expansão de 10,9% em dezembro 2002. Essa evolução refletiu, em grande parte, o dinamismo da modalidade crédito pessoal, que registrou variações respectivas de 24,2% e 5,7%, nas mesmas bases de comparação.

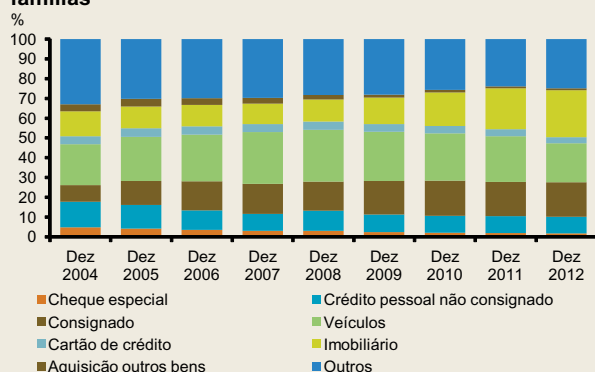
Gráfico 2 – Crédito e consumo das famílias



De 2004 a 2008 ocorreu significativa expansão do crédito para consumo e aquisição de bens duráveis, condicionada por fatores econômicos e institucionais (Gráfico 2). A consolidação da estabilidade macroeconômica favoreceu a redução das taxas de juros, com o custo médio das famílias atingindo 43,9% a.a. em dezembro de 2007, ante 66,6% a.a. em 2003. O crescimento dos níveis de emprego e renda e os avanços institucionais permitiram a consolidação de modalidades com prazos mais longos e taxas mais reduzidas, em ambiente de expansão da oferta de crédito com manutenção da solidez do sistema financeiro. Adicionalmente, o desempenho dos financiamentos para aquisição de bens duráveis foi influenciado pelas parcerias formalizadas entre o sistema financeiro e as redes de comércio varejista, que concorreram para a ampliação do acesso ao crédito pela população de menor renda.

A evolução da composição da carteira de crédito das pessoas físicas (Gráfico 3) pode ser segmentada em

Gráfico 3 – Composição das dívidas bancárias das famílias



dois períodos. No primeiro, do final de 2003 ao final de 2008, ocorreram aumentos acentuados nas participações das modalidades crédito consignado¹, de 6% para 14,8%, e aquisição de veículos (incluindo operações de arrendamento mercantil)², de 19,9% para 26,1%. Em oposição, recuaram as representatividades das modalidades cheque especial, 2,8 p.p., e crédito pessoal não consignado, 3,1 p.p.

Vale ressaltar que embora a participação da modalidade crédito imobiliário tenha registrado relativa estabilidade no período, o aprimoramento do arcabouço jurídico do segmento e do setor da construção civil, principalmente com a Lei 10.931, de agosto de 2004, favoreceu a expansão sustentada desses financiamentos nos anos seguintes³.

Nos últimos meses de 2008, a conjuntura macroeconômica foi influenciada pelos desdobramentos da crise financeira internacional, que suscitaram ações de política econômica visando assegurar as condições adequadas de liquidez. Nesse cenário, persistiu a trajetória crescente do crédito no segmento de pessoas físicas, que atingiu 24,8% do PIB em abril de 2013, ante 17,6% do PIB em dezembro de 2008.

Nesse período, destacaram-se as elevações nas participações das modalidades crédito consignado, de 15% para 18%, e crédito imobiliário, de 10,2% para 25%, esse beneficiado pelo impacto da estabilidade macroeconômica sobre as decisões de longo prazo das famílias⁴. Em sentido oposto, refletindo, em parte, o aumento da demanda pelas modalidades mencionadas, ocorreu retração na parcela dos financiamentos para aquisição de bens duráveis, de 29,2% para 19,3%, com

1/ A expansão do crédito consignado foi estimulada pela Lei nº 10.820, de 17.12.2003, que regulamentou o desconto em folha de prestações de dívidas contraídas com o sistema financeiro. Para facilitar a disseminação dessas operações, permitiu-se a celebração de acordos entre instituições financeiras e empresas ou entidades sindicais, no caso de trabalhadores da iniciativa privada e, a partir de maio de 2004, o Governo Federal estendeu o programa aos beneficiários do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS).

2/ A evolução dessa modalidade foi influenciada pelo aumento de 9,6 p.p. na representatividade das operações de *leasing*, atribuída, sobretudo, à inexistência da cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e ao reconhecimento, em 2003, da legalidade do parcelamento do Valor Residual Garantido.

3/ Dentre as medidas implementadas, ocorreram desonerações tributárias no setor da construção civil e a possibilidade de concessão dos financiamentos habitacionais com desconto de prestações em folha de pagamento. O avanço na utilização de mecanismo de garantia por alienação fiduciária fomentou os estímulos à oferta de crédito imobiliário, uma vez que o referido instrumento reduz significativamente o prazo de recuperação do imóvel inadimplente.

4/ Os desembolsos com recursos da caderneta de poupança do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) totalizaram R\$59,4 bilhões no período de doze meses encerrado em abril de 2013, ante R\$14,5 bilhões em 2008, sendo 81,5% relativos a contratos com taxas de juros controladas. Adicionalmente, no âmbito dos recursos direcionados, as operações realizadas pelo Programa Minha Casa Minha Vida, com vigência desde 2009, destinadas a mutuários com renda familiar de até R\$5 mil mensais, somaram R\$58,1 bilhões em março de 2013.

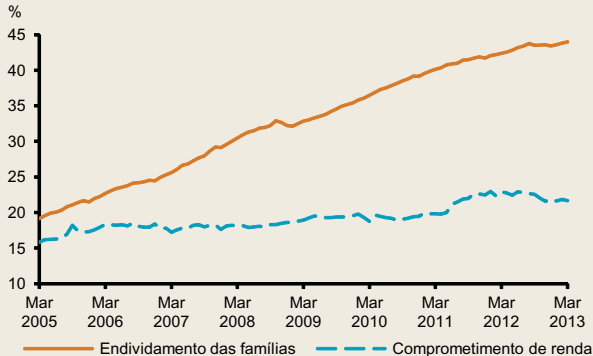
ênfase no recuo, de 26,8% para 18,3%, na modalidade aquisição de veículos. No mesmo sentido, decresceram as participações das modalidades cheque especial, de 3% para 1,9%; cartão de crédito financiado, de 4,1% para 3,2%; e crédito pessoal exclusivo consignado, de 10,2% para 8,4%.

Outros indicadores corroboraram a melhora da qualidade do *portfolio* da dívida bancária das famílias, do final de 2003 a abril de 2013. Pelo lado da oferta de recursos, a expansão do crédito ocorreu notadamente nos níveis de risco mais reduzidos, com a participação do crédito de melhor qualidade, avaliado como de risco normal, crescendo de 85,2%, no final de 2003, para 91,1%, em abril de 2013. No mesmo período, a representatividade dos empréstimos e financiamentos de risco mais elevado, requerendo provisionamento integral pelas instituições financeiras, recuou de 4,9% para 4,1%.

O exame da evolução dos níveis de endividamento e comprometimento de renda indica que a elevação recente registrada nesses indicadores ocorreu em contexto de melhora na qualidade do *portfolio*. Assim, o comprometimento de renda com juros e amortização (Gráfico 4) aumentou de forma mais acentuada em 2011, em linha com o expressivo aumento do crédito imobiliário nesse período, ressaltando-se que as prestações mensais substituem, em parte, despesas com aluguéis

Em linhas gerais, as operações de crédito do sistema financeiro destinadas a pessoas físicas aumentaram significativamente do final de 2003 até abril de 2013, trajetória relevante para a consolidação do mercado interno do país. No decorrer do período, em linha com a maior solidez do ambiente macroeconômico, ocorreram recuo relevante nas taxas de juros e migração da demanda para modalidades de menor risco e prazos mais dilatados, como crédito consignado e financiamento imobiliário. A melhora nas condições do mercado de crédito é evidenciada, adicionalmente, pelo aumento da participação do crédito de melhor qualidade, avaliado como de risco normal, e pela relativa estabilidade do comprometimento de renda das famílias com juros e amortização.

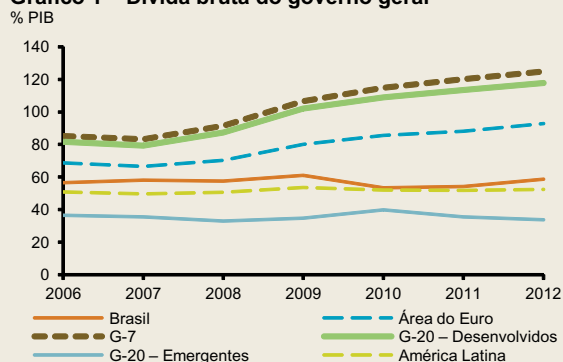
Gráfico 4 – Endividamento e comprometimento de renda



Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral

Este boxe analisa a evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), de dezembro de 2006¹ a abril de 2013. Nesse sentido, considera fatores que incidem diretamente sobre a relação DBGG/PIB, como juros, variação cambial e crescimento do produto; bem como operações de natureza fiscal e do Banco Central.

Gráfico 1 – Dívida bruta do governo geral



Fonte: FMI e Banco Central

A comparação internacional revela, no período amostral, que o endividamento bruto das economias maduras cresceu, em especial após a crise de 2008. A relação DBGG/PIB aumentou 36,2 p.p., para 17,8%, nos membros do G-20, e 24,2 p.p., para 92,9%, nos membros da área do euro. Consideradas as economias emergentes integrantes do G-20, a relação recuou 2,8 p.p., para 33,7%, mas, no Brasil, aumentou 2,8 p.p., para 59,2% no período.

Em relação aos fatores que impactam diretamente a relação DBGG/PIB no Brasil, juros reais, variação da taxa de câmbio, outras variações patrimoniais² e crescimento real do PIB, responderam, em conjunto,

Tabela 1 – Fatores condicionantes da evolução da relação DBGG/PIB

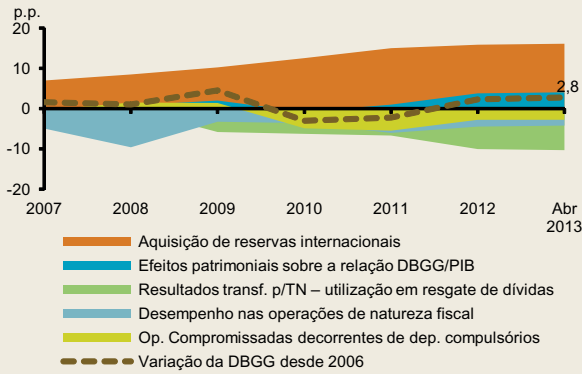
	p.p. do PIB								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Acumulado
DBGG/PIB – % PIB	56,4	58,0	57,4	60,9	53,4	54,2	58,7	59,2	59,2
Variação da DBGG		1,6	-0,6	3,5	-7,6	0,8	4,5	0,5	2,8
Efeitos patrimoniais s/ DBGG/PIB		-0,1	0,8	1,2	-2,8	1,8	2,8	0,3	4,0
Juros reais		3,6	2,2	2,1	1,1	2,6	2,9	2,0	16,5
Câmbio e outras variações patrimoniais		-0,6	1,3	-1,0	0,1	0,4	0,3	0,0	0,4
Efeito crescimento PIB real		-3,1	-2,6	0,2	-3,9	-1,3	-0,4	-1,7	-12,9
Desempenho nas operações de natureza fiscal		-5,0	-4,7	6,4	-0,3	-2,4	1,6	0,2	-4,2
Resgates líquidos de dívida		-5,0	-5,4	3,2	-3,0	-3,5	0,1	0,4	-13,2
Financiamentos a Bancos Oficiais		0,0	0,7	3,2	2,7	1,0	1,5	-0,1	8,9
Impacto das operações do Banco Central		6,6	3,3	-4,1	-4,5	1,5	0,2	0,0	3,0
Aquisição de reservas internacionais		7,0	1,5	1,8	2,3	2,5	0,9	0,2	16,1
Resultado transf. p/TN – Utilização prevista em resgate de dívidas		0,0	-0,1	-5,7	-0,5	-0,4	-3,4	-0,3	-10,3
Operações compromissadas decorrentes de depósitos compulsórios		-0,4	1,9	-0,1	-6,3	-0,6	2,7	0,0	-2,8

1/ O Governo Geral abrange os governos federal (inclusive previdência), estaduais e municipais. Em 2008 o conceito de DBGG foi modificado, retroagindo-se a série até dezembro de 2006 (ver Boxe Alteração na metodologia de Cálculo da DBGG publicado no Relatório de Inflação de março de 2008).

2/ Reconhecimento de dívidas, ajustes de paridade de moedas, etc.

por 4 p.p. do aumento da relação de dezembro de 2006 a abril de 2013 (Tabela 1). Entre os demais fatores, destacam-se as aquisições de reservas internacionais, com 16,1 p.p., e os financiamentos do Tesouro Nacional a bancos oficiais, com 8,9 p.p.

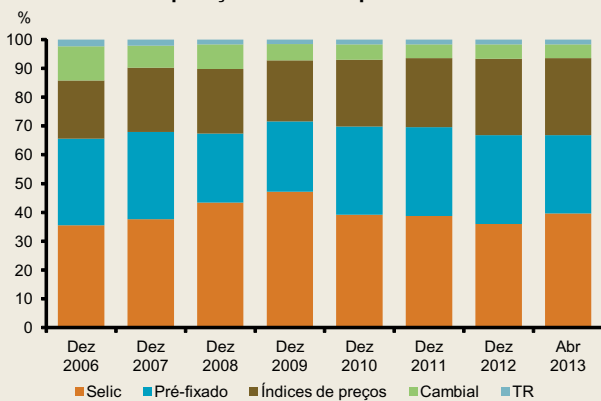
Gráfico 2 – Fatores condicionantes da evolução da DBGG



Por outro lado, depósitos compulsórios das instituições financeiras no Banco Central e transferências de resultados positivos do Banco Central (resultado cambial e resultado das demais operações financeiras, com previsão legal de utilização na amortização da dívida) contribuíram respectivamente com -2,8 p.p. e -10,3 p.p. para a evolução da DBGG/PIB no período (Gráfico 2).

Adicionalmente, demais amortizações de dívidas pelo Governo Federal e pelos governos estaduais e municipais (descontados efeitos nas operações compromissadas de controle de liquidez) impactaram a relação DBGG/PIB em -13,2 p.p. É importante destacar que esses resgates, fundamentalmente, refletem a utilização de *superavit* primário e/ou de disponibilidades de caixa para pagamento de dívidas.

Gráfico 3 – Composição da DBGG por indexador



Em outra perspectiva, houve mudança na estrutura da DBGG por indexador, com redução da exposição cambial (Gráfico 3). Nesse sentido, a representatividade conjunta, na DBGG, da dívida externa e da dívida interna atrelada ao dólar recuou de 11,8%, em dezembro de 2006, para 4,7%, em abril de 2013. A parcela da dívida prefixada recuou de 30% para 27,2%, enquanto as dívidas vinculadas a índices de preços e à taxa Selic aumentaram 6,6 p.p. e 4,1 p.p. respectivamente, atingindo, na ordem, 26,8% e 39,7%.

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2011			2012			2013	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB								
Estados Unidos	2,5	1,3	4,1	2,0	1,3	3,1	0,4	2,4
Área do Euro	0,8	0,4	-1,2	-0,2	-0,8	-0,5	-2,3	-0,8
Reino Unido	0,3	2,5	-0,5	-0,3	-1,5	3,8	-1,2	1,3
Japão	-3,4	11,2	0,8	4,8	-0,6	-3,6	1,2	4,1
China ^{1/}	10,0	9,5	7,4	6,6	7,8	8,7	8,2	6,6
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,0	1,7	2,0	2,4	1,5	1,6	1,8	3,4
Área do Euro	-1,8	1,1	-2,8	-0,9	-2,0	-0,8	-2,3	0,3
Reino Unido	-0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	0,9	1,3	0,4
Japão	3,8	5,8	2,7	3,4	0,8	-1,6	1,8	3,6
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	14,5	19,0	9,5	7,5	3,6	-1,8	13,2	2,2
Área do Euro ^{2/}	-1,4	-1,8	-2,3	-5,4	-6,8	-3,6	-5,6	-6,1
Reino Unido ^{2/}	-0,8	2,4	-1,0	2,1	6,8	-1,8	-0,8	-3,0
Japão	-1,2	7,2	36,5	-9,6	-0,9	-12,4	-5,7	-1,2
Investimento residencial								
Estados Unidos	4,1	1,4	12,1	20,5	8,5	13,5	17,6	12,1
Área do Euro ^{3/}	-3,2	-3,3	-3,0	-3,2	-6	-1	-6	-5
Reino Unido	42,6	-1,2	-20,0	-24,9	87,6	-26,7	27,7	nd
Japão	-9,1	21,1	-3,6	-5,9	9,4	6,3	14,9	7,6
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	4,1	6,1	1,4	4,4	5,3	1,9	-2,8	0,8
Área do Euro	2,2	5,1	0,1	3,0	6,6	3,3	-3,5	-3,1
Reino Unido	-7,0	-0,8	13,0	-5,9	-4,4	7,3	-6,4	-3,1
Japão	-25,6	42,2	-11,5	11,4	-0,2	-16,5	-11,3	16,1
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	0,1	4,7	4,9	3,1	2,8	-0,6	-4,2	1,9
Área do Euro	-0,4	2,1	-5,6	0,0	1,5	0,9	-4,6	-4,2
Reino Unido	-2,8	2,5	5,8	2,3	5,2	1,4	-3,8	-2,0
Japão	-1,6	13,7	6,8	8,4	7,2	-1,2	-8,5	4,0
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-0,8	-2,9	-2,2	-3,0	-0,7	3,9	-7,0	-4,9
Área do Euro ^{4/}	-0,0	-0,5	0,2	-0,0	-1,3	-0,9	0,1	-0,4
Reino Unido ^{4/}	1,9	-0,1	1,1	12,0	-6,6	1,4	2,2	0,1
Japão	2,3	0,4	-1,0	10,3	5,2	3,8	3,9	1,6

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.

O cenário para a atividade global em 2013 segue indicando crescimento moderado, e o processo de acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais prosseguiu no trimestre encerrado em maio. Nesse contexto, os bancos centrais de importantes economias maduras mantiveram ou ampliaram a postura acomodatória de suas políticas monetárias. Nas economias emergentes, de modo geral, prevaleceu postura expansionista de política monetária.

4.1 Atividade econômica

Nos EUA, a variação anualizada do PIB atingiu 2,4% no trimestre encerrado em março, ante 0,4% naquele finalizado em dezembro, ressaltando-se as contribuições respectivas de 2,4 p.p. e -1,0 p.p. do consumo das famílias e dos gastos do governo na variação percentual do PIB. A contribuição do setor externo totalizou -0,2 p.p. do PIB, reflexo de elevações de 0,8% nas exportações e de 1,9% nas importações.

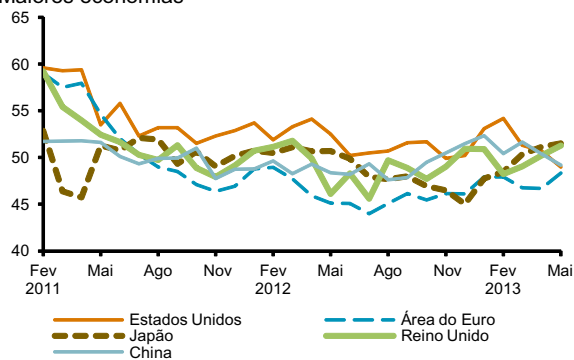
A produção industrial registrou estabilidade mensal em maio, após recuo de 0,4% em abril. Nesse cenário, o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 75,8% em maio, menor patamar desde outubro de 2012, e o PMI manufatureiro totalizou 49,0 pontos em maio, ante 54,2 pontos em fevereiro.

O indicador de sentimento do consumidor, divulgado pela Universidade de Michigan, em trajetória crescente desde o início do ano, atingiu 84,5 pontos em maio, maior valor desde julho de 2007. Esse movimento refletiu, em parte, a contínua melhora nos mercados imobiliário, acionário, e de trabalho, que gerou 466 mil postos no trimestre terminado em maio, ante 699 mil naquele finalizado em fevereiro, contribuindo para que a taxa de desemprego permanecesse em 7,5%.

A variação anualizada dos gastos pessoais com consumo acelerou para 2,1% no primeiro quadrimestre do ano, evolução consistente com a acentuada elevação da renda

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

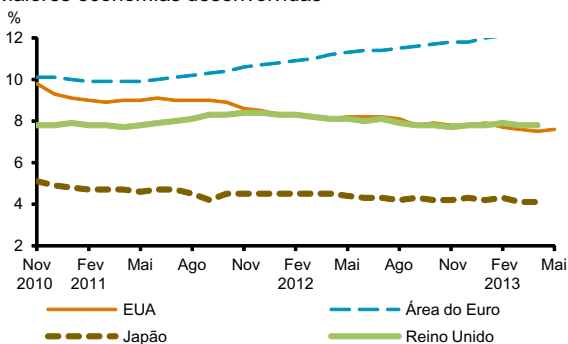
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

verificada em dezembro de 2012 e com o arrefecimento da taxa de poupança média, que atingiu 2,4% no mesmo período.

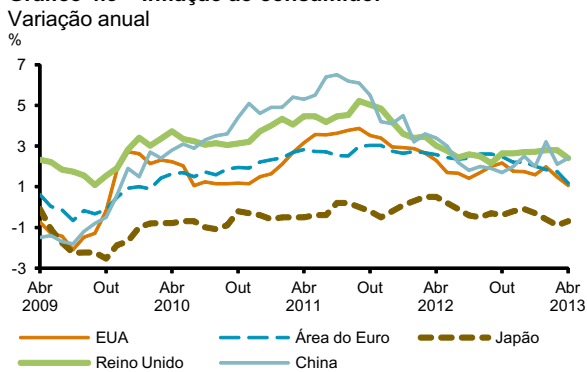
Na área do Euro, atividade econômica recuou 0,8% no primeiro trimestre de 2013, em termos anualizados, ocorrendo variações de 0,3% na Alemanha, -2,6% na Itália e -0,7% na França. Trata-se do sexto resultado negativo, nessa base de comparação, configurando o ciclo recessivo mais longo do bloco econômico. Nesse contexto, o PMI composto de maio permaneceu em território indicativo de contração, registrando 47,7 pontos; a taxa de desemprego atingiu o recorde de 12,2% em abril; o índice de confiança dos consumidores seguiu em patamar reduzido; e as vendas no varejo experimentaram recuo mensal de 0,5% em abril.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 1,3% no primeiro trimestre de 2013, ante -1,2% no trimestre encerrado em dezembro, destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 2,3% no setor de serviços e a contração de 9,2% na construção. A análise da demanda revela contribuições da variação de estoques, 1,7 p.p., das importações, 0,7 p.p., e das exportações, -0,9 p.p. A taxa de desemprego atingiu, em média, 7,8% no trimestre encerrado em abril, mesmo patamar observado no trimestre finalizado em dezembro.

A economia do Japão cresceu 4,1%, em termos anualizados, no primeiro trimestre de 2013, ante 1,2% no último trimestre de 2012, ressaltando-se as contribuições do consumo privado, 2,1 p.p., e das exportações, 2,2 p.p., essas impulsionadas pela desvalorização do iene. A produção industrial e as vendas no varejo cresceram 0,9% e 0,6%, respectivamente, em abril, e o PMI composto registrou 54,1 pontos em maio, maior valor da série histórica iniciada em setembro de 2007.

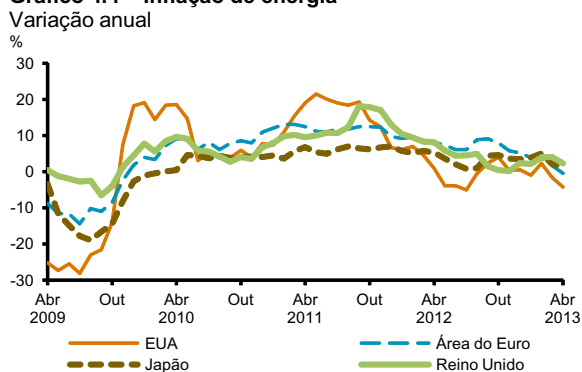
A atividade econômica chinesa registrou arrefecimento no primeiro trimestre de 2013, quando a taxa de expansão anualizada do PIB atingiu 6,6%. Em maio, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, da produção industrial e das vendas no varejo se elevaram 1,4%, 0,6% e 1,2%, respectivamente, salientando-se que a taxa de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixo no setor manufatureiro atingiu 17,8%, patamar significativamente inferior ao registrado em 2012. As exportações e importações apresentaram taxas de crescimento, na ordem, 1% e -0,3% em maio, em relação ao mesmo período de 2012. O PMI composto, há oito meses consecutivos acima dos 50 pontos, somou 50,9 pontos em maio, recuando 0,2 ponto em relação ao mês anterior, e o índice de manufatura atingiu 49,2 pontos, menor nível em oito meses.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



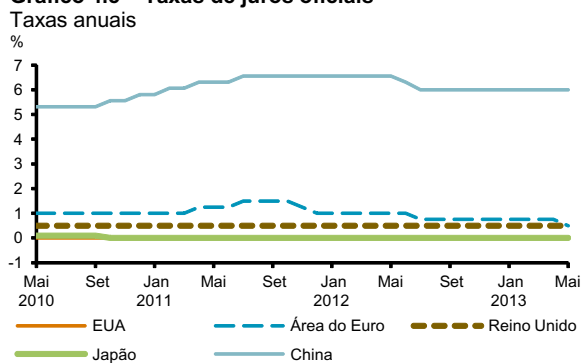
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



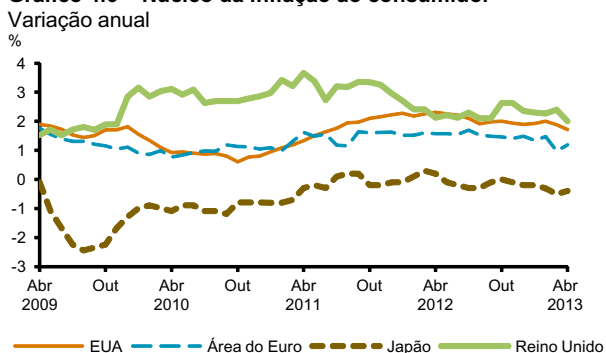
Fonte: Thomson

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

4.2 Política monetária e inflação

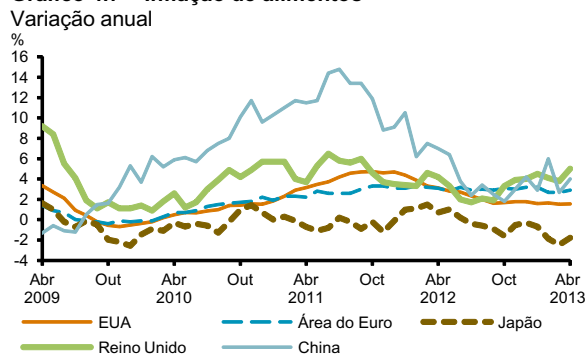
A inflação anual ao consumidor nos EUA atingiu 1,4% em maio, evolução decorrente, em especial, da variação anual de -1% nos preços da energia. O núcleo de inflação, que exclui alimentos e energia, desacelerou para 1,7%, menor patamar desde junho de 2011. A variação anual do deflator das despesas pessoais de consumo totalizou 0,7% em abril, patamar mais baixo desde novembro de 2009. Nesse cenário, o Comitê de Mercado Aberto (Fomc) do *Federal Reserve* (Fed) manteve 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 1,4% em maio, ante 1,8% em fevereiro, e seu núcleo, que exclui alimentos, energia, bebidas alcoólicas e fumo, variou 1,2% e 1,3%, respectivamente. O índice de preço de energia recuou 0,2%, ante expansão de 3,9% em fevereiro. Em contexto de desaceleração da atividade e dos preços, o Banco Central Europeu (BCE), em reunião realizada em 2 de maio, reduziu a taxa de refinanciamento principal (*main refinancing rate*) em 0,25 p.p., para 0,5%, e a taxa de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) em 0,5 p.p., para 1%.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 2,7% em maio, retornando ao nível médio do período entre outubro de 2012 e março de 2013, após declínio para 2,4% em abril. O Banco da Inglaterra (BoE) manteve a taxa de juros 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 -0,7% em abril, e o núcleo de inflação que exclui alimentos *in natura* variou -0,4%. Nesse contexto, objetivando atingir a meta de 2,0% para a variação anual do IPC no horizonte de dois anos, o Banco do Japão (BoJ) introduziu, em reunião no início de abril, o programa intitulado afrouxamento monetário quantitativo e qualitativo (*quantitative and qualitative monetary easing*). No âmbito desse mecanismo, que adota o controle da base monetária como meta operacional de política, as operações do mercado monetário serão conduzidas de maneira a ampliar a base monetária em ¥60-70 trilhões por ano, para cerca de ¥270 trilhões ao final de 2014. O BoJ decidiu, ainda, para provocar declínio mais acentuado nas taxas de juro ao longo da curva de rendimentos

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

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

(*yield curve*), aumentar as compras e estender a maturidade dos bônus governamentais (*Japanese Government Bonds* – JGB). Nesse contexto, o saldo dos JGB deve crescer ¥50 trilhões por ano e a maturidade média das compras de JGB pelo BoJ deverá estender-se a sete anos⁶.

Na China, a inflação anual ao consumidor declinou para 2,1% em maio; os preços dos produtos não alimentícios aumentaram 1,6%; e os preços ao produtor registraram deflação de 2,9%. Nesse contexto, o Banco do Povo da China (BPC) conservou a taxa de política monetária em 6,0% e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 18,0% e 20,0%, respectivamente.

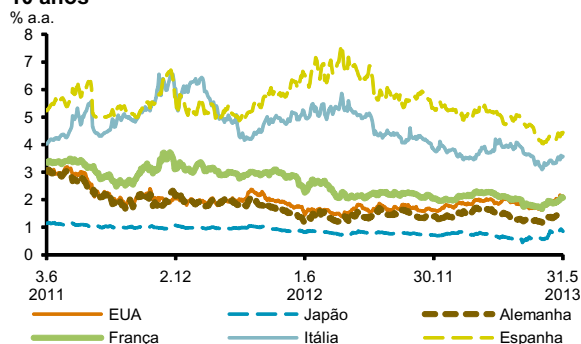
4.3 Mercados financeiros internacionais

No trimestre encerrado em maio, houve declínio de indicadores de aversão ao risco nos mercados financeiros. Na Europa, a melhora gradual do sentimento dos investidores aliviou as condições de financiamento soberano e corporativo nas economias mais fragilizadas, fortalecendo as perspectivas de sustentabilidade fiscal, a despeito de ainda prevalecerem perspectivas de baixo crescimento. A continuidade do processo de desalavancagem financeira em diversas economias pode obstruir canais de transmissão da políticas monetária.

Em que pese o otimismo recente e certo apetite por risco, os mercados financeiros seguem sensíveis, principalmente, ao eventual início do processo de normalização das condições monetárias nos EUA (ou iminência de sua ocorrência); aos indícios de desaceleração da economia chinesa; e ao ritmo do encaminhamento de questões relativas ao aprofundamento da integração do bloco europeu. Nesse sentido, apesar de não ter havido reversão completa dos ganhos observados no trimestre encerrado em maio, nas duas últimas semanas do período verificou-se recrudescimento da aversão ao risco e da volatilidade.

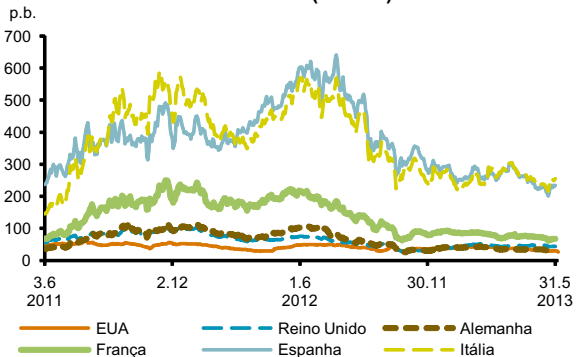
O retorno anual dos títulos soberanos de 10 anos dos EUA e do Japão elevaram-se, na ordem, 0,25 p.p., para 2,13%, e 0,19 p.p., para 0,86%, no trimestre encerrado em maio, ressaltando-se, no Japão, os impactos do vigor do mercado

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



Fonte: Bloomberg

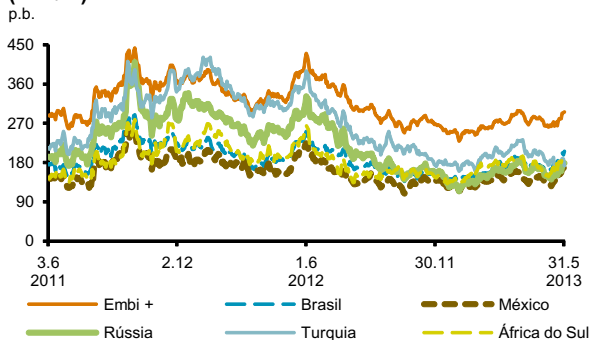
Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)



Fonte: Bloomberg

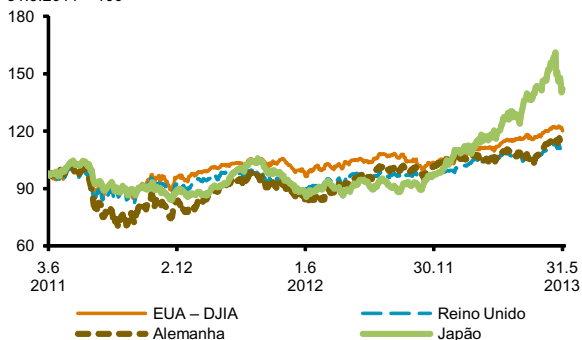
6/ Além dos títulos públicos, as compras de ativos pelo BoJ compreendem, entre outros, a aquisição de fundos negociados em bolsa (*exchange-traded funds* – ETF) e fundos de investimento imobiliário (*real estate investment trusts* – J-REITS), de tal sorte que seus saldos aumentem em aproximadamente ¥1 trilhão e ¥30 bilhões por ano, nessa ordem.

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



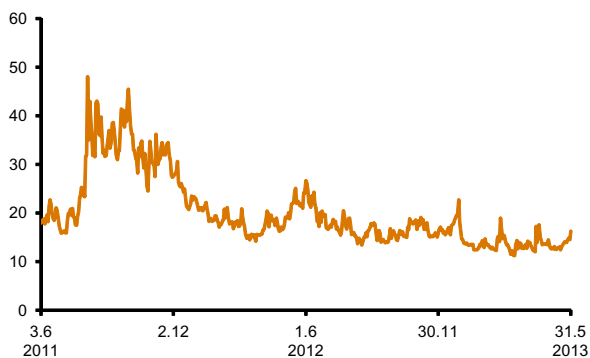
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
31.5.2011 = 100



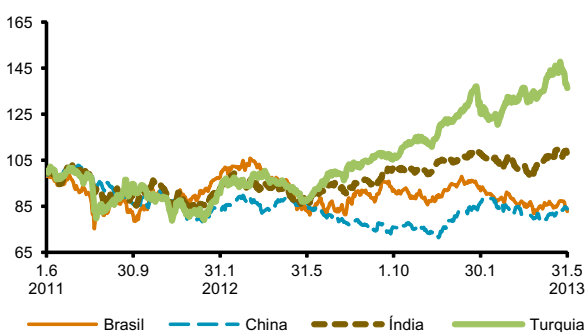
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes
31.5.2011 = 100



Fonte: Bloomberg

acionário e da expectativa de que os preços dos títulos públicos recuem em resposta à agressiva flexibilização monetária local. Na Europa, os rendimentos dos títulos públicos da Alemanha e do Reino Unido decresceram na maior parte do período, mas, em maio, houve aumento de seus respectivos rendimentos, que atingiram, na ordem, 1,51% e 1,97% ao fim do trimestre. Os rendimentos anuais de bônus similares da França, Itália e Espanha declinaram, na ordem, 0,10 p.p., 0,47 p.p. e 0,66 p.p., no trimestre, situando-se em 2,07%, 3,57% e 4,44%, respectivamente, ao final de maio.

Os indicadores de risco soberano, *Credit Default Swaps* (CDS), da Espanha e Itália reduziram-se, na ordem, 35 p.b. e 23,5 p.b. no trimestre encerrado em maio, atingindo 235,5 p.b. e 255 p.b., respectivamente. No âmbito das maiores economias maduras, ressaltam-se os recuos nos CDS dos EUA, 16 p.b., para 42 p.b.; Alemanha, 12 p.b., para 28 p.b.; e Reino Unido, 3 p.b., para 44 p.b.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+) aumentou 19,3 p.b., encerrando o trimestre em 296 p.b.

Os índices das principais bolsas de valores das economias maduras apresentaram ganhos no trimestre, ocorrendo expansões respectivas de 7,8%, 7,5% e 3,5% no *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Dow Jones*, dos EUA; e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido. O índice *Nikkei*, do Japão, aumentou 19,2% no período, resultado associado, em especial, à busca dos investidores locais por retornos mais atrativos, em cenário de expressiva flexibilização monetária. Nas últimas duas semanas de maio, entretanto, ocorreram perdas nos principais mercados acionários, em parte, devido ao entendimento de que o início do processo de normalização das condições monetárias nos EUA pode ocorrer no futuro próximo e à divulgação de indicadores de atividade desfavoráveis na Europa e na China.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *S&P 500* dos EUA, após atingir 11,3 pontos em 14 de março, menor valor desde fevereiro de 2007, deslocou-se para 17,6 pontos em 18 de abril, patamar mais elevado no trimestre, em resposta à divulgação de indicadores de atividade desfavoráveis na Europa e na China. A partir de então, o VIX voltou a recuar até atingir 12,5 pontos, em 17 de maio, à medida que se consolidavam expectativas de continuidade/intensificação dos programas de estímulo monetário na Área

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

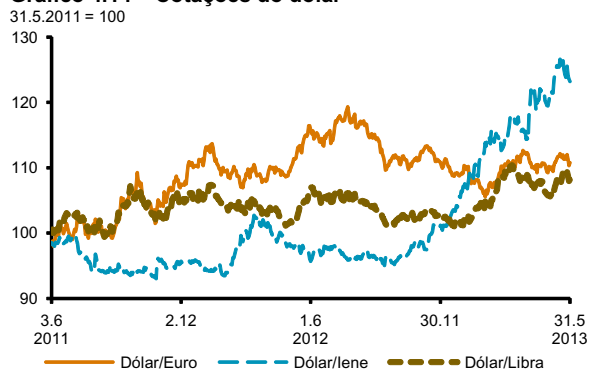
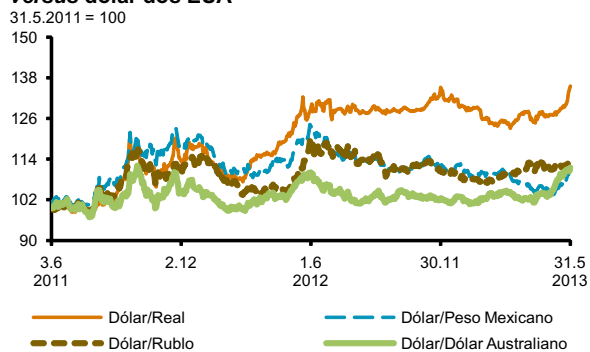


Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes versus dólar dos EUA



Fonte: Bloomberg

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

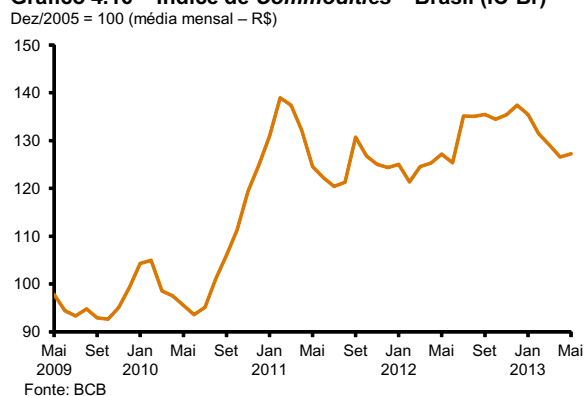
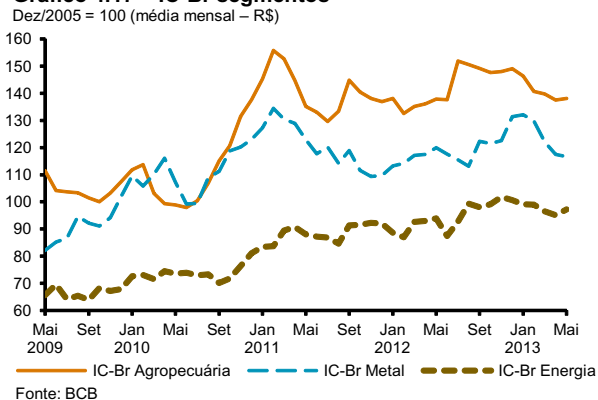


Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos



do Euro, Reino Unido e Japão. Nas últimas duas semanas de maio, o indicador reverteu essa tendência e encerrou o trimestre em 16,3 pontos.

Os mercados acionários de importantes economias emergentes registraram trajetórias distintas no trimestre finalizado em maio. O Ibovespa do Brasil e o *Shanghai Composite* da China recuaram 6,8% e 2,7%, respectivamente, enquanto o *Sensex*, da Índia, e o *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia, registraram, na ordem, ganhos de 4,8% e 8,4%. O desempenho do indicador da economia turca refletiu, em especial, a elevação da nota de crédito soberano para grau de investimento da Turquia, conforme avaliação feita, em maio, por uma das maiores agências de classificação de risco.

O dólar dos EUA registrou, no trimestre encerrado em maio, relativa estabilidade em relação ao euro e à libra esterlina. A moeda dos EUA apreciou 8,5% em relação ao iene, reflexo da intensificação do afrouxamento monetário empreendido pelo BoJ⁷. No âmbito das economias emergentes, o dólar apreciou ante o real, 8,2%, e o rublo russo, 4,2%, e se manteve estável relativamente ao peso mexicano.

4.4 Commodities

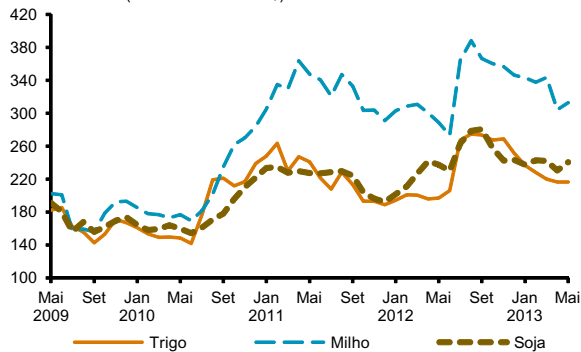
O índice *Standard & Poor's (S&P) and Goldman Sachs Spot* recuou 7,5% no trimestre encerrado em maio: 13,1% no segmento de *commodities* metálicas; e 7,1% nos de agrícolas e energéticas. O Índice de *Commodities – Brasil (IC-Br)*, calculado pelo Banco Central, decresceu 3,2% no período: 10,2% no segmento de *commodities* metálicas; e 1,8% nos de *commodities* agrícolas e energéticas. Considerando médias trimestrais, o IC-Br recuou 5,3% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro.

A evolução trimestral dos preços das *commodities* agrícolas refletiu, em parte, a boa colheita de grãos no hemisfério sul e a perspectiva favorável para a safra 2013/2014 nos EUA. Vale ressaltar que o recuo no preço da soja foi minimizado pela intensificação de compras chinesas, enquanto as reduções nas cotações do açúcar e do café refletiram a menor demanda global, o confortável nível dos estoques e as boas perspectivas para a safra brasileira. O aumento registrado na cotação do algodão evidenciou a redução da área plantada nos EUA, devido à diminuição da rentabilidade relativa da cultura.

7/ Em 17 de maio, a taxa de câmbio dólar/iene situou-se em 103,2, menor valor do iene desde abril de 2008.

Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

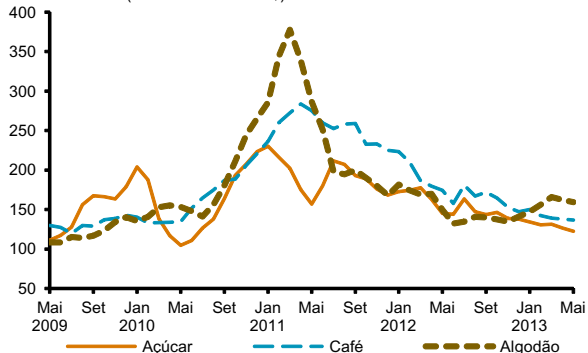
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

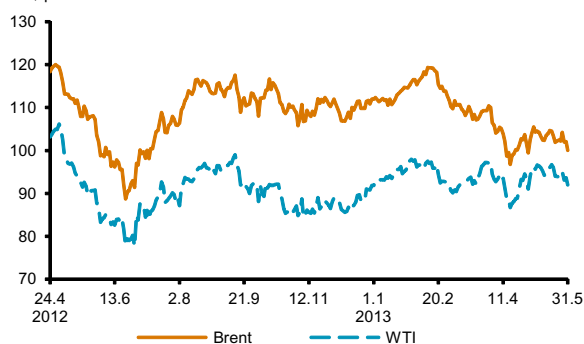
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Nesse cenário, de acordo com o índice *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais do milho, açúcar, trigo, café, soja e algodão variaram -7,3%, -6,1%, -5,0%, -4,2%, -0,8% e 2,1%, respectivamente, no trimestre.

O recuo nos preços das *commodities* metálicas refletiu receios quanto à evolução da atividade global, ou seja, de um crescimento menor que o antecipado pelo mercado; e a perspectiva de início de normalização das condições monetária nos EUA. Nesse contexto, o índice *S&P* e *Goldman Sachs* registrou recuos respectivos de 15,4%, 14,1%, 13,5% e 10,0% nas cotações do níquel, chumbo e zinco e cobre.

Refletindo crescimento da economia chinesa menor do que o antecipado no primeiro trimestre do ano e iniciativas para conter o crescimento do mercado imobiliário local, a média mensal da cotação do minério de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou 18,9% no trimestre finalizado em maio, segundo o *Metal Bulletin*.

Perspectivas de demanda global mais moderada, nível de estoques confortável nos EUA e valorização do dólar contribuíram para que o preço do petróleo tipo *Brent* recuasse 10,4% no trimestre encerrado em maio. Considerando médias trimestrais, a cotação da *commodity* decresceu 7,1% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro.

4.5 Conclusão

A evolução do PIB das principais economias, no primeiro trimestre do ano, reforçou as perspectivas de crescimento moderado para a atividade global em 2013. Apesar do fortalecimento do consumo privado nos EUA e no Japão, o patamar ainda elevado das taxas de desemprego, em especial nos EUA e na Europa, a manutenção de restrições fiscais em importantes economias maduras, e o menor ritmo de crescimento da China indicam crescimento moderado da atividade global em 2013.

Os mercados financeiros internacionais registraram níveis elevados de liquidez no decorrer do semestre, favorecendo o acesso de empresas brasileiras a recursos externos a custos relativamente baixos. Vale ressaltar que os fluxos de investimento estrangeiro direto destinados ao Brasil registraram aumento relativo importante no período recente, trajetória sustentada pelos fundamentos econômicos consistentes do país, expressos em estoque robusto de reservas internacionais, perspectivas positivas de crescimento econômico, e sistema financeiro bem capitalizado e com níveis confortáveis de liquidez. Nesse cenário, não deverão ocorrer restrições relevantes ao financiamento do balanço de pagamentos no longo prazo.

O *deficit* de US\$5,4 bilhões registrado pela balança comercial nos cinco primeiros meses do ano, ante *superavit* de US\$6,3 bilhões em igual intervalo de 2012, evidencia a distinção entre o ritmo de crescimento da absorção interna no Brasil e nos principais parceiros comerciais. Também contribuiu para esse resultado o registro defasado de importações de petróleo, estimadas em US\$4,6 bilhões, ocorridas no final de 2012⁸. Note-se ainda que houve aumento de gastos líquidos com serviços e rendas, de modo que, de janeiro a maio de 2013, o *deficit* em transações correntes atingiu US\$39,6 bilhões, ante US\$20,9 bilhões, no período correspondente de 2012.

Os ingressos líquidos de recursos externos sob a forma de investimentos diretos, títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizaram US\$43,3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$31,9 bilhões em igual período de 2012.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	
Comercial	3,6	21,1	8,4	14,1	18,7	
Exportação	22,2	108,2	224,6	31,8	106,9	
Importação	18,5	87,1	216,2	17,7	88,1	
Financeiro ^{1/}	-6,3	1,5	8,4	-3,3	-6,6	
Compras	28,5	165,7	391,6	33,9	160,7	
Vendas	34,8	164,2	383,2	37,2	167,2	
Saldo	-2,7	22,6	16,8	10,8	12,2	

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

^{8/} Isso se deveu a modificações contidas na Instrução Normativa nº 1.282, da Receita Federal do Brasil, que alterou regras e a base de cálculo para os registros.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado foi superavitário em US\$12,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-mai 2013	93 290	98 682	-5 392	191 972	
Jan-mai 2012	97 861	91 598	6 262	189 459	
Var. %	-4,7	7,7	...	1,3	

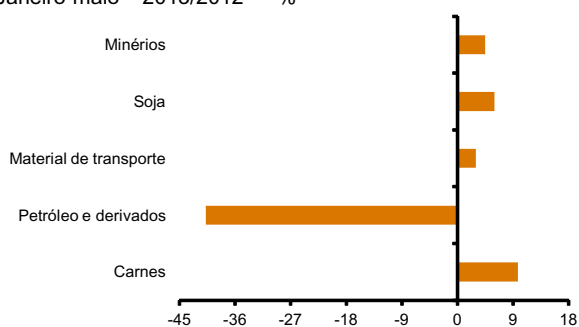
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	932,0	905,7	-2,8
Básicos	442,6	431,6	-2,5
Industrializados	466,6	453,2	-2,9
Semimanufaturados	121,9	119,2	-2,2
Manufaturados	344,7	334,0	-3,1
Operações especiais	22,8	21,0	-8,0

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-maio – 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-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	872,4	958,1	9,8
Bens de capital	192,5	204,9	6,4
Matérias-primas	380,7	414,8	9,0
Bens de consumo	155,7	158,3	1,7
Duráveis	87,7	82,0	-6,5
Automóveis de passageiros	39,8	33,1	-16,8
Não duráveis	68,0	76,2	12,2
Combustíveis e lubrificantes	143,5	180,1	25,5
Petróleo	55,4	62,4	12,6
Demais	88,0	117,7	33,6

Fonte: MDIC/Secex

(US\$22,6 bilhões em igual período de 2012). Ocorreram *superavit* de US\$18,7 bilhões no segmento comercial, reflexo de variações respectivas de -1,20% e 1,24% nas contratações de exportações e de importações, e saídas líquidas de US\$6,6 bilhões no segmento financeiro, resultado de variações de -3,1% nas compras e 1,8% nas vendas de moeda estrangeira.

As operações do Banco Central resultaram em liquidações de compras de US\$5,5 bilhões, no período, conforme previsto em operações de linhas com compromisso de recompra, realizadas ao final de 2012. Com isso, o estoque desses ativos se anulou e o valor dos estoques nos dois conceitos de reservas, caixa e liquidez, igualou-se. A posição dos bancos, que reflete as operações 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 comprada em US\$5,4 bilhões, em maio de 2013.

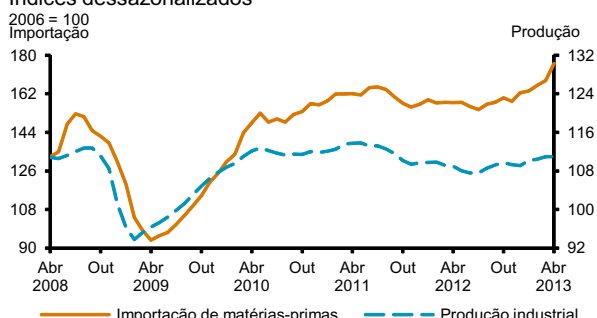
5.2 Comércio de bens

A balança comercial registrou *deficit* de US\$5,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante *superavit* de US\$6,3 bilhões em igual período de 2012. As exportações recuaram 4,7% e as importações aumentaram 7,7%, deslocando-se para US\$93,3 bilhões e US\$98,7 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio somou US\$192 bilhões, elevando-se 1,3% no período.

As exportações médias diárias recuaram 2,8% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2012, com retração nos embarques de todas as categorias de fator agregado. Ocorreram decréscimos nas compras de manufaturados, 3,1%; básicos, 2,5%; e semimanufaturados, 2,2%, que representaram, na ordem, 36,9%, 47,7% e 13,2% das exportações do período, participações semelhantes às de igual período de 2012.

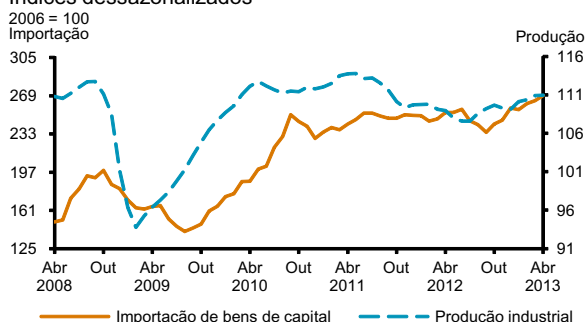
A média diária das importações cresceu 9,8% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2012. As aquisições de combustíveis e lubrificantes, impactadas pelo crescimento da frota brasileira de automóveis e caminhões, elevaram-se 25,5%, seguindo-se os aumentos nas relativas a bens de consumo não duráveis, 12,2%, impulsionadas pelas compras de produtos alimentícios; matérias primas, 9,0%, com ênfase nas importações de acessórios de equipamentos de transporte, produtos intermediários partes e peças, e de produtos químicos e farmacêuticos; e bens de capital,

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



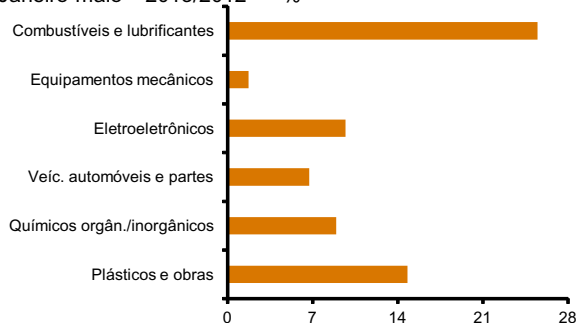
Fontes: Funcex e IBGE

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



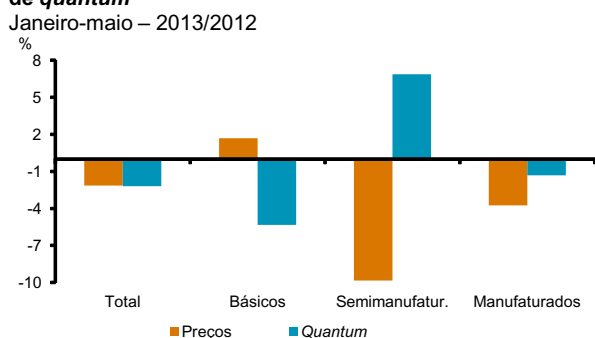
Fontes: Funcex e IBGE

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



Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum



Fonte: Funcex

6,4%, destacando-se as relativas a equipamento móvel de transporte e partes e peças para bens de capital para indústria. Em oposição, as compras de bens de consumo duráveis recuaram 6,5% no período, influenciadas pela retração de 16,8% no item automóveis. As importações destas categorias representaram, na ordem, 18,8%, 8%, 43,3%, 21,4% e 8,6% do total adquirido no período.

A média diária da corrente de comércio do país aumentou 3,3% no período, destacando-se as expansões no comércio bilateral com o Oriente Médio, 21,2%; Mercosul, 7,1%, em grande parte devido à recuperação do comércio bilateral com a Argentina, que cresceu 10% no período; e Ásia, 5,9%. Em oposição, as transações comerciais com os demais países da América Latina e Caribe, e com os EUA recuaram, respectivamente, 2,5% e 1,6%.

As exportações realizadas pelo país nos cinco primeiros meses do ano destinaram-se principalmente à Ásia, 32,7% do total, com aumentos respectivos de 7% e 3,7% nos embarques para a China e para os demais países da região. A recuperação das exportações para a Argentina, que aumentaram 4% no período, foi sustentada pelas vendas de automóveis, tratores e autopeças, enquanto, em sentido oposto, a participação das vendas aos EUA recuou 2 p.p. no período, situando-se em 10,1%.

As importações provenientes dos EUA e China representaram, na ordem, 15,2% e 14,7% do total no período janeiro/maio de 2013. As participações das compras originárias da Ásia e dos países do Mercosul variaram -1 p.p. e 0,3 p.p., respectivamente, com ênfase no crescimento do comércio com a Argentina.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 4,7% no valor das exportações nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, resultou de retrações de 2,2% no *quantum* e de 2,1% nos preços. A trajetória dos preços resultou de variações respectivas de 1,7%, -3,7% e -9,8% nas categorias de produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados, que registraram, na ordem, alterações de -5,3%, -1,3% e 6,9% nas quantidades importadas.

Na mesma base de comparação, o aumento de 7,7% no valor das importações decorreu de variações de 9,9% no *quantum* e -1,8% nos preços. Ocorreram aumentos nas quantidades importadas de combustíveis e lubrificantes, 23,1%; bens de consumo não duráveis, 16%; matérias primas e produtos intermediários, 9,5%, e bens de capital, 2,9%. Em oposição,

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

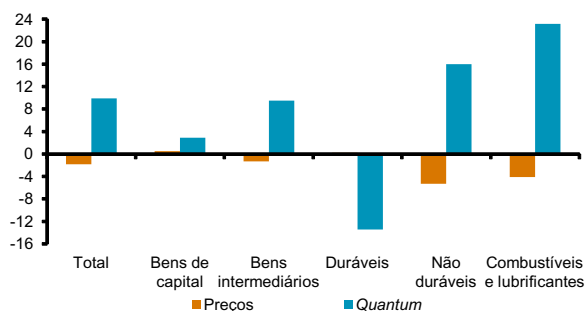
Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2012	2013	Var. %	2012	2013	Var. %	2012	2013
Total	932	906	-2,8	872	958	9,8	60	-52
A.Latina e Caribe	197	187	-5,2	149	168	12,8	48	19
Mercosul-5	108	111	2,4	75	86	13,8	33	25
Argentina	72	75	4,0	60	70	17,1	12	4
Demais	36	36	-0,7	15	15	0,6	21	21
Demais	89	76	-14,4	74	82	11,8	15	-6
EUA ^{1/}	112	91	-18,9	128	145	13,7	-15	-54
UE	189	176	-6,9	188	203	7,8	1	-27
Europa Oriental	16	16	-5,5	11	12	7,4	5	3
Oriente Médio	38	43	12,0	25	34	35,5	13	9
Ásia	280	296	5,6	273	290	6,2	7	6
China	164	175	7,0	128	141	10,4	36	34
Outros	116	121	3,7	145	149	2,5	-29	-28
África	44	42	-3,9	63	65	3,5	-19	-23
Demais	55	56	1,3	35	41	15,9	20	15

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-maio – 2013/2012



Fonte: Funcex

as aquisições de bens de consumo duráveis diminuíram 13,4%, com destaque para o recuo nas relativas a automóveis de passageiros. No que se refere a preços, observaram-se recuos nas categorias de bens de consumo não duráveis, 5,3%; combustíveis e lubrificantes, 4,1%; e matérias primas e produtos intermediários, 1,3%.

De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC), de janeiro a maio de 2013, foram registrados US\$4,6 bilhões referentes a importações de combustíveis e lubrificantes ocorridas em 2012, em função da Instrução Normativa nº 1.282, da Receita Federal do Brasil, que alterou as regras e a base de cálculo para os registros. Segundo o MDIC, não há mais registros pendentes de importações de combustíveis e lubrificantes relativos ao exercício de 2012. Importa destacar, ainda, que, de acordo com a Agência Nacional de Petróleo (ANP), as perspectivas para a produção doméstica de petróleo a partir do segundo semestre são favoráveis.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes atingiu US\$39,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013 (US\$20,9 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$73 bilhões (3,20% do PIB) em maio.

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$18,9 bilhões, elevando-se 16,6% em relação aos cinco primeiros meses de 2012. Destaque para a expansão de 22,2%, para US\$7,3 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais, decorrente de aumentos respectivos de 15% e 0,4% nos gastos de brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil, que atingiram, na ordem, US\$10,4 bilhões e US\$3 bilhões. As despesas líquidas relativas a transportes e a aluguel de equipamentos somaram US\$4 bilhões e US\$7,6 bilhões, respectivamente, registrando, na ordem, aumento de 14,4% e recuo de 1,9% no período.

As despesas líquidas com juros totalizaram US\$4,8 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 27,9% no período. As despesas brutas somaram US\$7,1 bilhões e as receitas, US\$2,2 bilhões, variando, na ordem, 10% e -15,5%. Vale ressaltar que as receitas de juros provenientes da remuneração das reservas internacionais, evidenciando a redução das taxas de juros internacionais, decresceram 22,3% em relação a igual intervalo de 2012.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,4	-20,9	-54,2	-6,4	-39,6	-75,0
Balança comercial	3,0	6,3	19,4	0,8	-5,4	7,0
Exportações	23,2	97,9	242,6	21,8	93,3	248,0
Importações	20,3	91,6	223,2	21,1	98,7	241,0
Serviços	-3,7	-16,2	-41,0	-4,4	-18,9	-42,7
Transportes	-0,8	-3,5	-8,8	-0,9	-4,0	-9,1
Viagens internacionais	-1,3	-6,0	-15,6	-1,7	-7,3	-16,7
Computação e informática	-0,4	-1,7	-3,9	-0,5	-2,0	-4,3
Aluguel equipamentos	-1,6	-7,7	-18,7	-1,4	-7,6	-19,0
Demais	0,4	2,7	5,9	0,2	2,0	6,5
Rendas	-3,0	-12,0	-35,4	-3,0	-16,5	-42,4
Juros	-0,5	-3,8	-11,8	-0,6	-4,8	-13,0
Lucros e dividendos	-2,6	-8,4	-24,1	-2,4	-11,9	-30,0
Salários e ordenados	0,1	0,2	0,5	0,0	0,2	0,6
Transferências correntes	0,3	1,1	2,8	0,2	1,3	3,1

1/ Projeção.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$11,9 bilhões, elevando-se 40,7% no período. As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 62,9% e 33% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas, veículos automotores e serviços financeiros. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$27,5 bilhões em maio, dos quais US\$20,8 bilhões referentes ao IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,3 bilhão, elevando-se 11,9% em relação aos cinco primeiros meses de 2012. Os ingressos líquidos para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo econômico nos principais destinos de emigrantes brasileiros, recuaram 21,9% no período, para US\$406 milhões.

5.4 Conta financeira

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	4,7	40,6	72,0	6,5	45,7	83,0
Investimentos diretos	2,6	30,0	68,1	10,9	27,1	65,0
Brasileiros no exterior	-1,1	6,1	2,8	7,0	4,3	-
Estrangeiros no país	3,7	23,9	65,3	3,9	22,9	65,0
Participação	3,1	19,8	52,8	2,7	14,7	50,0
Intercompanhias	0,7	4,1	12,4	1,2	8,2	15,0
Investimentos em carteira	-2,3	1,1	8,8	4,5	11,5	14,6
Ativos	0,0	-5,2	-7,8	0,1	-3,6	-7,0
Passivos	-2,3	6,3	16,5	4,4	15,0	21,6
Derivativos	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	-
Outros investimentos	4,4	9,4	-5,0	-8,8	7,1	3,4
Ativos	-1,0	-1,5	-24,5	-12,0	-11,3	-21,0
Passivos	5,4	11,0	19,5	3,1	18,4	24,3

1/ Projeção.

A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$45,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$40,6 bilhões em igual intervalo de 2012. Os investimentos brasileiros diretos no exterior acumularam retornos líquidos de US\$4,3 bilhões, ante US\$6,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$22,9 bilhões, dos quais US\$14,7 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$8,2 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$64,2 bilhões (2,82% do PIB) em maio.

Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aplicações líquidas de US\$3,6 bilhões, ante US\$5,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ressaltando-se as reduções na aquisição de ações de empresas estrangeiras e na demanda de residentes por títulos estrangeiros. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$15 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$9,6 bilhões, ante US\$2,8 bilhões em igual período de 2012. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$4,2 bilhões, ante US\$1,4 bilhão nos primeiros cinco meses de 2012.

Não ocorreram operações de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa de curto prazo, negociados no exterior,

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,7	13,6	44,3	4,5	16,6	45,4
Bônus públicos	-	2,5	3,9	0,8	0,8	0,8
Títulos privados	1,1	4,8	13,5	1,3	3,9	6,9
Empréstimos diretos	0,7	6,2	26,9	2,5	11,9	37,7
Empréstimos CP ^{2/}	3,3	1,5	-4,0	-	4,7	-
Títulos CP (líq.)	-	-0,1	-0,1	-	-	-
Portfólio no país (líq.)	-1,8	4,2	11,0	3,2	13,9	22,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	79%	152%	188%	110%	172%	138%
Títulos	75%	182%	177%	154%	131%	100%
Empréstimos diretos	86%	135%	194%	96%	191%	150%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011	2012		2013	
	Ano	Jan- mai	Ano	Jan- mai	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	288,6	352,0	352,0	373,1	373,1
Compras líquidas do Bacen	50,1	18,2	12,7	5,5	5,5
A termo	2,2	7,0	7,0	-	-
Spot	47,9	11,2	11,2	-	-
Linhas com recompra	-	-	-5,5	5,5	5,5
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-7,2	-3,6	-6,6	-1,9	-4,2
Desembolsos	0,5	-	-	-	-
Amortizações	-4,1	-2,0	-3,4	-0,4	-1,1
Juros	-3,6	-1,6	-3,2	-1,5	-3,0
Remuneração das reservas	6,3	1,9	4,4	1,5	4,0
Outras variações	6,5	0,3	4,1	-5,7	-5,7
Variações por preço	5,8	1,6	1,4	-1,7	-1,7
Variações por paridades	-1,0	-2,3	0,8	-4,6	-4,6
Demais ^{2/}	1,7	1,0	1,8	0,6	0,6
Compras do Tesouro Nacional	7,7	3,6	6,6	1,9	4,2
Varição total	63,4	20,4	21,1	1,3	3,8
Posição das reservas – Caixa	352,0	372,4	373,1	374,4	376,9
Saldo de linhas com recompra	-	-	5,5	-	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	352,0	372,4	378,6	374,4	376,9

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).

nos primeiros cinco meses de 2013. Em relação aos papéis de médio e longo prazos, as colocações líquidas de *notes* e *commercial papers* somaram US\$921 milhões, com desembolsos de US\$3,9 bilhões e amortizações de US\$3 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 131% (182% nos cinco primeiros meses de 2012).

Os negócios com bônus da República implicaram ingressos líquidos de US\$317 milhões, de janeiro a maio de 2013. Em maio, a reabertura do *Global 23* proporcionou ingressos de US\$800 milhões e registrou o menor *spread* da série de captações efetuadas pela República, 98 p.b. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$397 milhões de bônus, sendo US\$331 milhões referentes ao valor de face dos títulos e US\$66 milhões ao ágio.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aplicações líquidas no exterior de US\$11,3 bilhões no período de janeiro a maio de 2013, com aplicações de US\$4,2 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e de US\$2,6 bilhões dos demais setores. As concessões líquidas de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizaram US\$4,7 bilhões.

Os outros investimentos estrangeiros – empréstimos junto a bancos e organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos – registraram desembolsos líquidos de US\$18,4 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013 (US\$11 bilhões em igual intervalo do ano anterior). Os ingressos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$10,8 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo, US\$4,5 bilhões. Destacaram-se os ingressos líquidos referentes a empréstimos diretos, US\$5,7 bilhões, com taxa de rolagem de 191%; e junto a agências, US\$622 milhões. As amortizações líquidas junto a compradores atingiram US\$1,6 bilhão. Os empréstimos de curto prazo totalizaram ingressos líquidos de US\$4,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$1,5 bilhão em igual período de 2012.

O estoque de reservas internacionais totalizou US\$374,4 bilhões em maio, reduzindo-se US\$4,2 bilhões em relação a dezembro de 2012. A receita com juros referentes à remuneração das reservas somou US\$1,5 bilhão, enquanto as variações por paridades e por preços reduziram o estoque em US\$4,6 bilhões e US\$1,7 bilhão, respectivamente.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$376,9 bilhões ao final de 2013. Estimam-se, para o ano, receitas de remuneração das reservas de US\$4 bilhões; despesas de juros de US\$3 bilhões e amortizações de US\$1,1 bilhão. As liquidações de compras do Banco Central no mercado doméstico de câmbio somaram US\$5,5 bilhões no ano, até maio, decorrentes exclusivamente de operações de recompra de linha concedidas em dezembro de 2012.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010	2011	2012	2013	
	Dez	Dez	Dez	Mar	Mai ^{2/}
Exportações de bens	201,9	256,0	242,6	238,3	238,0
Exportações de bens e serviços	233,5	294,2	282,4	278,1	277,7
Serviço da dívida	46,3	52,6	54,1	54,1	55,6
Dívida externa bruta	256,8	298,2	312,9	324,8	325,5
Dívida externa líquida	-50,6	-72,9	-89,7	-72,4	-69,1
Reservas internacionais (liquidez)	288,6	352,0	378,6	376,9	374,4
Reservas internacionais (caixa)	288,6	352,0	373,1	376,9	374,4
PIB	2 144	2 475	2 253	2 269	2 280
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	12,0	12,0	13,9	14,3	14,3
Dívida líquida/PIB (%)	-2,4	-2,9	-4,0	-3,2	-3,0
Dívida bruta/exportações	1,3	1,2	1,3	1,4	1,4
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2
Dív. líquida/exportação	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Dív. líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	22,9	20,5	22,3	22,7	23,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,8	17,9	19,2	19,4	20,0
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	112,4	118,0	121,0	116,1	115,0
Reservas (caixa) / dívida externa bruta (%)	112,4	118,0	119,3	116,1	115,0

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

2/ Dados estimados.

Considerada a posição estimada para maio de 2013, o serviço da dívida externa aumentou 2,8% em relação a dezembro de 2012. As exportações de bens recuaram 1,9% no período, e a razão entre esses indicadores aumentou para 23,4%. A dívida externa total cresceu 4%, o PIB em dólares, 1,2%, e a dívida externa total líquida reduziu sua posição credora no período, resultando em aumentos nas relações dívida total/PIB, de 13,9% para 14,3%, e dívida total líquida/PIB, de -4% para -3%.

As relações entre a dívida externa total e as exportações, e a dívida externa total líquida (superavitária) e as exportações, moveram-se, respectivamente, para 1,4 e -0,3, no período. A razão entre as reservas internacionais no conceito liquidez e a dívida externa total passou de 121% para 115%, no período.

5.6 Conclusão

Não obstante o crescimento recente do *deficit* em transações correntes, em parte explicado pela evolução da balança comercial, não se antecipam restrições relevantes ao financiamento do balanço de pagamentos. De fato, o Brasil permanece como importante receptor de capitais estrangeiros, e os IED tendem a continuar como principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2013

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,4	-20,9	-54,2	-6,4	-39,6	-75,0
Balança comercial	3,0	6,3	19,4	0,8	-5,4	7,0
Exportações	23,2	97,9	242,6	21,8	93,3	248,0
Importações	-20,3	-91,6	-223,2	-21,1	-98,7	-241,0
Serviços e Rendas	-6,7	-28,3	-76,5	-7,3	-35,5	-85,1
Viagens	-1,3	-6,0	-15,6	-1,7	-7,3	-16,7
Juros	-0,5	-3,8	-11,8	-0,6	-4,8	-13,0
Lucros e dividendos	-2,6	-8,4	-24,1	-2,4	-11,9	-30,0
Demais	-2,3	-10,0	-24,9	-2,6	-11,4	-25,4
Transferências	0,3	1,1	2,8	0,2	1,3	3,1
Conta capital e financ.	4,9	41,4	70,2	6,6	46,2	84,5
Conta capital	0,2	0,7	-1,9	0,1	0,5	1,5
Investim. brasileiros ^{2/}	-2,2	-0,6	-29,5	-4,9	-10,6	-28,0
Investim. estrangeiros	4,7	33,1	90,4	8,1	47,1	99,6
IED	3,7	23,9	65,3	3,9	22,9	65,0
Ações totais ^{3/}	-2,4	2,8	5,6	1,9	9,6	10,0
Títulos no país	0,6	1,4	5,1	1,3	4,2	12,0
Emprést. e tít. LP	-0,5	3,6	18,6	1,0	5,7	12,6
Títulos públicos	-0,1	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,3
Títulos privados	-0,3	2,2	6,0	0,4	0,9	-
Empréstimos dir.	-0,1	1,6	13,0	-0,1	5,7	12,6
Demais ^{4/}	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-1,2	0,5
Emprést. e tít. CP	3,3	1,4	-4,1	-0,0	4,7	-
Demais ^{5/}	2,2	8,2	11,1	3,3	9,3	11,3
Erros e omissões	-0,4	0,6	3,0	0,4	1,0	-
Ativos de reserva	-1,1	-21,2	-18,9	-0,6	-7,6	-9,5
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-2,3	-2,4		-4,2	-3,2
IED / PIB (%)		2,6	2,9		2,4	2,8

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.

A revisão da projeção para o balanço de pagamentos de 2013 considera a posição de endividamento externo em março de 2013; os resultados ocorridos, nos cinco primeiros meses do ano e, de modo parcial, em junho; e a evolução recente do cenário internacional e da atividade econômica doméstica.

A vista disso, para 2013, estima-se um *deficit* em conta corrente de US\$75 bilhões (3,2% do Produto Interno Bruto – PIB), ante US\$67 bilhões no último Relatório. Destaque-se a redução de US\$15 bilhões para US\$7 bilhões, na estimativa do *superavit* da balança comercial, reflexo de aumentos anuais respectivos de 2,2% e 8% nas exportações e nas importações, que deverão totalizar, na ordem, US\$248 bilhões e US\$241 bilhões (projeções anteriores de US\$264 bilhões e de US\$249 bilhões). A corrente de comércio deverá expandir 5% no ano, ante 10,1% previstos no Relatório de março.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2013 recuou US\$0,9 bilhão, para US\$42,7 bilhões, indicando crescimento anual de 4%. As estimativas para as despesas líquidas de aluguel de equipamentos diminuiram US\$1,3 bilhão, para US\$19 bilhões, essencialmente devido à incorporação de valores observados no primeiro semestre de 2013. Gastos líquidos em viagens internacionais, pelas mesmas razões, foram estimados em US\$16,7 bilhões, aumento de US\$0,4 bilhão em relação ao projetado anteriormente. A estimativa para despesas líquidas com transportes recuou US\$0,1 bilhão, para US\$9,1 bilhões.

A estimativa para as remessas líquidas de lucros e dividendos em 2013 foi mantida em US\$30 bilhões. A expansão anual de 24,4% reflete, sobretudo, o impacto da retomada da atividade doméstica sobre os lucros das empresas. A nova posição de dívida externa, referente a março de 2013, e o impacto do baixo nível das taxas de juros internacionais sobre a remuneração das reservas internacionais, provocaram aumento de US\$1 bilhão, para US\$13 bilhões, na projeção de pagamentos líquidos

da conta de juros. Os ingressos líquidos de transferências unilaterais foram estimados em US\$3,1 bilhões, ante US\$3 bilhões previstos anteriormente.

No âmbito da conta financeira, a projeção para os investimentos brasileiros diretos – participação no capital – no exterior se deslocou para US\$17 bilhões, de US\$10 bilhões estimados em março. Simultaneamente, em parte devido a concessões de empréstimos de filiais no exterior às matrizes no Brasil nos cinco primeiros meses do ano e primeiras semanas de junho, estimam-se retornos líquidos de US\$17 bilhões para empréstimos intercompanhia, ante zero no Relatório de março. Considerando as duas modalidades de investimentos brasileiros direto no exterior, participação no capital e empréstimos intercompanhia, a estimativa foi alterada, de saídas líquidas de US\$10 bilhões, para zero.

A projeção para o investimento estrangeiro direto foi mantida em US\$65 bilhões (2,8% do PIB), haja vista que os fluxos líquidos até meados de junho se apresentaram em linha com as projeções. Embora os fluxos mundiais de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) tenham se moderado, o Brasil vem absorvendo parcela significativa desses fluxos, movimento que deverá ser sustentado em 2013, entre outras razões, em resposta ao programa de concessões de serviços públicos e aos leilões de permissão para exploração de óleo no Pré-sal.

Estimativas para investimentos estrangeiros líquidos em ações mantiveram-se em US\$10 bilhões. Note-se que, até maio, os ingressos líquidos nessa modalidade atingiram US\$9,6 bilhões. A projeção para os investimentos estrangeiros líquidos em renda fixa no País aumentou US\$7 bilhões, para US\$12 bilhões. Essa revisão considerou o ingresso líquido de US\$4,2 bilhões, até maio, e o impacto da redução a zero, no início de maio, do IOF para aquisição por estrangeiros de títulos de renda fixa no mercado doméstico.

A taxa de rolagem de empréstimos diretos e de títulos de renda fixa negociados em mercados no exterior atingiu 172% nos cinco primeiros meses de 2013. Nesse contexto, ainda de forma conservadora, para o ano como um todo a taxa de rolagem passou de 125% para 138%. A nova hipótese – combinada a amortizações previstas com base na posição de endividamento externo de março de 2013 – indica ingressos líquidos de US\$12,6 bilhões

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012			2013		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,8	-22,8	-58,6	-6,8	-41,2	-79,0
Capitais (líquido)	2,4	43,3	75,3	15,8	51,0	95,4
Inv. Estrangeiro Direto	3,7	23,9	65,3	3,9	22,9	65,0
Inv. Estrangeiro Carteira	-1,9	4,0	10,4	3,1	13,5	22,0
Empréstimos MLP	-0,3	3,9	23,7	0,7	6,8	12,5
Crédito comerciais	5,1	10,9	4,3	3,5	14,4	15,5
Bancos	2,6	0,4	-10,0	-0,1	3,1	0,2
Demais	2,5	10,5	14,3	3,6	11,3	15,3
Inv. Brasileiro no Exterior	-3,6	1,7	-25,4	4,2	-6,1	-17,0
Demais	-0,6	-1,2	-3,0	0,5	-0,4	-2,6
Hiato financeiro	-1,4	20,5	16,7	9,0	9,8	16,4
Compras líquidas BCB	-0,1	-18,2	-12,7	-	-5,5	-5,5
Depósitos de bancos	1,5	-2,3	-4,0	-9,0	-4,3	-11,0

1/ Projeção.

no ano decorrentes de empréstimos diretos e títulos de longo prazo (US\$6,6 bilhões na projeção anterior).

O Banco Central não contratou, nos cinco primeiros meses de 2013, operações para liquidação no mercado de câmbio a vista. Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá ser superavitário em US\$16,4 bilhões, dos quais US\$5,5 bilhões referentes à elevação do estoque de reservas, em operações de linha com recompra, já ocorridos; e US\$11 bilhões a acréscimo do saldo de depósitos mantidos por bancos brasileiros no exterior.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em março de 2013. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2015 e para o crescimento do PIB até o primeiro trimestre de 2014. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 8,00% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 28 e 29 de maio, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,10/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam todo o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 7 de junho 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 precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 6,50% em maio, 1,51 p.p. acima da registrada em maio de 2012. O aumento da inflação se deveu à aceleração dos preços livres, que variaram 8,11% em doze meses até maio (2,56 p.p. acima da registrada até maio de 2012). No mesmo período, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 1,54% (1,95 p.p. abaixo da registrada em maio de 2012). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 9,71% em doze meses – maior valor desde abril de 2003 – e a dos comercializáveis, 6,31%. O grupo de alimentos e bebidas – sensibilizado por fatores climáticos, mas que, na margem, mostra arrefecimento – variou 13,52% em doze meses (6,33% até maio de 2012). Por sua vez, a inflação do setor de serviços atingiu 8,51% em doze meses até maio, e permanece se posicionando em patamar superior ao da variação dos preços livres. Em síntese, a inflação de serviços segue em níveis elevados, e observam-se pressões, ainda que decrescentes, 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 0,50% em abril para 0,48% em maio, variando 6,17% em doze meses até maio (5,52% até maio de 2012). O núcleo do IPCA por médias aparadas sem suavização diminuiu de 0,45% em abril para 0,41% em maio; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,53% para 0,52%; o núcleo por dupla ponderação, de 0,53% para 0,50%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, de 0,52% para 0,49%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, aumentou de 0,45% para 0,48%.

O índice de difusão do IPCA recuou para 63,01% em maio, valor inferior ao observado em maio de 2012 (64,93%), mas acima da mediana da amostra com início em julho de 1999 (61,72%). A média trimestral recuou para 65,93% em maio, 4,02 p.p. acima da registrada em maio de 2012.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparada à inflação ao consumidor, foi de 0,32% em maio, após deflação de 0,06% em abril. Dessa forma, o índice acumula variação de 6,20% em doze meses (4,80% até maio de 2012). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 6,07% em doze meses até maio, resultado da variação de 7,52% no segmento agropecuário e de 5,59% no segmento

de produtos industriais. O IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,96% em doze meses até maio (0,90 p.p. acima do registrado até maio de 2012). Já o INCC, componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 7,56% em doze meses (6,66% até maio de 2012), resultado da variação de 9,56% no custo de mão de obra e de 5,45% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O indicador coincidente de atividade econômica, IBC-Br, que fornece estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, avançou 1,2% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior, após 0,4% em fevereiro nessa mesma base de comparação. Assim, a taxa de crescimento acumulada ao longo dos últimos doze meses atingiu 0,9%, e a do primeiro trimestre foi 1,8% superior à registrada em igual trimestre de 2012.

O ICC, da FGV, continuou em moderação em maio. Na margem, houve melhora na percepção da situação atual e piora na percepção em relação ao futuro. A média móvel trimestral do Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou em maio. O ICS também recuou em maio, na comparação mês a mês, a exemplo do que havia ocorrido em abril. Já a confiança do empresário industrial aumentou em maio, na comparação mensal. De acordo com a FGV, isso decorreu de melhoras na percepção da situação atual, que se encontra em patamar ligeiramente acima da média histórica recente.

A produção industrial cresceu 1,8% em abril (0,8% em março), de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, e 8,4% em relação a abril de 2012. A expansão foi disseminada, precisamente, em todas as categorias de uso. Em particular, a recuperação da produção de bens de capital se consolidou nos últimos meses, com expansão de 24,4% em relação a abril de 2012 (15,5% em relação a dezembro último). A produção de bens de consumo duráveis expandiu 14,9% em relação a abril de 2012; a de bens intermediários, 5,0%; e a de não duráveis e semiduráveis, 5,2%. Ainda assim, nos últimos doze meses, na comparação com os doze meses anteriores, a produção industrial ainda acumula perda de 1,1%. No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, de acordo com dados da CNI, houve crescimento de 2,7% no primeiro trimestre, em termos reais, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 1,5%.

O Nuci na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, passou de 84,2% em abril para

84,6% em maio (0,6 p.p. acima do registrado em maio de 2012). Ainda de acordo com a série livre de influências sazonais, o Nuci se posicionou em 83,8% no setor de bens de consumo; 86,5% no de bens intermediários; 82,5% no de bens de capital; e 89,1% no de materiais de construção. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 83,0% em fevereiro para 82,7% em março. Em relação ao nível de estoques na indústria de transformação, houve aumento no setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção desde o último Relatório, de acordo com o indicador dessazonalizado da sondagem realizada pela FGV. Ao mesmo tempo, houve forte redução dos estoques no setor de bens de capital.

As vendas do comércio varejista continuam em expansão, embora com alguma moderação na margem. Para o comércio varejista restrito, a taxa de crescimento do volume de vendas em março foi 4,5%, em relação a março de 2012, e para o comércio ampliado, 3,0%. Nos últimos doze meses, o comércio ampliado cresceu 7,2% – com expansão em todos os dez segmentos pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista restrito cresceram 6,8% nessa mesma base de comparação. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial e pela expansão do crédito.

A economia brasileira cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, assim como no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, o crescimento alcançou 1,9% (1,4% no quarto trimestre de 2012). Em relação ao primeiro trimestre de 2012, a produção agropecuária e o setor de serviços cresceram 17,0% e 1,9%, respectivamente, enquanto o setor industrial recuou 1,4%. Destarte, a economia brasileira cresceu 1,2% nos quatro últimos trimestres.

Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – mostrou certo arrefecimento, com avanço de 0,1% no primeiro trimestre, ante o trimestre anterior. Em relação ao mesmo trimestre de 2012, o consumo privado cresceu 2,1% – trigésima oitava expansão consecutiva nessa base de comparação. Por sua vez, o consumo do governo se manteve inalterado em relação ao trimestre anterior e cresceu 1,6% em relação ao mesmo trimestre de 2012. Adicionalmente, intensificou-se o ritmo de crescimento da FBCF, com expansão de 4,6% na comparação trimestre a trimestre. No que se refere às transações com o resto do mundo, as exportações recuaram 6,4% no primeiro

trimestre em relação ao anterior, enquanto as importações cresceram 6,3%.

O IBGE divulgou estimativa para a taxa de desemprego, em abril, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação alcançou 5,4% – valor próximo ao mínimo (5,3%) 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, cabe destacar que a proporção de empregados no setor privado com carteira de trabalho assinada atingiu 50% da população ocupada. Por sua vez, o rendimento médio real habitual cresceu 1,6% em abril em relação ao mesmo mês de 2012, e a massa salarial real, 2,5%. O emprego formal celetista também permanece em expansão, ainda que em ritmo moderado. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 732 mil postos de trabalho entre maio de 2012 e abril de 2013 (1,37 milhão nos doze meses até abril 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 esse respeito, note-se que, de modo geral, a expansão do mercado de crédito vem ocorrendo em ambiente de redução dos *spreads* ao tomador de empréstimos e extensão dos prazos das concessões. O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.124,2 bilhões em abril, crescimento de 16,5% em relação a abril de 2012. Em particular, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são financiadas principalmente com recursos direcionados, cresceu 34,5% no mesmo período e atingiu R\$281,3 bilhões. Os indicadores de inadimplência têm mostrado certa acomodação na margem, em patamares compatíveis com a fase do ciclo, haja vista as perspectivas de continuidade da expansão da atividade econômica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.328,5 bilhões em abril (16,4% superior ao observado em abril de 2012). Note-se que a taxa média de juros praticada nesse segmento ficou em 14,0%, 3,4 p.p. abaixo da observada em abril de 2012. Por sua vez, o volume de empréstimos e financiamentos a pessoas jurídicas concedidos pelo BNDES alcançou R\$463,4 bilhões – crescimento de 16,2% em doze meses até abril. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de

Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$9,6 bilhões nos doze meses até abril de 2013. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$70,1 bilhões no mesmo período, excluídos R\$15,0 bilhões de emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*).

No que se refere à balança comercial, o saldo acumulado em doze meses recuou para US\$7,8 bilhões em maio (US\$27,5 bilhões em maio de 2012). Esse resultado adveio de US\$238,0 bilhões em exportações e US\$230,2 bilhões em importações, com variações de -8,2% e -0,6%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2012. Em doze meses até abril, o *quantum* exportado diminuiu 2,1% e o preço médio das exportações, 5,6%, enquanto o *quantum* importado aumentou 0,7% e o preço médio das importações recuou 1,6%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$70,0 bilhões em abril, equivalente a 3,0% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$27,7 bilhões em termos líquidos. Outra parte relevante se deve ao aumento das despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos”, que, em grande parte, destinam-se à exploração de petróleo e de minerais. Note-se que os investimentos estrangeiros diretos – que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos – totalizaram US\$64,1 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 2,8% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do último Relatório, observou-se certa estabilidade dos indicadores de aversão ao risco e de volatilidade, apesar de incertezas associadas à trajetória futura da política fiscal e monetária na economia americana. As ações não convencionais de política implementadas em importantes economias maduras, em certa medida, tendem a aumentar a liquidez nos respectivos mercados e a contribuir para o recuo da probabilidade de ocorrência de eventos extremos. Desde o último Relatório, indicadores antecedentes apontam atividade em continuada trajetória de recuperação nos Estados Unidos, no Japão e no Reino Unido. Nas principais economias emergentes, esses indicadores sugerem continuidade do crescimento, embora em ritmo mais lento do que se antecipava. Na Área do Euro, prevalece sentimento de estabilização das condições financeiras que, no entanto, ainda não se reflete em indicadores de atividade e emprego. A despeito da estabilidade 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, notadamente na Área do Euro, perspectivas de baixo crescimento por período prolongado.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent*, desde a divulgação do último Relatório, recuou e chegou a ser cotado abaixo de US\$100, mas, devido a tensões em áreas produtoras, retornou a patamar próximo a US\$105. 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 foi heterogêneo, com recuo de 6,6% nos preços das *commodities* metálicas e alta de 1,3% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 7 de junho, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), indicava recuo de 0,9% desde 8 de março – data de corte do Relatório de março de 2013.

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

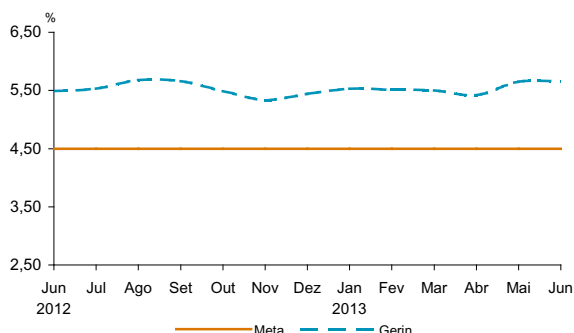
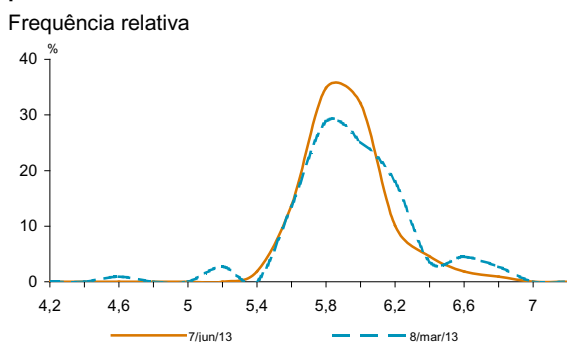


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2013



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2013 recuou de 3,10% na data de corte do último Relatório para 2,53% em 7 de junho. Para 2014, a taxa de crescimento recuou de 3,50% para 3,20%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação de 2013, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 5,82% para 5,80%; de 5,50% para 5,80%, para 2014; e de 5,20% para 5,50%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 5,50% para 5,66%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do último Relatório, houve diminuição da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2013, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,34% para 0,23%.

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, aliadas a certa acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais, bem como maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano, ou seja, uma trajetória de crescimento, no horizonte relevante para a política monetária, mais alinhada com o crescimento potencial. 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, notadamente na Área do Euro. Nos Estados Unidos, reafirmam-se os sinais positivos advindos do mercado imobiliário e de trabalho, combinando recuperação no ritmo de atividade com níveis moderados de inflação, a despeito do cenário de contenção fiscal. Entretanto, persistem e têm sido foco de atenção, riscos decorrentes da estratégia de remoção de incentivos monetários introduzidos no pós-crise de 2008. Na Área do Euro, permanece quadro de incertezas políticas e de fadiga social, somado ao ambiente recessivo e ao ceticismo quanto à solidez do sistema bancário em algumas economias da região. Em importantes economias, 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, observa-se continuidade no crescimento da atividade – embora em ritmo menos intenso do que se antecipava –, amparado pela resiliência da demanda doméstica, combinada com ações de política expansionistas. O Copom avalia 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. Sobre a economia chinesa, o crescimento do PIB tende a se posicionar 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 continuam 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 recuaram ligeiramente, mas permanecem em patamares historicamente elevados, especialmente no caso específico da Área do Euro. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê reafirma sua visão de que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir ao início (ou sua 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, os preços de *commodities* têm mostrado certa acomodação. De fato, desde o último Relatório, o IC-Br, medido em dólares dos Estados Unidos, apresentou tendência de recuo. A mesma avaliação se aplica ao CRB e ao *Goldman Sachs Commodity Index* (GSCI) da *Standard & Poor's* (S&P).

Especificamente sobre o preço do petróleo, tensões geopolíticas interromperam o processo de recuo que se verificava desde fevereiro deste ano. O preço do barril do tipo *Brent* chegou a ser cotado abaixo dos US\$100 em abril, mas tornou a subir para patamar próximo a US\$105. 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.

A despeito de sinais que indicam recuperação de importantes economias, a atual fragilidade da atividade em certas regiões introduzem incertezas sobre o ritmo de crescimento no horizonte relevante para a política monetária e ainda se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada. Não obstante, o cenário central contempla ritmo de atividade global mais intenso no horizonte relevante para a política monetária, que, em se confirmando, tende a se manifestar em pressões de preços nos mercados globais.

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.

No âmbito doméstico, no primeiro trimestre o ritmo de atividade se manteve no patamar registrado no quarto trimestre de 2012. Observaram-se, entretanto, mudanças na composição do crescimento. Em termos de demanda, as Contas Nacionais divulgadas pelo IBGE mostram que o mercado interno manteve-se como principal suporte da economia, e, no primeiro trimestre de 2013, a expansão dos investimentos foi expressiva. O consumo das famílias continuou a crescer, não obstante certa moderação, amparado pela expansão do crédito e pela geração de empregos e de renda. Por sua vez, a análise da oferta revelou desempenho robusto do setor agropecuário, sustentado pelo significativo crescimento da safra de grãos, bem como a continuidade da recuperação da indústria.

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 do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos remanescentes das ações de política implementadas em 2012. 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 e da recuperação da produção industrial. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

No mercado de fatores, o Copom pondera que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho, que mostra 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. 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. Embora, para a economia como um todo, antecipem-se variações salariais mais condizentes com os ganhos de produtividade, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, destaca-se a forte expansão dos investimentos no primeiro trimestre de 2013, na comparação com o trimestre anterior. Apesar desse resultado, a taxa de investimento manteve-se em 18,1% do PIB para o acumulado em doze meses. Além disso, a utilização da capacidade instalada manteve-se relativamente estável neste trimestre. Para o Comitê, os efeitos das ações de política recentemente implementadas, os programas de concessão de serviços públicos – em especial, no segmento de infraestrutura e logística –, as permissões para exploração do petróleo da camada do Pré-Sal 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 – posiciona-se em campo inflacionário 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, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidifica 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 no longo prazo.

O Copom destaca como fator de risco a maior volatilidade e a tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos. A esse respeito, o Comitê pondera que as evidências apoiam, para a economia brasileira, a hipótese de diminuição, na última década, do coeficiente de repasse da depreciação cambial para a inflação. Além disso, nota que esse repasse tende a ser suavizado pelo ciclo de ajuste da política monetária ora em curso.

O Copom entende que uma fonte relevante de risco para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação, impactadas negativamente nos últimos meses pelo nível da inflação corrente e pelo grau de dispersão de aumentos de preços. Além disso, o Comitê destaca o aumento, em uma perspectiva mais ampla, da percepção de inflação pelos agentes. Em parte, essa piora no sentimento de famílias e firmas se deve à ocorrência de aumentos de preços em segmentos com grande visibilidade, como alimentos, combustíveis e tarifas públicas.

O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão do crédito, em particular, no caso do segmento de pessoas físicas, em ritmo 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. Além disso, importa destacar que o Comitê 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. 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.

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

O Copom considera que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços – a exemplo dos recentemente observados – contribuem para que a inflação

mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a piora na percepção dos agentes econômicos sobre a própria dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido.

Diante disso, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 7,25% a.a., na reunião de abril. Além disso, o Comitê entendeu ser apropriada a intensificação do ritmo de ajuste das condições monetárias em curso, e elevar, por unanimidade, a taxa Selic para 8,00% a.a., sem viés, na reunião de maio.

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

Votaram pela elevação da taxa Selic para 8,00% a.a., em maio, 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 Comitê avalia que essa decisão contribuirá para colocar a inflação em declínio e assegurar que essa tendência persista no próximo ano. 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.

O Copom avalia que, no curto prazo, a inflação em doze meses ainda apresenta tendência de elevação e que o balanço de riscos para o cenário prospectivo se apresenta desfavorável.

O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a 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 7 de junho de 2013 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,10/US\$, e a meta para a taxa Selic em 8,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de maio de 2013 – ante R\$1,95/US\$ e 7,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2013.

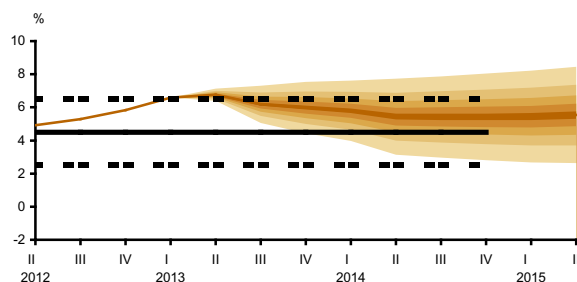
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média elevaram-se para 2013 e 2014, em comparação aos valores divulgados no Relatório de março de 2013. Para o último trimestre de 2013, a taxa média passou de R\$2,00/US\$ para R\$2,10/US\$. Para o quarto trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,15/US\$, ante R\$2,05/US\$ considerado no último Relatório. Para o segundo trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,15/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 7,79% a.a. para 8,75% a.a. e, para o quarto trimestre de 2014, de 8,33% a.a. para 8,92% a.a. Para o segundo trimestre de 2015, as expectativas indicam taxa Selic média de 9,00% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 128 p.b. e de 101 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (8,00% a.a.), no quarto trimestre de 2013 e de 2014, respectivamente.

Projeta-se variação de 1,8% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, em 2013, ante 2,7% considerados no Relatório anterior. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2013,

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 8,0% a.a. (cenário de referência)

Leque de inflação



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

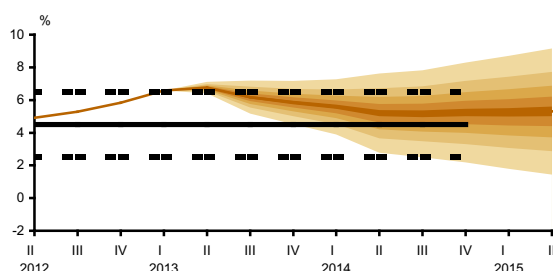
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 8,0% a.a. (Cenário de referência)

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

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

Gráfico 6.4 – 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.).

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, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano. Adicionalmente, considera-se a recente revogação de reajustes nas tarifas de transporte urbano. 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 e 2015, mesmos valores considerados no último Relatório.

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 de R\$167,4 bilhões, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2014.

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

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis 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 6,0% em 2013, 0,3 p.p. maior do que a projetada no Relatório de março de 2013, acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção recua a partir do terceiro trimestre de 2013. Especificamente, a projeção parte de 6,8% no segundo trimestre de 2013, reduz-se para 6,2% no terceiro trimestre e encerra o ano em 6,0%. A projeção reduz-se em 2014, mantendo-se em 5,4% entre o segundo trimestre de 2014 e o primeiro de 2015, e atinge 5,5% no final do horizonte de projeção.

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

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

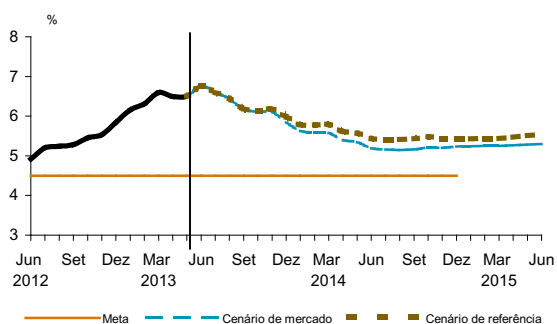
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2013 2	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,9	6,8
2013 3	5,8	5,9	6,1	6,3	6,4	6,6	6,2
2013 4	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2	6,4	5,8
2014 1	4,9	5,2	5,5	5,7	6,0	6,3	5,6
2014 2	4,2	4,6	5,0	5,4	5,8	6,2	5,2
2014 3	4,1	4,5	5,0	5,4	5,8	6,2	5,2
2014 4	4,0	4,5	5,0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

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

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de março de 2013

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2013 I	6,5	6,5
2013 II	6,7	6,7
2013 III	6,0	6,0
2013 IV	5,7	5,8
2014 I	5,4	5,4
2014 II	5,2	5,3
2014 III	5,3	5,2
2014 IV	5,3	5,1
2015 I	5,4	5,2

Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



tolerância da meta em 2013 se situa em 29% e, em 2014, em torno de 25%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2013 se encontra em 5,8%, mesmo valor do último Relatório, e 0,2 p.p. abaixo do valor projetado no cenário de referência. Conforme o Gráfico 6.4 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 6,8% no segundo trimestre, reduz-se para 6,2% no terceiro e encerra o ano em 5,8%. Em 2014, a projeção parte de 5,6% no primeiro trimestre e se desloca para 5,2%, mantendo-se nesse patamar nos quatro trimestres seguintes. No segundo trimestre de 2015, a projeção encontra-se em 5,3%.

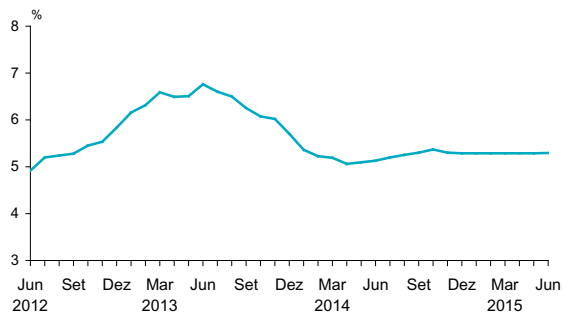
Nesse cenário, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2013 situa-se em 21%, e em 2014, em torno de 25%.

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, em parte, reflexo de taxas de inflação em meses recentes maiores do que as contempladas nas projeções constantes no último Relatório. No cenário de mercado, em geral, as projeções encontram-se acima dos valores registrados no Relatório anterior no horizonte de projeção, à exceção da redução de 0,1 p.p. no segundo trimestre de 2014 e da estabilidade observada no terceiro trimestre de 2014, essencialmente pelas mesmas razões.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o segundo trimestre de 2015, e a trajetória de metas. Até maio 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. A despeito 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

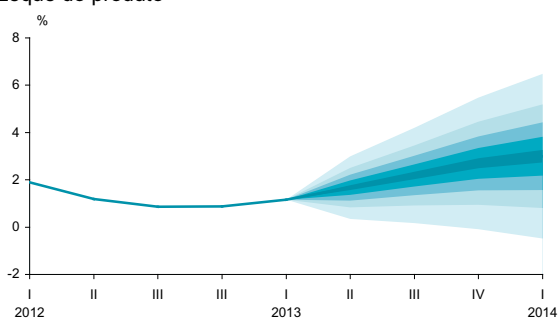
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 8,0% a.a. (cenário de referência)

Leque do produto



doze meses, consta do Gráfico 6.6. Até maio 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 6.7 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 2,7% para 2013 (0,4 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 3,0% para o acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2014.

Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2013

O Banco Central utiliza diversos modelos para projetar variáveis macroeconômicas e simular cenários e efeitos de políticas econômicas, com o objetivo de subsidiar o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom). Conforme procedimento adotado nos últimos anos¹, para manter o elevado nível de transparência das ações de política monetária, este box atualiza as informações, tomando como base as revisões periódicas mais recentes, sobre as três classes de modelos semiestruturais de pequeno porte²: (i) modelos agregados; (ii) o “modelo de preços desagregados”, que apresenta os setores de serviços, de alimentos e bebidas no domicílio, e de produtos industriais; e (iii) o “modelo CNC”, que apresenta os setores de bens comercializáveis e de não comercializáveis. Na estrutura básica dessas ferramentas, o lado da oferta da economia é constituído por curvas de *Phillips* e a demanda agregada é representada por uma curva IS que descreve a dinâmica do hiato do produto. Além disso, a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros é descrita por meio de uma equação que relaciona a taxa de juros de política (Selic) à taxa de juros de longo prazo (*swap* pré-DI de 360 dias). Nos modelos agregados, há apenas uma curva de *Phillips* para a inflação de preços livres. No caso do “modelo de preços desagregados”, há três curvas de *Phillips* adicionais que descrevem a inflação de cada um dos setores (serviços, alimentos e bebidas no domicílio e produtos industriais); e no caso do “modelo CNC”, as duas curvas de *Phillips* adicionais descrevem a inflação dos setores de bens comercializáveis e de bens não comercializáveis.

1/ O Banco Central tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores tais como Lima *et al.* (2011), além dos boxes “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central” (Relatório de Inflação de junho de 2001), “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” (Relatório de Inflação de junho de 2011) e “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012).

2/ O modelo de preços desagregados foi inicialmente descrito no box “Previsão de Inflação com Curvas de *Phillips* com Preços Desagregados” (Relatório de Inflação de março de 2010). O modelo CNC foi inicialmente descrito no box: “Projeção de Inflação Utilizando Modelo Semiestrutural Desagregado: Bens Comercializáveis e Não Comercializáveis” (Relatório de Inflação de setembro de 2012). O Banco Central também possui outros modelos de projeção, incluindo o de preços administrados (“Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012).

Modelos agregados de pequeno porte

As estimações recentes introduziram algumas mudanças relevantes. Primeiro, passou-se a utilizar o *superavit* primário estrutural como variável fiscal na curva IS em substituição ao *superavit* primário consolidado do setor público (ambos medidos em termos percentuais do Produto Interno Bruto – PIB). O *superavit* primário estrutural é ajustado pelo ciclo econômico e exclui os efeitos de receitas e despesas extraordinárias³. O primário estrutural permite melhor avaliação do impacto de ações discricionárias do governo, na área fiscal, em determinados períodos. Nesse sentido, a variação do resultado estrutural entre dois períodos é a medida do impulso fiscal, que pode ser expansionista, contracionista ou neutro. Em termos da estrutura do modelo, o impulso fiscal permite a inferência da elasticidade do hiato do produto a ações de política fiscal. Segundo, introduziu-se um aperfeiçoamento na medida de sazonalidade utilizada no horizonte de projeção dos modelos. Além do padrão trimestral diretamente estimado, considera-se também o padrão sazonal mensal em cada trimestre.

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

$$(1) \pi_t^L = \sum_{i>0} \alpha_{1i} E_t \pi_{t+i} + \sum_{j>0} \alpha_{2j} \pi_{t-j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} \pi_{t-k}^* + \sum_{l>0} \alpha_{4l} h_{t-l} + \sum_{m \geq 0} \sum_n \alpha_{5m}^n Z_{t-m}^{\pi,n} + \varepsilon_t,$$

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

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

3/ Ver boxe “Resultado Estrutural do Governo Geral” (Relatório de Inflação de março de 2013).

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

$$(2) h_t = \beta_0 + \sum_{i>0} \beta_{1i} h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2j} r_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3k} \Delta sup_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{4l} \Delta \bar{y}_{t-l}^* + \sum_{m \geq 0} \beta_{5m} \Delta h_{t-m}^* + u_t,$$

na qual r_t é a taxa de juros real, medida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela expectativa de inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*, Δsup_t é a variação do *superavit* primário estrutural, $\Delta \bar{y}_t^*$ é a taxa de crescimento do produto potencial mundial, Δh_t^* é a variação do hiato do produto mundial, e u_t é um termo de erro.

A equação da curva de juros define o *spread* entre a taxa de longo prazo (*swap*) e a taxa de curto prazo (Selic) como função das suas defasagens, da variação da inflação esperada, da dinâmica do hiato do produto, e das variáveis de controle, conforme abaixo:

$$(3) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \sum_{i>0} \gamma_{1i} (Swp_{t-i} - S_{t-i}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \sum_{k>0} \gamma_{3k} \Delta h_{t-k} + \sum_{m \geq 0} \sum_n \gamma_{4m}^n Z_{t-m}^{Swp,n} + v_t,$$

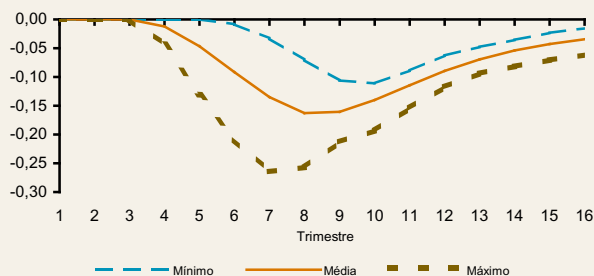
na qual Swp_t é a taxa *swap* pré-DI de 360 dias e S_t é a taxa Selic, ambas nominais; $\Delta E_t \pi_{t+3}^4$ é a variação da expectativa de inflação em t para o período do contrato de *swap* considerado; Δh_t é a variação do hiato do produto; $Z_t^{Swp,n}$ corresponde às variáveis de controle da equação, que incluem a variação do prêmio de risco medido pelo Embi Brasil, as variações nos requerimentos de capital dos bancos e as variações nos recolhimentos compulsórios; e v_t é um termo de erro. Importante ressaltar que, assim como em (1), as variáveis de controle não afetam o equilíbrio de longo prazo do modelo, pois, por construção, possuem média igual a zero.

A título de exemplo, a seguir são avaliados alguns mecanismos de transmissão. O Gráfico 1 apresenta a resposta da inflação doméstica (em ponto percentual – p.p.), via canal da demanda agregada, a um aumento permanente de 1 p.p. no *superavit* primário estrutural, obtida a partir de cinco especificações dos modelos de pequeno porte. Como esperado, as estimações indicam que o efeito de um impulso fiscal sobre a inflação se materializa com defasagens.

No Gráfico 2, avalia-se a resposta da inflação, via canal da demanda agregada, a um choque monetário, representado por um aumento de 1 p.p. na taxa Selic, que

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

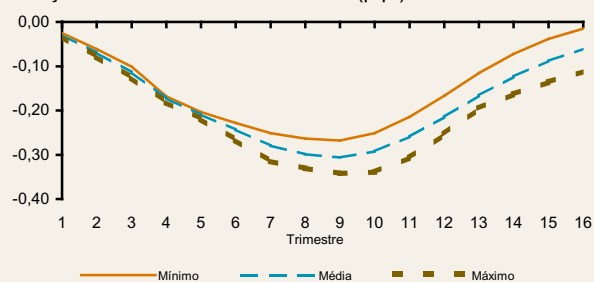
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



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

Gráfico 2 – Resposta da inflação à política monetária, modelos de pequeno porte^{1/}

Inflação acumulada em 4 trimestres (p.p.)



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

perdura por quatro trimestres, com a trajetória da Selic a partir do quinto trimestre seguindo uma regra de Taylor estimada pelo modelo Samba⁴. Conforme esperado, um aumento da taxa Selic tem efeito contracionista sobre a demanda agregada e, conseqüentemente, tende a reduzir a inflação. Nota-se que o efeito máximo ocorre cerca de dois anos após o início da elevação da taxa de juros.

Modelo de preços desagregados

O modelo de preços desagregados, equações (4) a (9), incorpora as mesmas mudanças efetuadas nos modelos com curvas de *Phillips* agregadas. Nesse modelo, a economia é dividida em três setores: i) serviços; ii) alimentos e bebidas no domicílio; e iii) produtos industriais. Dessa forma, são especificadas três curvas de *Phillips* setoriais, além da curva agregada para os preços livres. À semelhança dos modelos agregados, o modelo desagregado também possui uma curva IS (8) e uma curva de juros (9).

$$(4) \pi_t^S = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^S D_i + \beta_1^S \frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}^S}{4} + (\mathbb{1} - \beta_1^S) E_t \pi_{t+1} + \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \delta^S \Delta S M_{t-1} + \varepsilon_t^S,$$

$$(5) \pi_t^{AB} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AB} D_i + \beta_1^{AB} \pi_{t-1} + \beta_2^{AB} E_t \pi_{t+1} + (\mathbb{1} - \beta_1^{AB} - \beta_2^{AB}) \pi_{t-1}^* + \gamma^{AB} \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \varepsilon_t^{AB},$$

$$(6) \pi_t^{PI} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} D_i + \beta_1^{PI} \pi_{t-1} + \beta_2^{PI} \frac{\sum_{i=1}^4 E_t \pi_{t+i}}{4} + (\mathbb{1} - \beta_1^{PI} - \beta_2^{PI}) \pi_{t-1}^* + \varepsilon_t^{PI},$$

$$(7) \pi_t^L = \omega_t^S \pi_t^S + \omega_t^{AB} \pi_t^{AB} + \omega_t^{PI} \pi_t^{PI},$$

$$(8) h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 \frac{\sum_{i=1}^3 r_{t-i}}{3} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=1}^3 \Delta sup_{t-i}}{3} + \varphi_3 \Delta \bar{y}_{t-1}^* + \varphi_4 \Delta h_{t-1}^* + \mu_t,$$

$$(9) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t.$$

Os parâmetros estimados devem ter as seguintes restrições satisfeitas para garantir a consistência interna do modelo:

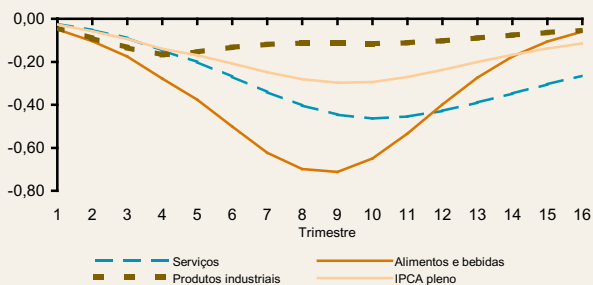
$$\gamma^{AB} = \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AB}}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^S},$$

$$\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} = 0.$$

4/ O modelo Samba está descrito em Castro *et al.* (2011). A trajetória do choque utilizada é igual à descrita no box “Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central” (Relatório de Inflação de março de 2012).

Gráfico 3 – Resposta da inflação à política monetária, modelo desagregado^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



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

Nas equações acima, π_t^S , π_t^{AB} , π_t^{PI} representam a inflação de serviços, de alimentos e bebidas no domicílio, e de produtos industriais⁵, respectivamente; D_i são *dummies* sazonais; ΔSM_t é a variação do salário mínimo; ω_t^S , ω_t^{AB} , ω_t^{PI} são os pesos das respectivas inflações setoriais na inflação de preços livres, tais que $\omega_t^S + \omega_t^{AB} + \omega_t^{PI} = 1$; e ε_t^S , ε_t^{AB} , ε_t^{PI} , μ_t e v_t são os termos de erro das equações.

O Gráfico 3 é construído a partir de um exercício similar ao que se considerou na elaboração do Gráfico 2. Nota-se que as respostas dos preços são diferentes nos três setores, sendo mais intensa no de alimentos e bebidas no domicílio, com o efeito máximo alcançado dois anos após o choque. No setor de serviços, o efeito máximo se verifica por volta de dois anos e no setor de produtos industriais o efeito é menor.

Modelo de bens comercializáveis e não comercializáveis

O modelo CNC, equações (10) a (14), também incorpora as mesmas mudanças efetuadas nos modelos com curvas de *Phillips* agregadas. Nesse modelo, a economia é dividida em dois setores: i) bens comercializáveis; e ii) bens não comercializáveis. Portanto, são especificadas duas curvas de *Phillips* setoriais, além de uma curva agregada para os preços livres. Como nas classes anteriores, o modelo CNC também possui uma curva IS e uma curva de juros.

$$(10) \pi_t^{NC} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC} D_i + \beta_1^{NC} \frac{\sum_{i=1}^6 \pi_{t-i}^{NC}}{6} + (1 - \beta_1^{NC}) E_t \pi_{t+1} + \gamma^{NC} h_{t-1} + \delta^{NC} \Delta SM_{t-1} + \varepsilon_t^{NC},$$

$$(11) \pi_t^C = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^C D_i + \beta_1^C \pi_{t-1} + \beta_2^C E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta_1^C - \beta_2^C) \frac{\sum_{i=1}^2 \pi_{t-i}^*}{2} + \gamma^C h_{t-2} + \varepsilon_t^C,$$

$$(12) \pi_t^L = \omega_t^{NC} \pi_t^{NC} + (1 - \omega_t^{NC}) \pi_t^C,$$

$$(13) h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 \frac{\sum_{i=1}^3 r_{t-i}}{3} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=2}^5 \Delta sup_{t-i}}{4} + \varphi_3 \Delta \bar{y}_{t-1} + \varphi_4 \Delta h_t^* + \mu_t,$$

$$(14) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t.$$

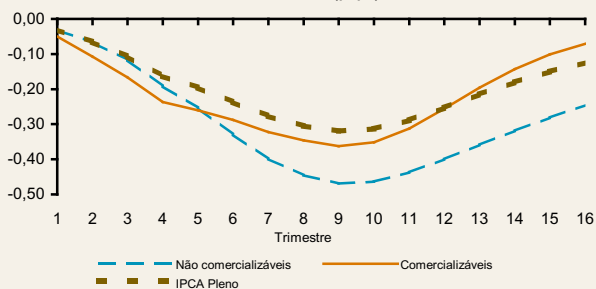
Adiciona-se restrição similar à do modelo de preços desagregados:

$$\gamma^C = \gamma^{NC} \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^C}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC}}.$$

5/ Assim como na revisão dos modelos realizada em 2011, nota-se a ausência da variável hiato do produto na curva de *Phillips* de produtos industriais, que não se mostrou significativa na equação.

Gráfico 4 – Resposta da inflação à política monetária, modelo CNC^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



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

Nas equações acima, π_t^{NC} é a inflação de bens não comercializáveis; π_t^C é a inflação de bens comercializáveis; ω_t^{NC} é o peso da inflação de bens não comercializáveis na inflação de livres; e ε_t^{NC} , ε_t^C , μ_t e v_t são os termos de erro das equações. As demais variáveis são as mesmas que aparecem nas outras classes de modelos.

O Gráfico 4 ilustra a resposta da inflação à mesma trajetória da taxa Selic considerada no Gráfico 2. Nota-se que a resposta da inflação plena é similar à obtida nos dois casos anteriores. Além disso, a dinâmica dos preços de bens não comercializáveis é semelhante à dos preços no setor de serviços do modelo de preços desagregados. Note-se ainda que a resposta dos preços no setor de bens comercializáveis é maior do que a estimada no caso de produtos industriais e menor do que a estimada no caso do setor de alimentos e bebidas no domicílio.

Em resumo, visando manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, este boxe atualiza as informações sobre os modelos semiestruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central. Como principais inovações, as novas especificações incorporam uma medida de *superavit* primário estrutural e padrão sazonal mensal dentro de cada trimestre.

Referências

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; e WERLANG, S.R.C. (2000). “Implementing Inflation Targeting in Brazil”. *BCB Working Paper Series*, nº. 1.

CASTRO, M., GOUVEA, S., MINELLA, A., SANTOS, R., e SOUZA-SOBRINHO, N. (2011). “SAMBA: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach”. *BCB Working Paper Series*, nº. 239.

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

Extração de Expectativas de Inflação a partir de Instrumentos Financeiros

Um elemento chave para a dinâmica de preços são as expectativas dos agentes sobre a evolução da inflação. Dessa forma, a evolução das expectativas constitui informação relevante para a formulação e implementação da política monetária. Dada a importância do tema, este box apresenta metodologia para extração de expectativas a partir de instrumentos financeiros negociados no mercado.

A teoria e a evidência sugerem que os preços dos ativos refletem expectativas futuras, portanto, é válido supor que o comportamento futuro da inflação pode ser estimado via cotações de instrumentos financeiros. Nesse sentido, títulos indexados a índices de preço surgem como possível fonte de informação. A princípio, um bom previsor da inflação futura seria a inflação implícita definida como a diferença entre as taxas de juros nominal e real¹. No entanto, além de expectativas de inflação, preços de títulos contêm informação sobre prêmios de riscos, de modo que esse procedimento tenderia a gerar um estimador enviesado da inflação futura. Portanto, faz-se necessário separar o componente relativo a expectativas de inflação do relativo a prêmios de riscos.

A seguir apresentam-se três formas de estimar o prêmio de risco e, a partir delas, medir expectativas de inflação extraídas das curvas de juros nominal e real.

Para a construção da estrutura a termo nominal são usados dados de Notas do Tesouro Nacional – série F (NTN-F) e Letras do Tesouro Nacional (LTN); e da estrutura a termo real, Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), com ambas sendo interpoladas via modelo paramétrico de Svensson (1994):

$$R_t(\tau) = \beta_{1t} + \beta_{2t} \left(\frac{1 - e^{-\lambda_t \tau}}{\lambda_t \tau} \right) + \beta_{3t} \left(\frac{1 - e^{-\tilde{\lambda}_t \tau}}{\lambda_t \tau} - e^{-\lambda_t \tau} \right) + \beta_{4t} \left(\frac{1 - e^{-\tilde{\lambda}_t \tau}}{\tilde{\lambda}_t \tau} - e^{-\tilde{\lambda}_t \tau} \right),$$

1/ Essa hipótese é conhecida como hipótese de Fisher e tem sido consistentemente rejeitada por diversos estudos. No Brasil, Vicente e Guillén (2010) mostram que a hipótese de Fisher falha para horizontes superiores a seis meses.

em que $R_t(\tau) = R_t(T-t)$ é a taxa nominal à vista em t de prazo $\tau = T-t$ e $\beta_{1t}, \beta_{2t}, \beta_{3t}, \beta_{4t}, \lambda_t$ e $\tilde{\lambda}_t$ são parâmetros estimados em cada t por mínimos quadrados ponderados. Vale expressão idêntica para a taxa real $S_t(\tau)$ ². A função objetivo dessa minimização é a soma dos quadrados dos erros entre os preços teóricos e de mercado de títulos públicos, ponderados pelo inverso da *duration* de cada título. Portanto, a estrutura a termo da inflação implícita em t é $l_t(\tau) = R_t(\tau) - S_t(\tau)$.

Admitindo expectativas racionais, define-se o prêmio de risco *ex post* ou “realizado” como

$$p_t(\tau) = \pi_t(\tau) - l_t(\tau),$$

no qual $\pi_t(\tau)$ é a inflação realizada entre t e $T = t + \tau$ (medida pelo IPCA)³.

No modelo I, admite-se que o prêmio de risco é constante no tempo (embora possa variar com o prazo). Isto é, $p_t(\tau) = \alpha_\tau + erro$, no qual o termo de erro é um ruído branco. Os modelos II e III relaxam essa hipótese. O modelo II impõe uma estrutura autorregressiva para o prêmio, isto é, $A(L)p_t(\tau) = \alpha_\tau + erro$, onde L é o operador *lag* e A é um polinômio, com seu grau fixado em um⁴. O modelo III admite que o prêmio pode ser explicado por um conjunto de variáveis macro financeiras, ou seja, $p_t(\tau) = \alpha_\tau + \beta_\tau X_t(\tau) + erro$, em que $X_t(\tau)$ é o vetor de variáveis explicativas. Baseado no trabalho de Grishchenko e Huang (2012), $X_t(\tau)$ é tomado unidimensional e fixado como sendo a inflação implícita.

As Tabelas 1, 2 e 3 apresentam estimativas para expectativas de inflação para 2010, 2011 e 2012, nas datas de reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). A cada momento produziram-se projeções de inflação somente para o ano corrente e o seguinte.

2/ Neste boxe, a taxa de juros real é sempre referenciada no IPCA.

3/ Embora esse prêmio seja referenciado à data t ele só será conhecido em T .

4/ Testes econométricos apresentam evidências de que a série histórica do prêmio é estacionária e com autocorrelação significativa apenas de ordem um.

Tabela 1 – Previsões em cada COPOM para o ano de 2010

COPOM	I	II	III	Focus
jun-10	6,05%	6,70%	5,62%	5,64%
jul-10	4,77%	4,63%	5,23%	5,42%
ago-10	4,41%	4,05%	4,95%	5,07%
out-10	5,20%	5,08%	5,12%	5,20%
dez-10	5,79%	5,83%	5,45%	5,78%

Tabela 2 – Previsões em cada COPOM para o ano de 2011

COPOM	I	II	III	Focus
jun-10	5,45%	6,24%	4,55%	4,80%
jul-10	4,96%	5,62%	4,61%	4,80%
ago-10	4,96%	5,34%	4,68%	4,87%
out-10	5,80%	5,65%	5,19%	4,99%
dez-10	6,54%	6,60%	5,47%	5,20%
jan-11	6,23%	6,71%	4,84%	5,42%
fev-11	6,82%	7,14%	5,51%	5,80%
abr-11	6,85%	7,66%	6,48%	6,29%
jun-11	7,37%	8,68%	6,52%	6,22%
jul-11	6,20%	6,38%	6,40%	6,31%
ago-11	6,11%	6,10%	6,40%	6,31%
out-11	6,57%	6,62%	6,53%	6,52%
nov-11	6,45%	6,43%	6,35%	6,49%

Tabela 3 – Previsões em cada COPOM para o ano de 2012

COPOM	I	II	III	Focus
jan-11	5,30%	6,14%	4,01%	4,50%
fev-11	5,75%	6,77%	3,74%	4,78%
abr-11	6,39%	6,75%	3,65%	5,00%
jun-11	6,27%	6,29%	4,45%	5,10%
jul-11	5,88%	6,70%	4,51%	5,20%
ago-11	6,54%	7,33%	4,39%	5,20%
out-11	6,77%	7,49%	4,62%	5,61%
nov-11	6,53%	7,39%	5,09%	5,56%
jan-12	6,02%	6,22%	5,53%	5,30%
mar-12	6,12%	6,27%	5,68%	5,24%
abr-12	5,63%	5,55%	5,50%	5,08%
mai-12	5,77%	5,65%	5,56%	5,17%
jul-12	4,57%	4,49%	4,60%	4,85%
ago-12	5,37%	5,29%	5,36%	5,19%
out-12	5,36%	5,29%	5,35%	5,42%
nov-12	5,39%	5,40%	5,35%	5,43%

Tabela 4 – Correlação entre as expectativas dos modelos e a previsão Focus

Ano	I	II	III
2010	83,57%	80,57%	91,42%
2011	73,31%	54,76%	95,31%
2012	47,99%	25,58%	55,84%

Gráfico 1 – Previsões para o ano de 2010

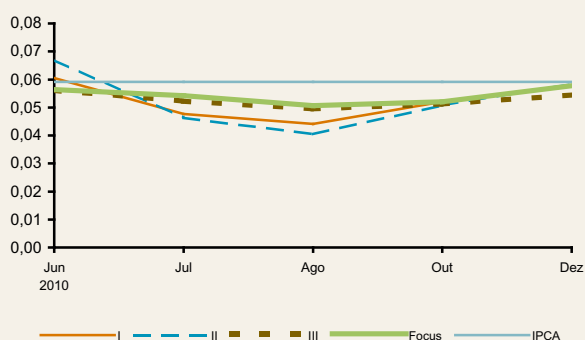


Gráfico 2 – Previsões para o ano de 2011

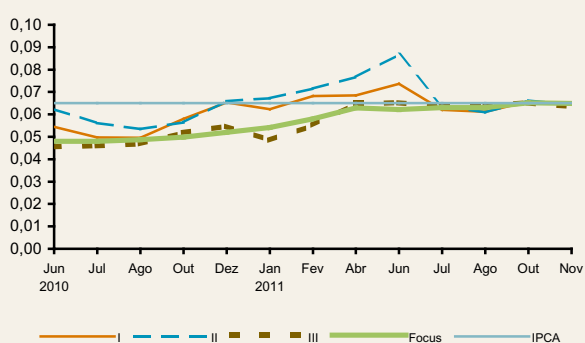
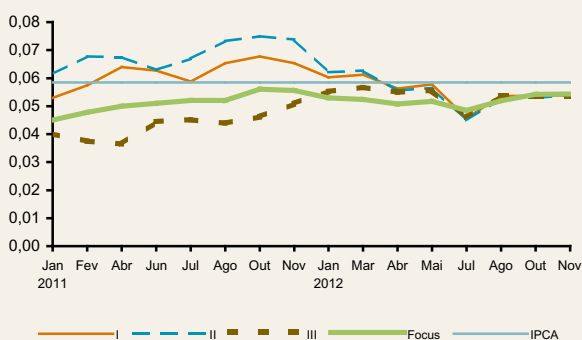


Gráfico 3 – Previsões para o ano de 2012



Por sua vez, os Gráficos 1, 2 e 3 ilustram as expectativas de inflação geradas pelos modelos e as contidas no relatório Focus para 2010, 2011 e 2012, respectivamente. Já a Tabela 4 contém as correlações entre as expectativas dos três modelos e a do Focus.

Tanto a análise dos gráficos como das correlações revelam que a expectativa gerada pelo modelo III é a que mais se aproxima da expectativa Focus no período analisado.

O Gráfico 1 indica que todos os modelos subestimaram a inflação efetiva de 2010 (5,91%). Além disso, note-se que em agosto de 2010, os três modelos apontaram aumento da inflação para 2010. A Raiz do Erro Quadrático Médio (REQM) foi de 0,90%, 1,13% e 0,68% para os modelos I, II e III, respectivamente, ou seja, o modelo III gerou a previsão com menor erro, seguido pelo modelo I e pelo modelo II, mas, segundo essa métrica, os três apresentaram desempenho inferior ao das projeções Focus (cujo REQM foi de 0,55%).

De acordo com o Gráfico 2, os modelos passaram a indicar elevação da inflação de 2011 a partir de outubro de 2010. Os REQMs foram de 0,77%, 0,86% e 1,15% para os modelos I, II e III, respectivamente, e o das expectativas Focus, 1,05%.

Para 2012, as projeções de melhor desempenho foram as geradas pelo modelo I. De fato, os REQMs foram de 0,56%, 0,91% e 1,20% para os modelos I, II e III, respectivamente, e para as expectativas Focus, 0,73%. Assim como para 2010, os modelos subestimaram a inflação para 2012.

Outra forma de se avaliar a questão é combinar as previsões dos três modelos pela média aritmética. Os REQMs da média dos três modelos foram de 0,88%, 0,33% e 0,45% para 2010, 2011 e 2012, respectivamente. Ou seja, a média dos três modelos superaria as projeções de todos os modelos em separado e do Focus para 2011 e 2012.

Em resumo, este box apresenta evidências de que ativos financeiros constituem fonte importante de informação sobre expectativas de inflação.

Referências

Grishchenko, O. e J. Huang (2012). “Inflation risk premium: Evidence from the TIPS market”. *Working Paper*.

Svensson, L. (1994). “Monetary policy with flexible exchange rates and forward interest rates as indicators”. *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*.

Vicente, J. e O. Guillén (2010). “Do inflation-linked bonds contain information about future inflation?”. *Working Paper n° 214 Banco Central do Brasil*.

Anexo

Notas da 174ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 16 e 17/4/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/4) e do 20º andar (17/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (16/4) e 16h12 (17/4)

Horário de término: 19h30 (16/4) e 19h56 (17/4)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 16/4)

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 17/4)

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 16/4)

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) foi de 0,47% em março, 0,26 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada em março de 2012. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,59% em março (5,24% até março de 2012). Os preços livres variaram 8,20% em doze meses (5,49% até março de 2012) e os preços administrados, 1,61% (4,58% até março de 2012). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 6,90%, e os dos bens não comercializáveis, 9,35%. Os preços do grupo alimentos e bebidas, ainda sensibilizados por fatores climáticos, variaram 1,14% em março e 13,49% em doze meses (6,30% até março de 2012). Os preços dos serviços aumentaram 8,38% em doze meses (7,75% até março 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 0,59% em fevereiro para 0,41% em março e, no acumulado em doze meses, deslocou-se de 5,97% em fevereiro para 6,14% em março. Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização recuou de 0,53% em fevereiro para 0,47% em março, o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,61% para 0,48%, o núcleo por dupla ponderação, de 0,55% para 0,46%, e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 1,00% para 0,31%. Já o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio bem como combustíveis, avançou de 0,28% para 0,35%.
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,31% em março e 0,20% em fevereiro, e acumula variação de 7,97% em doze meses até março (3,32% até março de 2012). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 8,78%, em grande parte, reflexo de pressões no segmento agropecuário decorrentes de choques desfavoráveis de oferta. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 8,48% nos preços de matérias-primas brutas, de 9,00% nos de bens intermediários e de 8,64% nos de bens finais. A inflação acumulada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 6,16% em doze meses até março (5,50% até março de 2012). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGPDI, variou 7,18% (8,10% até março 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 os recuos de janeiro (0,10%) e fevereiro (0,33%), aumentou 7,73% em doze meses. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.
4. O 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, constituindo importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,5% em fevereiro, após elevação de 1,4% em janeiro. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, a economia cresceu 3,8% em janeiro e 0,4% em fevereiro, com a taxa de crescimento acumulada em doze meses se deslocando de 0,8% em janeiro para 0,9% em fevereiro. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou pelo sexto mês consecutivo em março, considerando dados dessazonalizados. Por sua vez, o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) aumentou em março, reflexo da melhora na percepção da situação atual. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), recuou em março, após três meses

consecutivos em elevação. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE projeta crescimento de 12,0% na produção de grãos em 2013, em relação a 2012.

5. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada com instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito, evidenciam, para o segundo trimestre de 2013, expectativa de moderado aumento no ritmo de concessões de novas operações de crédito para todos os segmentos. Para pessoas jurídicas, a expectativa de aumento nas concessões deve-se, em parte, às expectativas de melhora nas condições da economia doméstica e de recuo no nível de inadimplência de micro, pequenas e médias empresas. Em relação ao crédito às pessoas físicas, a expectativa é de aumento nas concessões, impulsionado pelo recuo na inadimplência e no comprometimento de renda das famílias com serviço de dívidas bancárias, no caso do crédito ao consumo; e pela concorrência, no do segmento habitacional.
6. A atividade fabril recuou 2,5% em fevereiro, após crescer 2,6% em janeiro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. A produção industrial diminuiu em 15 dos 27 ramos de atividade. Assim, a produção no trimestre encerrado em fevereiro foi 0,3% superior à do trimestre anterior. Por sua vez, a taxa de crescimento acumulada em doze meses passou de -2,0% em janeiro para -1,9% em fevereiro. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 0,5% em fevereiro, comparativamente ao observado no mesmo mês do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 0,9%.
7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital cresceu 1,6% em fevereiro em relação ao mês anterior. Ao mesmo tempo, a produção de bens intermediários variou -1,3%; a de bens de consumo duráveis, -6,8%; e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -2,1%. Relativamente ao mesmo mês do ano anterior, a produção de bens de capital aumentou 9,1%, a produção de bens intermediários recuou 4,4%, a de bens de consumo duráveis variou -2,2%, e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -5,8%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até fevereiro, houve recuo em todas as categorias de uso: bens de capital (-7,8%); bens intermediários (-1,5%); bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-0,4%); e bens de consumo duráveis (-0,3%).
8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi estimada em 5,6% em fevereiro (5,7% em fevereiro de 2012). De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação em março recuou para 5,3% – igualando o mínimo da série histórica iniciada em março de 2002. A redução da taxa de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para a diminuição das taxas de desocupação. Por sua vez, o nível de ocupação recuou pelo terceiro mês consecutivo e atingiu 54,0% da PIA em fevereiro. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 2,4% em março, comparado a igual mês do ano anterior, e a massa salarial real aumentou 4,1% em relação a fevereiro de 2012. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que houve criação de 112,5 mil postos de trabalho formais em março (111,7 mil em março de 2012), com saldo positivo em seis dos oito setores da atividade econômica. Em suma, os dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora com alguns sinais de moderação na margem.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 1,2% em fevereiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. O comércio

restrito contraiu 0,2% nessa base de comparação. A variação mensal em fevereiro, ajustada sazonalmente, foi de -0,7% nas vendas do comércio varejista ampliado e de -0,4% nas vendas do comércio restrito. Não obstante, a taxa de crescimento anual do comércio ampliado ficou em 7,8%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se móveis e eletrodomésticos (10,4%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (10,2%). Por sua vez, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou pelo quarto mês consecutivo no trimestre findo em março. 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, permaneceu em 83,3% em março (83,0% em março de 2012). Na série com ajuste sazonal calculada pela FGV, o Nuci se manteve em 84,1% em março. A utilização da capacidade no setor de bens de capital, de acordo com a série livre de influências sazonais, avançou para 84,2%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização ficou em 84,2%, 84,8% e 89,1%, respectivamente.
11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$11,8 bilhões em março. Esse resultado adveio de exportações de US\$238,3 bilhões e de importações de US\$226,5 bilhões, associadas a variações de -8,3% e de -1,9%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$63,5 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,8% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$63,7 bilhões em doze meses até fevereiro, equivalentes a 2,8% do PIB.
12. Na economia global, permanecem as perspectivas de baixo crescimento por período prolongado em importantes economias maduras e houve estabilidade nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco, a despeito de choques negativos no sistema financeiro da Zona do Euro. 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 fevereiro, continua sinalizando crescimento nos Estados Unidos (EUA) e no Japão, com possível retomada dos níveis de atividade na Zona do Euro. Já os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI), referentes a março, indicam continuidade do crescimento nos EUA, no Japão e em importantes economias emergentes, notadamente no sudeste asiático. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas acomodáticas. O Banco do Japão (BoJ) anunciou um programa maior do que o esperado para expansão da base monetária, com potenciais efeitos positivos na atividade econômica e nos preços de ativos, especialmente no sudeste asiático. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta expansionista. No que diz respeito à inflação, 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* recuou, desde a reunião anterior do Copom, para patamar em torno de US\$105. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Conforme medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* metálicas recuaram 4,5%, enquanto os das agrícolas avançaram 0,9%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou -1,7% no acumulado em doze meses até março 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 março;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 15% na tarifa residencial de eletricidade, mesmo valor considerado na reunião do Copom de março. 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 do preço do gás de bujão e redução de 2,0% da tarifa de telefonia fixa, 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, manteve-se em 2,7%, valor considerado na reunião do Copom de março; 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 março. 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 47 pontos base (p.b.) e 18 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 de R\$167,4 bilhões, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2014.
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 reduziu-se de 5,70% para 5,68%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,50% para 5,70%. 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 5,67%, 5,73% e 5,61% para 5,66%, 5,71% e 5,68%, respectivamente. Para 2014, a mediana das projeções deslocou-se de 5,55%, 5,80% e 5,38% para 5,70%, 5,85% e 5,50%, 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 manteve-se estável em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março 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 diminuiu, mas 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 março e se encontra acima do valor central da meta, no cenário de referência. Já no cenário de mercado, a projeção de inflação diminuiu em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março, mas se posiciona acima do valor central da meta, em 2014.

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. Apóia 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, com tendência de intensificação ao longo do horizonte relevante. Nesse contexto, há avanços localizados nas economias maduras, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer 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, a despeito de limitações no campo da oferta, o ritmo da atividade doméstica se intensificou no primeiro trimestre. Além disso, destaca que informações recentes apontam para a retomada do investimento e para uma trajetória de crescimento, no horizonte relevante, mais alinhada com o crescimento potencial. 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, 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, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidifica 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 e no próximo 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. Importa destacar a moderação recentemente observada na dinâmica dos preços de certos ativos reais e financeiros, que, na hipótese de permanecerem nos atuais níveis, constituirão força desinflacionária.
28. O Copom avalia que o nível elevado da inflação e a dispersão de aumentos de preços, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência e ensejam uma resposta da política monetária. Por outro lado, o Comitê pondera que incertezas internas e, principalmente, externas cercam o cenário prospectivo para a inflação e recomendam que a política monetária seja administrada com cautela.
29. O julgamento de todos os membros do Copom é convergente no que se refere à necessidade de uma ação de política monetária destinada a neutralizar riscos que se apresentam no cenário prospectivo para a inflação, notadamente para o próximo ano. Parte do Comitê, entretanto, pondera que está em curso uma reavaliação do crescimento global e que esse processo, a depender de sua intensidade e duração, poderá ter repercussões favoráveis sobre a dinâmica dos preços domésticos. Para esses membros do Comitê, não seria recomendável uma ação imediata da política monetária, entretanto, essa visão não foi respaldada pela maioria do Colegiado.
30. Diante disso, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 7,25% a.a.
31. Votaram pela elevação da taxa Selic para 7,50% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo,

Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 7,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Aldo Luiz Mendes e Luiz Awazu Pereira da Silva.

32. O Copom avalia que a demanda doméstica tende a se apresentar robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Para o Comitê, esses efeitos, os programas de concessão de serviços públicos, os estoques em níveis ajustados e a gradual recuperação da confiança dos empresários criam perspectivas de intensificação dos investimentos e da recuperação da produção industrial. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.
33. 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.
34. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação como o observado nos últimos doze meses persistam no horizonte relevante para a política monetária.
35. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 28 de maio 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

36. O IPCA variou 0,47% em março, ante 0,60% em fevereiro, acumulando alta de 6,59% no período de doze meses encerrado em março, ante 6,31% em fevereiro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. A desaceleração do índice no mês repercutiu a menor pressão dos preços livres, que passaram de 1,13% em fevereiro para 0,53% em março, enquanto os preços monitorados apresentaram alta de 0,26% ante a variação de -1,11% no mês anterior. Em relação aos preços livres, o movimento refletiu comportamento de desaceleração dos preços dos bens comercializáveis, de 0,63% para 0,36%, e dos bens não comercializáveis, de 1,58% para 0,69%, com serviços registrando variação de 0,26%, ante 1,30% em fevereiro. A desaceleração da variação mensal do IPCA foi favorecida, principalmente, pela desaceleração de 5,40% para 0,56% nos preços do grupo educação, com contribuição de 0,03 p.p., ante 0,25 p.p. em fevereiro, e pela retração de 0,09% no grupo transportes, com contribuição de -0,02 p.p., ante 0,16 p.p. no mês anterior. O índice de difusão situou-se em 69,04% em março, ante 72,33% em fevereiro.

37. Considerado o período de doze meses finalizado em março, os preços livres apresentaram aceleração em relação a fevereiro, de 7,86% para 8,20%, bem como os preços monitorados, de 1,53% para 1,61%. A evolução dos preços livres refletiu o efeito da aceleração dos preços dos produtos comercializáveis, de 6,43% para 6,90%, e dos não comercializáveis, de 9,13% para 9,35%, no período analisado. Os preços do segmento de serviços aumentaram 8,38% no acumulado em doze meses até março, ante 8,66% e 8,61% em períodos correspondentes até fevereiro e janeiro, respectivamente.
38. O IGP-10 variou 0,18% em abril, após alta de 0,22% em março, de acordo com a FGV, repercutindo desaceleração do IPA e aceleração do IPC e do INCC. O indicador acumula aumentos de 1,12% no ano, ante elevação de 1,09% no mesmo período de 2012, e de 7,45% em doze meses, comparativamente a 8,01% nos doze meses terminados em março.
39. O IPA-10 recuou 0,06% no mês, ante alta de 0,11% em março, acumulando altas de 0,44% no ano e de 7,97% em doze meses. Os preços dos produtos industriais tiveram aumento de 0,38% no mês, ante 0,33% em março, acumulando altas de 1,85% no ano e de 6,82% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 1,17% em abril, ante -0,45% no mês anterior, acumulando queda de 2,99% no ano e alta de 11,13% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou, em especial, o aumento nos preços dos itens minerais metálicos, 7,21%, e derivados do petróleo e álcool, 1,16%, que exerceram contribuições de 0,37 p.p. e 0,10 p.p., respectivamente. Nos preços dos produtos agropecuários, as principais influências decorreram dos itens soja e milho, cujas variações, na ordem, de -5,56% e -7,83%, contribuíram com -0,27 p.p. e -0,19 p.p., respectivamente.
40. O IPC-10 registrou crescimento de 0,67% em abril, ante 0,49% em março, acumulando alta de 2,69% no ano, comparativamente a 2,29% no mesmo período do ano anterior, e de 6,14% em doze meses. A aceleração registrada pelo IPC-10 em abril foi favorecida pela alta no grupo alimentação, 1,40%, ante 1,26% em março, implicando contribuição de 0,35 p.p., e pela aceleração em habitação, 0,64% em abril, ante -0,43% no mês anterior, e contribuição de 0,16 p.p. O INCC-10 variou 0,65% em abril, ante 0,37% em março, com aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, 0,56%, ante 0,41%, e nos custos de mão de obra, 0,73%, ante 0,32%. O INCC-10 acumulou variações de 2,03% no ano e de 7,08% em doze meses.
41. O IPP/IT recuou 0,33% em fevereiro, após queda de 0,10% em janeiro, acumulando variação de -0,43% no ano e de 7,73% no período de doze meses encerrado em fevereiro, ante 7,63% em janeiro. O resultado mensal do IPP/IT foi influenciado, principalmente, pela retração de 2,56% nos preços do segmento de alimentos, com contribuição para o índice de -0,51 p.p., contrabalançada parcialmente pela variação de 1,56% na divisão de coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, com contribuição de 0,17 p.p. A variação do índice no acumulado de doze meses encerrado em fevereiro refletiu, sobretudo, a contribuição das indústrias de alimentos, 2,23 p.p., e de outros produtos químicos, 1,54 p.p.
42. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 1,82% em março, após queda de 2,97% em fevereiro. O recuo de março refletiu as desvalorizações de 0,66%, 6,02% e 2,51% nos subíndices agropecuárias, metálicas e energéticas, respectivamente. Em 2013, o IC-Br acumula baixa de 6,08%, com desvalorizações de 6,24%, 7,11% e 4,11% nos respectivos subíndices.

Atividade econômica

43. O IBC-Br registrou retração de 0,52% em fevereiro comparativamente ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. O trimestre encerrado nesse mês apresentou crescimento de 0,72% em relação ao terminado em novembro, quando havia registrado elevação de 0,26% no mesmo tipo de comparação.

Pela série com dados observados, o IBC-Br registrou aumento de 0,44% no mês, em relação a fevereiro de 2012, ante expansão de 3,84% registrada em janeiro, na mesma base de comparação. O IBC-Br acumula elevações de 2,14% no ano e de 0,87% nos doze meses finalizados em fevereiro.

44. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 0,7% em fevereiro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após altas de 0,3% em janeiro e de 0,8% em dezembro. Com esse resultado, a média do trimestre encerrado em fevereiro registrou expansão de 1,9% em relação a do trimestre encerrado em novembro, quando havia decrescido 2,8%. Por segmento, observou-se retração mensal nas vendas de seis dos dez segmentos pesquisados, com destaque para outros artigos de uso pessoal e doméstico, -2,9%; combustíveis e lubrificante, -2,1%; e veículos, motocicletas, partes e peças, -1,7%; em oposição à expansão de 5,2% em equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação. As vendas do comércio varejista apresentaram queda de 0,4% em fevereiro, comparativamente ao mês anterior, utilizando dados com ajuste sazonal, após alta de 0,5% em janeiro e recuo de 0,5% em dezembro, na mesma base de comparação. Considerando-se dados dessazonalizados, foi registrada expansão de 0,1% no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao trimestre anterior. No acumulado do ano e nos doze meses encerrados em fevereiro, o comércio varejista cresceu 2,9% e 7,4%, respectivamente.
45. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 1,2% em fevereiro, com expansão em seis segmentos, destacando-se o crescimento em artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos e em livros, jornais, revistas e papelaria, ambos 6,9%. No acumulado de doze meses encerrado em fevereiro, o comércio ampliado expandiu 7,8%, com ênfase para o aumento das vendas de móveis e eletrodomésticos, 10,4%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 10,2%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 9,5%; e veículos e motos, partes e peças, 8,4%.
46. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 283,9 mil unidades em março, representando retração de 5,5% relativamente a igual período de 2012. Na comparação com fevereiro, foi registrada expansão de 1,2%, após variações de -15,8% e 2% em fevereiro e janeiro, respectivamente, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em março, houve queda de 0,3% em relação ao finalizado em dezembro, quando fora registrado decréscimo de 8,4%. No acumulado em doze meses, as vendas de autoveículos cresceram 4%, resultado do aumento de 6,8% nas vendas de automóveis e de 0,8% nas de comerciais leves. Em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus declinaram 20,6% e 16,7%, 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 elevação mensal de 4,6% em março. A análise dos dados observados indicou expansões de 4,1% em relação a março de 2012, de 7,1% no acumulado do ano e de 1% nos doze meses terminados em março.
48. A produção de bens de capital cresceu 1,6% em fevereiro, acumulando expansão de 4,7% no trimestre, relativamente ao finalizado em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado da categoria no mês repercutiu crescimento da produção de equipamentos para o setor de energia elétrica, 16,5%; de bens agrícolas, 11,1%; e de equipamentos para fins industriais, 7,9%; em oposição ao recuo dos segmentos de peças agrícolas, -49,6%, e de equipamentos de transporte, -1,7%.

49. A produção de insumos típicos da construção civil registrou retração mensal de 1,4% em fevereiro, acumulando decréscimo de 0,1% no trimestre, em relação ao finalizado em novembro, considerando dados dessazonalizados. Na série com dados observados, registrou-se decréscimo interanual de 3,8% no mês e expansão de 0,8% no acumulado em doze meses.
50. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$168,7 bilhões no acumulado em doze meses encerrados em março, resultado 21,8% superior a igual período de 2012, com destaque para o crescimento de 59% nos recursos destinados ao comércio e serviços, seguido pela agropecuária, 41%, e indústria, 29%. No período, o segmento industrial absorveu 33% do total dos recursos liberados, seguido pela infraestrutura, 31%; comércio e serviços, 28%; e agropecuária, 8%.
51. A produção física da indústria geral recuou 2,5% em fevereiro, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, após crescimento de 2,6% (revisado) em janeiro, influenciada pelas retrações de 2,7% e 1,9% nas indústrias de transformação e extrativa, respectivamente. Por categorias de uso, foram registrados recuos na produção de bens de consumo duráveis, -6,8%; bens de consumo semi e não duráveis, -2,1%; e bens intermediários, -1,3%; em oposição, bens de capital apresentaram expansão de 1,6%. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, quatorze apresentaram queda de produção no mês, com destaque para a indústria farmacêutica, -10,8%; mobiliário, -9,9%; e veículos automotores, -9,1%; contrapondo-se ao crescimento de 36,2% e 9,6% nas divisões de fumo e outros equipamentos de transporte, respectivamente. A produção da indústria apresentou elevação de 0,3% no trimestre encerrado em fevereiro, ante o finalizado em novembro, quando crescera 0,6%, repercutindo variações de 0,9% na indústria de transformação e de -2,9% na indústria extrativa. A evolução trimestral foi favorecida pelo desempenho das indústrias de vestuário, 6,8%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 5,6%; material eletrônico e equipamento de comunicação, 4,5%; e mobiliário, 4,4%. Em sentido contrário, a indústria de fumo apresentou queda de 36,4%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou decréscimo de 3,2%, em relação a igual mês do ano anterior, influenciada pela queda de 5% em bens de consumo e de 4,4% em bens intermediários, parcialmente compensada pela expansão de 9% em bens de capital. No primeiro bimestre do ano, a expansão de 1,1% decorreu do crescimento das indústrias de bens de capital, 13,3%, e de bens de consumo duráveis, 4%, enquanto no acumulado em doze meses encerrados em fevereiro, o decréscimo de 1,9% refletiu, em especial, a queda de 7,7% em bens de capital e de 1,5% em bens intermediários.
52. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,1% em março, estável em relação a fevereiro, segundo dados dessazonalizados pela FGV. Foi registrada expansão de 1,8 p.p. na indústria de bens de capital e estabilidade na de bens de consumo não duráveis, em oposição à queda de 0,4 p.p. em material de construção e de 0,1 p.p. em bens intermediários e bens de consumo duráveis. Considerada a série observada, o Nuci apresentou aumento de 0,3 p.p. em relação a março de 2012, atingindo 83,3%, resultado das elevações de 2,6 p.p. em material de construção, 1,7 p.p. em bens de consumo duráveis, 1,6 p.p. em bens de capital, e 0,2 p.p. em bens intermediários. Em contraposição, houve contração de 0,6 p.p. em bens de consumo não duráveis.
53. A produção de autoveículos montados atingiu 319,1 mil unidades em março, representando alta de 6,6% em relação a fevereiro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. No primeiro trimestre de 2013, a produção de autoveículos diminuiu 0,1%, em relação ao quarto trimestre de 2012. Considerando dados observados, a produção apresentou elevações de 3,4%, em relação a março de 2012, de 12,1% no acumulado do ano e de 3,5% no período de doze meses encerrados em março.

54. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou expansão de 4% em relação a fevereiro e retração de 3,2% no primeiro trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve queda de 0,4% em relação a março de 2012 e aumentos de 6,3% e 10,8% no acumulado do ano e em doze meses, respectivamente. As exportações de autoveículos montados alcançaram 43,5 mil unidades em março, representando variações de 3,1% em relação a igual mês do ano anterior, de -0,2% no acumulado do ano e de -18,8% em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações apresentaram elevação de 10,9% no mês, ante fevereiro, e de 21,3% no trimestre encerrado em março, na comparação com o finalizado em dezembro.
55. De acordo com o LSPA, do IBGE, referente a março, a safra de grãos do país deverá totalizar 181,3 milhões de toneladas em 2013, com variações de 12% em relação à de 2012 e de -1,2% em relação ao prognóstico anterior. Em relação à safra de 2012, o resultado reflete, sobretudo, aumento estimado de 23,2% para a produção de soja. Quanto às demais culturas, estimam-se expansões de 14,8%, 12,1%, 5,1% e 5% nas safras de feijão, trigo, arroz e milho, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, alta de 9,8% 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, recuou pelo sexto mês consecutivo, com variação de -2% em março, em relação a fevereiro, atingindo 113,9 pontos, refletindo retrações de 3,4% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 1,5% no Índice de Expectativas (IE). Em relação a março de 2012, o ICC registrou queda de 7%, resultado de variações de -12,5% no ISA e de -3,5% no IE.
57. O ICS, calculado pela Sondagem de Serviços, da FGV, considerados dados com ajuste sazonal, aumentou 0,3% em março, em relação a fevereiro, ao passar de 122,1 para 122,4 pontos, em consequência de variações de 1,7% no ISA e de -0,8% no IE. Na comparação com março de 2012, o ICS apresentou queda de 5,5%, resultado dos recuos de 7,7% no ISA e de 4% no IE.
58. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 122,4 pontos em março, 5,4% inferior a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu a redução de 8,9% no Índice de Expectativas (IE-COM) e o aumento de 0,1% no Índice de Situação Atual (ISA-COM). No trimestre finalizado em março, o ICOM registrou contração de 2,3% comparativamente ao mesmo período de 2012, influenciado pela variação negativa de 6,4% no IE-COM, em oposição ao avanço de 4,1% no ISA-COM.
59. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, após permanecer praticamente estável por dois meses consecutivos, recuou de 106,6 pontos para 105 pontos, representando retração de 1,5%, resultado de variações de -1,4% no ISA e de -1,6% no IE. Em relação a março de 2012, o ICI apresentou elevação de 2,1%, refletindo aumentos de 0,7% no ISA e de 3,6% no IE.
60. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 120,5 pontos em março, representando contração de 6,7% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu reduções de 9,3% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 4,5% no Índice de Expectativas (IE-ICST). No trimestre finalizado em março, o ICST registrou retração de 7,9% comparativamente ao mesmo período de 2012, influenciado pelas variações negativas de 9,9% no ISA-ICST e de 6,3% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

61. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 123 mil empregos formais em fevereiro, com destaque para a abertura de 82,1 mil vagas em serviços e de 33,5 mil vagas na indústria de transformação, em oposição ao fechamento líquido de 10,4 mil postos no comércio e de 9,7 mil na agropecuária. No acumulado do ano foram geradas 152,3 mil vagas e, nos doze meses encerrados em fevereiro, 751,1 mil ante 269,5 mil e 1,4 milhão, respectivamente, em iguais períodos de 2012. Em relação ao nível de emprego formal, houve aumento mensal de 0,2% em relação a janeiro, 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 5,6% em fevereiro, com aumento de 0,2 p.p. em relação a janeiro e recuo de 0,1 p.p. comparativamente a fevereiro de 2012. O resultado mensal refletiu retrações de 0,7% na ocupação e de 0,6% na População Economicamente Ativa (PEA). Em relação a fevereiro de 2012, a ocupação cresceu 1,6%, com destaque para a expansão de 3,5% na indústria. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, o desemprego recuou 0,2 p.p. em fevereiro, situando-se em 5,3%, mesmo patamar de agosto de 2012, o menor da série histórica. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou altas de 1,2% em relação a janeiro e de 2,4% na comparação com fevereiro de 2012. A massa salarial real apresentou elevações de 0,5% e 4,1%, respectivamente, para os mesmos tipos de comparação.

Crédito e inadimplência

63. O saldo total de crédito do sistema financeiro, incluindo-se as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$2.384 bilhões em fevereiro, apresentando expansões de 0,7% no mês e de 16,8% em doze meses. A relação crédito/PIB, que se manteve estável em 53,4% na comparação com janeiro, apresentou elevação de 4,6 p.p. relativamente a fevereiro de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 58,5% do estoque total do sistema financeiro, cresceu 0,5% no mês e 12,8% em doze meses, refletindo variações respectivas de -0,1% e de 9,5% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1% e de 16,3% no saldo com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 1,1% e 22,9% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2% e 34,3%, respectivamente, nos financiamentos imobiliários, no segmento de pessoas físicas, e de 2,1% e 17,8%, na ordem, no crédito rural, entre as operações destinadas a pessoas jurídicas.
64. A taxa média geral de juros das operações de crédito do sistema financeiro apresentou alta de 0,1 p.p. em fevereiro, atingindo 18,7% a.a., representando queda de 5,1 p.p. em relação a fevereiro de 2012. As taxas médias relativas aos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas alcançaram, na ordem, 24,9% e 14%, correspondendo a expansão de 0,2 p.p. e estabilidade, respectivamente, em relação a janeiro, e recuos de 6,2 p.p. e de 4,2 p.p. na comparação com fevereiro de 2012.
65. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu 86,8 meses em fevereiro, representando retração de 6,8 meses em relação a janeiro e aumento de 9,6 meses na comparação com fevereiro de 2012. O prazo relativo ao segmento de pessoas físicas subiu 0,3 mês e 18,2 meses, respectivamente, e o referente a pessoas jurídicas recuou 12,5 meses em relação a janeiro e aumentou 3,1 meses no acumulado em doze meses, alcançando 125,6 meses para pessoas físicas e 57 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% em fevereiro, permanecendo estável em relação a janeiro e dezembro e recuando 0,1 p.p. em relação a igual mês do ano anterior. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 5,4%, diminuindo 0,1 p.p. no mês e 0,5 p.p. em doze meses, enquanto o relativo a pessoas jurídicas manteve-se estável no mês, 2,3%, e registrou elevação de 0,1 p.p. em doze meses.

Ambiente externo

67. Desde a última reunião do Copom, a atividade econômica mundial segue em expansão moderada e desenvolvimento heterogêneo. Nos EUA, o PIB do quarto trimestre de 2012 foi revisado de estável para 0,4%; a produção industrial registrou crescimento anualizado de 5% no primeiro trimestre, o maior ganho desde o primeiro trimestre do ano anterior; e o mercado imobiliário segue em recuperação, com os preços dos imóveis residenciais e o licenciamento de novas construções em alta. No entanto, sinalizando que a recuperação da atividade segue sujeita a riscos de baixa, foram gerados 88 mil postos de trabalho em março – ante expectativa de 190 mil –, ocorreram recuos dos PMIs industrial e de serviços medidos pelo *Institute for Supply Management (ISM)*, houve diminuição na confiança do consumidor, mensurada pelo *Conference Board*, e queda de 0,4% nas vendas no varejo. Na Área do Euro, a despeito da recuperação de 0,4% da produção industrial em fevereiro, a taxa de desemprego, em novo recorde histórico, atingiu 12% no mês, e, em março, o índice de sentimento econômico apresentou nova queda, enquanto o PMI composto recuou a 46,5 pontos, menor valor desde outubro de 2012. No Japão, a produção industrial recuou 0,1% em fevereiro, porém o PMI composto de março atingiu 53,2 pontos, melhor avaliação dos gerentes de compra nos últimos doze meses, perspectiva compatível com alta mensal de 1,7% das vendas no varejo, em fevereiro. Na China, o PIB do primeiro trimestre registrou a segunda desaceleração consecutiva, crescimento de 6,6%, em base anualizada e dessazonalizada, ante o trimestre anterior. A perspectiva para o crescimento global neste ano, divulgada no *World Economic Outlook* de abril, do Fundo Monetário Internacional (FMI), foi reduzida para 3,3%, de 3,5% na estimativa divulgada em janeiro, refletindo perspectivas de crescimento de 1,2% para as economias avançadas e de 5,3% para as economias emergentes.

68. Os mercados financeiros operaram em ambiente de baixa volatilidade na maior parte do período, desde a última reunião do Copom, ressaltando-se a elevação do índice CBOE VIX para 17,3 pontos em 15 de abril, de 12,1 pontos na véspera, refletindo tanto a divulgação do PIB da China quanto a explosão de bombas na cidade de Boston. Nesse cenário, o dólar apresentou baixa oscilação, valorizando-se ante as moedas do Japão, Coreia, Rússia e Brasil e desvalorizando-se ante o euro e a libra esterlina. No mesmo período, a maior parte das bolsas de valores apresentou perdas, entre elas, as da Alemanha, do Reino Unido, do Brasil, da China, da Índia, do México e da Rússia. Em sentido oposto, destaque-se nova valorização do índice Nikkei, acumulando alta de 27,7% no ano, até 15 de abril. No mercado internacional de *commodities*, destaque-se a manutenção da trajetória de redução de preços, decorrente da melhora na oferta dos grãos e da lenta recuperação da atividade global. O índice S&P GSCI *Commodity Spot* e os respectivos subíndices para agrícolas, metais industriais e energia registraram recuos no período, com destaque para as baixas nos preços do milho, da soja e do petróleo do tipo *Brent*.

69. Em fevereiro, a variação anual do IPC global, dados do *International Financial Statistics (IFS)*, do FMI, aumentou para 3,6%, de 3,4% em janeiro, refletindo a elevação do índice nas economias avançadas de 1,4% para 1,7%, e nas economias emergentes de 6,5% para 6,8%.

70. Os bancos centrais dos EUA, da Área do Euro, do Japão e do Reino Unido mantiveram as respectivas taxas de juros oficiais nas mínimas históricas, enquanto as autoridades monetárias das principais economias

maduras e emergentes mantiveram inalteradas suas taxas básicas, à exceção de Colômbia, México, Hungria, Turquia e Índia, que reduziram. Destaque-se que no Japão, em 4 de abril, houve alteração na política monetária com o objetivo de atingir, no menor prazo possível, a meta de inflação de 2% a.a. Para tanto, o BoJ decidiu pela alteração e duplicação do programa de compra de ativos e optou pelo monitoramento da base monetária como principal meta operacional, em detrimento do acompanhamento da taxa *overnight* não colateralizada, afirmando que pretende expandir a base monetária ao ritmo anual de ¥60-70 trilhões.

Comércio exterior e reservas internacionais

71. A balança comercial brasileira apresentou *superavit* de US\$161 milhões em março, resultado de exportações de US\$19,3 bilhões e importações de US\$19,2 bilhões. O *deficit* acumulado no primeiro trimestre do ano somou US\$5,2 bilhões, ante *superavit* de US\$2,4 bilhões em igual período de 2012, refletindo retração de 3,1% nas exportações e aumento de 11,6% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio registrou expansão de 4,1% no período, consideradas as médias diárias, somando US\$106,8 bilhões.
72. As reservas internacionais, nos conceitos liquidez e caixa, totalizaram US\$376,9 bilhões em março, com redução de US\$1,7 bilhão e acréscimo de US\$3,8 bilhões, respectivamente, em relação ao final de 2012. No mês, não houve intervenção a vista no mercado doméstico de câmbio. O Banco Central liquidou US\$2,8 bilhões, já programados, em recompras de linhas, encerrando o estoque de linhas com recompra.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

73. Após a reunião do Copom de março, a curva de juros doméstica apresentou elevação em toda sua extensão, com maior moderação para os prazos mais longos. Dentre os fatores determinantes para esse movimento, destacam-se a divulgação de índices de inflação corrente ainda pressionados, incluindo as diversas medidas de núcleo, a manutenção das projeções de inflação em valores elevados e a expectativa dos agentes quanto ao início do ciclo de aperto monetário pelo Banco Central. Entre 4 de março e 15 de abril de 2013, as taxas de juros de um, três e seis meses aumentaram 0,36 p.p., 0,59 p.p. e 0,64 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, dois e três anos aumentaram 0,64 p.p., 0,44 p.p. e 0,32 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 1,98%, em 4 de março, para 2,77%, em 15 de abril, movimento esse que resultou do efeito combinado da elevação das taxas de juros nominais e da redução das expectativas de inflação.
74. Em 11 de março, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso com vencimento em 2 de maio, em montante equivalente a US\$1,0 bilhão. Em 27 de março, realizou leilão de *swap* cambial tradicional, de vencimento em 2 de maio, com montante equivalente ao da operação anterior. Como resultado das operações no período, o Banco Central teve sua posição líquida em contratos de *swap* cambial reduzida a zero.
75. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 5 de março a 15 de abril, operações compromissadas com prazo de três e de seis meses, tomando recursos no valor de R\$138,5 bilhões e R\$17,2 bilhões, respectivamente. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$361,1 bilhões, entre 15 de janeiro e 4 de março, para R\$419,7 bilhões, entre 5 de março e 15 de abril. No mesmo período, realizou operação compromissada

com prazo de 29 dias úteis, reduzindo o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$168,6 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, em 29 ocasiões, sendo em 28 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\$93,5 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central aumentou de R\$624,1 bilhões, entre 15 de janeiro e 4 de março, para R\$681,7 bilhões, entre 5 de março e 15 de abril. Considerando-se o período entre 4 de março e 15 de abril, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$624,8 bilhões para R\$698,6 bilhões. O principal fator que contribuiu para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

Notas da 175ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 28 e 29/5/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/5) e do 20º andar (29/5) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (28/5) e 16h40 (29/5)

Horário de término: 19h45 (28/5) e 20h25 (29/5)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 28/5)

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 29/5)

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 28/5)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora do Departamento Econômico

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) foi de 0,55% em abril, 0,09 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada em abril de 2012. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,49% em abril (5,10% até abril de 2012). Os preços livres variaram 8,09% em doze meses (5,63% até abril de 2012), e os preços administrados, 1,55% (3,73% até abril de 2012). Entre os preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 6,57%, e os dos bens não comercializáveis, 9,44%. Os preços do grupo alimentos e bebidas, ainda sensibilizados por fatores climáticos, variaram 0,96% em abril e 14,00% em doze meses (6,23% até abril de 2012). Por sua vez, os preços dos serviços aumentaram 8,13% em doze meses (8,00% até

abril 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 0,41% em março para 0,50% em abril e, no acumulado em doze meses, deslocou-se de 6,14% em março para 6,03% em abril. Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização aumentou de 0,47% em março para 0,53% em abril, o núcleo por dupla ponderação, de 0,46% para 0,53%, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,31% para 0,45%, e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio bem como combustíveis, de 0,35% para 0,52%. Já o núcleo por médias aparadas sem suavização recuou de 0,48% para 0,45%. O índice de difusão, que havia atingido 75,1% em janeiro, recuou para 65,8% em abril.
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou 0,06% em abril, após avançar 0,31% em março, e acumula variação de 6,83% em doze meses até abril (3,86% até abril de 2012). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 7,02% (ante 2,82% até abril de 2012). Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, na mesma base de comparação, avanço de 5,74% nos preços de matérias-primas brutas, de 6,86% nos de bens intermediários e de 8,15% nos de bens finais. A inflação acumulada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, ficou em 6,17% em doze meses até abril (5,05% até abril de 2012). O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGPDI, variou 7,16% (7,77% até abril 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), avançou 0,35% em abril, acumulando alta de 5,48% 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, constituindo importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br avançou 0,7% em março, após recuar 0,4% em fevereiro. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, a economia cresceu 0,4% em fevereiro e 1,2% em março, com a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficando estável em 0,9%. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV) recuou 0,4% em maio, confirmando a acomodação sinalizada em abril, considerando dados dessazonalizados. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) recuou em maio, a exemplo do que havia ocorrido em abril. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), avançou em maio, em razão de melhora na percepção da situação atual. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE projeta crescimento de 14,2% na produção de grãos em 2013, em relação a 2012.
5. A economia brasileira cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, assim como no trimestre anterior, de acordo com os dados trimestrais dessazonalizados, divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, o crescimento no primeiro trimestre alcançou 1,9%, ante 1,4% no quarto trimestre de 2012. Destarte, a taxa de crescimento da economia brasileira nos últimos quatro trimestres acumula 1,2%. Sob a ótica da demanda, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 4,6% na margem e 3,0% em relação ao mesmo trimestre de 2012. O consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – avançou 0,1% na margem e 2,1% em relação ao primeiro trimestre de 2012 – trigésima oitava expansão consecutiva nessa base de comparação. Já o consumo do governo

permaneceu inalterado em relação ao trimestre anterior, tendo crescido 1,6% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. No que se refere às transações com o resto do mundo, as exportações recuaram 6,4% e as importações cresceram 6,3%, na margem, e variaram -5,7% e 7,4%, respectivamente, em relação a igual trimestre de 2012.

6. A atividade fabril avançou 0,7% em março, após recuo de 2,4% em fevereiro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. A produção industrial aumentou na comparação mensal em 13 dos 27 ramos de atividade pesquisados. O volume de produção no mês de março foi 3,3% inferior ao registrado no mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, a variação em doze meses passou de -1,9% em fevereiro para -2,0% em março. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 2,7% no primeiro trimestre, comparativamente ao mesmo trimestre do ano anterior, e o número de horas trabalhadas diminuiu 1,5%.
7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital cresceu 0,7% em março em relação ao mês anterior, a de bens intermediários, 0,8%, e a de bens de consumo duráveis, 4,7%. Por sua vez, a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis variou -0,5%. Relativamente ao mesmo mês do ano anterior, a produção de bens de capital aumentou 4,3%, a de bens intermediários recuou 1,7%, a de bens de consumo duráveis variou -4,0%, e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, -8,2%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até março, houve recuo em todas as categorias de uso: bens de capital (-6,7%); bens intermediários (-1,4%); bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-1,2%); e bens de consumo duráveis (-0,3%).
8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, foi estimada em 5,8% em abril (6,0% em abril de 2012). De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação em abril oscilou para 5,4%, próximo ao mínimo (5,3%) da série histórica iniciada em março de 2002. A redução da taxa de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para a diminuição das taxas de desocupação. Por sua vez, o nível de ocupação atingiu 53,6% da PIA em abril, indicando estabilidade. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 1,6% em abril, comparado a igual mês do ano anterior, e a massa salarial real aumentou 2,5% em relação a abril de 2012. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que houve criação de 196,9 mil postos de trabalho formais em abril (217,0 mil em abril de 2012), com saldo positivo em todos os oito setores da atividade econômica. Em suma, os dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora com alguns sinais de moderação na margem.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio cresceu 4,5% em março, em relação a março de 2012. O comércio ampliado aumentou 3,0% nessa base de comparação. A variação mensal em março, ajustada sazonalmente, foi de -0,1% nas vendas do comércio varejista restrito e de 0,2% nas vendas do comércio ampliado. Dessa forma, a taxa de crescimento do comércio ampliado, ao longo dos últimos doze meses, ficou em 7,2%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados. Por sua vez, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, apresentou ligeiro recuo no trimestre findo em maio e tem sinalizado arrefecimento da atividade em relação a 2012. 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, foi de 83,8% em abril (83,5% em abril de 2012). Na série com ajuste sazonal

calculada pela FGV, o Nuci de abril ficou em 84,2%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital, de acordo com a série livre de influências sazonais, recuou para 83,2%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização ficou em 83,4%, 85,5% e 89,6%, respectivamente.

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$10,0 bilhões em abril. Esse resultado adveio de exportações de US\$239,4 bilhões e de importações de US\$229,4 bilhões, associadas a variações de -7,7% e de -0,8%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes, acumulado em doze meses, atingiu US\$70,0 bilhões em abril, equivalente a 3,0% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$64,1 bilhões em doze meses até abril, equivalentes a 2,8% do PIB.
12. Na economia global, permanecem as perspectivas de baixo crescimento por período prolongado em importantes economias maduras, notadamente na Zona do Euro, e indicadores de volatilidade e de aversão ao risco tem mostrado certa estabilidade. Altas taxas de desemprego na Europa, aliadas aos esforços de consolidação fiscal e a incertezas políticas, traduzem-se em quedas nos investimentos e projeções de baixo crescimento. Não obstante, o indicador antecedente composto, divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a março, sinaliza melhora das perspectivas de crescimento em algumas economias avançadas, em especial nos Estados Unidos (EUA) e no Japão. Já os indicadores do *Purchasing Managers Index* (PMI), referentes a abril, indicam continuidade do crescimento global, ainda que em ritmo mais moderado, tanto no setor de manufaturas como no de serviços. Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodáticas, aliadas, em alguns casos, a ações monetárias não convencionais. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta expansionista. A inflação 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* oscilou desde a reunião anterior do Copom, atingindo cotações em torno de US\$105. 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. Os preços internacionais das *commodities* metálicas e agrícolas se mantiveram estáveis desde a última reunião do Copom. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou 1,1% em doze meses até abril 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 abril;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 15% na tarifa residencial de eletricidade, mesmo valor considerado na reunião do Copom de abril. Essa estimativa leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano;
 - c) projeta-se estabilidade do preço do gás de bujão e redução de 2,0% da tarifa de telefonia fixa 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, reduziu-se para 2,5%, ante 2,7% considerados na reunião do Copom de abril; 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 abril. 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 52 pontos base (p.b.) e 16 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 de R\$167,4 bilhões, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2014.
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 5,68% para 5,81%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,70% para 5,80%.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,05/US\$ e da taxa Selic em 7,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2013 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril 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 elevou-se e encontra-se acima do valor central da meta para a inflação. Para 2014, a projeção de inflação pouco se alterou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril e se posiciona acima do valor central da meta, no cenário de referência e no de mercado.

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 as perspectivas de atividade global moderada, com tendência de intensificação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Nesse contexto, há avanços localizados nas economias maduras, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer 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 de *commodities* nos mercados internacionais, bem como de maior volatilidade e de tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos.
24. O Copom pondera que, apesar de limitações no campo da oferta, o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano, ou seja, uma trajetória de crescimento, no horizonte relevante para a política monetária, mais alinhada com o crescimento potencial. Nesse contexto, informações recentes indicam retomada dos investimentos e continuidade do crescimento do consumo das famílias, favorecido pelas transferências públicas e pelo vigor do mercado de trabalho – que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários. De modo geral, a absorção interna vem se expandindo a taxas maiores do que as de crescimento do PIB e tende a ser beneficiada pelos efeitos de ações de política fiscal, pela expansão da oferta de crédito para pessoas físicas e empresas, e pelo programa de concessão de serviços públicos, entre outros fatores.
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, 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, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidifica 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. No mercado de fatores, o Copom destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho 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 inflação. Não obstante sinais de moderação, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.
28. O Copom considera que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços – a exemplo dos recentemente observados – contribuem para que a inflação mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a piora na percepção dos agentes econômicos sobre a própria dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Para tanto, o Comitê entende ser apropriada a intensificação do ritmo de ajuste das condições monetárias ora em curso.
29. Diante disso, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 8,00% ao ano, sem viés. O Comitê avalia que essa decisão contribuirá para colocar a inflação em declínio e assegurar que essa tendência persista no próximo ano.
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 remanescentes das ações de política implementadas em 2012. 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 e da recuperação da produção industrial. O Comitê pondera que iniciativas recentes apontam o balanço do setor público em posição expansionista. Por outro lado, o Comitê nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.
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. O Copom avalia que, no curto prazo, a inflação em doze meses ainda apresenta tendência de elevação e que o balanço de riscos para o cenário prospectivo se apresenta desfavorável.
34. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação como o observado nos últimos doze meses persistam no horizonte relevante para a política monetária.
35. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 9 de julho 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

36. O IPCA-15 variou 0,46% em maio, ante 0,51% em abril, de acordo com o IBGE. A desaceleração mensal refletiu o recuo de 0,09 p.p., para 0,47%, na variação dos preços livres e a aceleração, de 0,33% para 0,43%, nos monitorados. No âmbito dos preços livres, ressaltou-se a desaceleração dos preços dos bens não comercializáveis, de 0,98% para 0,60%, com serviços variando 0,52% ante 0,51% em abril, e a aceleração, de 0,09% para 0,32%, nos preços dos bens comercializáveis. A variação mensal do IPCA foi favorecida, principalmente, pela desaceleração, de 1,00% para 0,47%, nos preços do grupo alimentação e bebidas, com contribuição de 0,12 p.p. para o índice, ante 0,25 p.p. em abril. O índice de difusão atingiu 61,37% em maio, ante 68,22% em abril.
37. Considerados períodos de doze meses, o IPCA aumentou 6,46% em maio, ante 6,51% em abril. Os preços livres desaceleraram de 8,11% para 8,05%, reflexo de recuo, de 6,75% para 6,25%, na variação dos preços dos produtos comercializáveis e aumento, de 9,34% para 9,67%, na relativa aos bens não comercializáveis. A variação dos preços monitorados atingiu 1,57%, ante 1,56% no período de doze meses encerrado em abril. Os preços dos serviços aumentaram 8,41% ante variação de 8,13% e 8,33%, nos períodos de doze meses finalizados em abril e março, respectivamente.
38. O IGP-M ficou estável em maio, após alta de 0,15% em abril, de acordo com a FGV, resultado de desaceleração no IPA e no IPC, e de aceleração no INCC. Em doze meses, o IGP-M aumentou 6,22% em maio, ante 7,30% em abril.
39. O IPA-M variou -0,30% em maio, ante -0,12% em abril, acumulando 6,16% em doze meses. Os preços dos produtos industriais cresceram 0,34% no mês, ante 0,54% em abril, acumulando altas de 2,43% no ano e de 5,83% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 1,98% em maio e 1,82% no mês anterior, acumulando variações de -6,27% no ano e de 7,20% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou, em especial, os aumentos nos itens minerais metálicos, 4,73%, e laticínios, 3,49%, que exerceram contribuições de 0,27 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente. Com relação aos produtos agropecuários, ressaltou-se o recuo nos itens aves, 10,54%; milho, 7,96%; e tomate, 18,95%, com contribuições de -0,20 p.p., -0,17 p.p. e -0,13 p.p., respectivamente.
40. O IPC-M cresceu 0,33% em maio, ante 0,60% em abril, acumulando alta de 2,95% no ano, ante 2,79% no mesmo período do ano anterior, e de 5,96% em doze meses. A desaceleração mensal do IPC-M foi favorecida pelo arrefecimento na variação de preços nos grupos alimentação, 0,36% ante 1,26% em abril; transportes, -0,12% ante 0,26%; e habitação, 0,22% ante 0,52%, com contribuições de 0,09 p.p.,

-0,02 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente. O INCC-M variou 1,24% em maio, ante 0,84% em abril, com aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,50% para 0,56%, e nos custos de mão de obra, de 1,15% para 1,88%. O INCC-M acumulou variação de 4,64% até maio e de 9,05% em doze meses.

41. O IPP/IT aumentou 0,35% em abril, ante 0,04% em março, acumulando -0,06% no ano, ante 1,64% no mesmo período de 2012. O resultado mensal do IPP/IT refletiu, em parte, os aumentos nos itens borracha e material plástico, 1,43%, e máquinas e equipamentos, 1,20%, com contribuição de 0,05 p.p. para o índice. Em doze meses, o IPP/IT variou 5,48% em maio, ante 6,65% em abril, destacando-se a contribuição dos itens alimentos, 1,11 p.p.; outros produtos químicos, 0,98 p.p.; e coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, 0,92 p.p.
42. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 1,93% em abril, após redução de 1,82% em março, ocorrendo desvalorização de 1,50%, 1,61% e 3,75% nos segmentos de *commodities* energéticas, agropecuárias e metálicas, respectivamente. O IC-Br acumulou redução de 7,89% até abril, resultado de desvalorização de 5,55%, 7,75% e 10,59%, respectivamente, nos segmentos mencionados.

Atividade econômica

43. O PIB cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, quando havia registrado a mesma taxa de variação, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Pela ótica da oferta, o resultado trimestral refletiu variações de 9,7% na agropecuária, -0,3% na indústria e 0,5% nos serviços. O componente doméstico da demanda registrou aumentos de 0,1% no consumo das famílias e de 4,6% na FBCF, enquanto no âmbito do setor externo, ocorreu variação de -6,4% nas exportações e de 6,3% nas importações. O PIB cresceu 1,9% em relação ao primeiro trimestre de 2012, resultado de elevação de 17% na agropecuária e de 1,9% no setor de serviços e de recuo de 1,4% na indústria. A análise da demanda revela, no mesmo período, contribuição de 3,67 p.p. do componente doméstico, decorrente da variação de 3%, 2,1% e 1,6% na FBCF e no consumo das famílias e do governo, respectivamente; e de -1,75 p.p. do setor externo, reflexo de variação de -5,7% nas exportações e de 7,4% nas importações.
44. O IBC-Br aumentou 0,72% em março, em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. O indicador variou 1,05% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao quarto trimestre de 2012, quando havia aumentado 0,63%, no mesmo tipo de comparação. Considerados dados observados, o IBC-Br variou 1,16% em relação a março de 2012, ante 0,44% em fevereiro, na mesma base de comparação, e acumulou elevação de 0,91% no período de doze meses finalizado em março.
45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceram 0,1% em março, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE. As vendas aumentaram, em média, 0,2% no primeiro trimestre do ano, em relação ao quarto trimestre de 2012. Ocorreram aumentos mensais nas vendas de seis dos dez segmentos pesquisados, com destaque para tecidos, vestuário e calçados, 3,9%; combustíveis e lubrificantes, 2,4%; e veículos, motocicletas, partes e peças, 1,9%. Em oposição, ressaltou-se o recuo nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 5,2%; livros, jornais, revistas e papelaria, 2,9%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 2,1%. As vendas do comércio varejista recuaram 0,1% em março, em relação ao mês anterior, acumulando retração média de 0,2% no primeiro trimestre do ano, em relação ao quarto trimestre de 2012. O comércio varejista cresceu 6,8% no período de doze meses encerrado em março.

46. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 3% em março, com ênfase nos desempenhos dos segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico, 14,9%; e tecidos, vestuário e calçados, 5,9%. O comércio ampliado cresceu 7,1% no período de doze meses encerrado em março, destacando-se o aumento das vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 9,9%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,4%; móveis e eletrodomésticos, 8,6%; e veículos e motos, partes e peças, 8%.
47. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões, e ônibus, atingiram 333,8 mil unidades em abril, aumentando 29,4% em relação a igual período de 2012, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas vendas recuaram 10% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando se elevaram 0,1%, no mesmo tipo de comparação. Considerados períodos de doze meses, as vendas de autoveículos cresceram 7% em abril, resultado de aumentos de 9,9% nas vendas de automóveis e de 3,3% nas relativas a comerciais leves. Em oposição, as vendas de caminhões e de ônibus recuaram 17,4% e 12,9%, respectivamente, nessa base de comparação.
48. O índice de quantum das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou retração mensal de 3% em abril. A análise dos dados observados indicou expansão de 8,4% em relação a abril de 2012, de 7,5% no ano, e de 1,4% no intervalo de doze meses terminado em abril.
49. A produção de bens de capital cresceu 0,7% em março, acumulando expansão de 9,1% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao quarto trimestre de 2012, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal refletiu, especialmente, os crescimentos das indústrias de equipamentos para a construção, 8,3%; de peças agrícolas, 5,3%; e de equipamentos para fins industriais não seriados, 1,3%. Em oposição, destacaram-se os recuos nos segmentos de bens para o setor elétrico, 2,6%; para fins industriais seriados, 0,9%; e de uso misto, 0,4%.
50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou crescimento mensal de 1,2% em março, acumulando expansão de 0,6% no trimestre, em relação ao finalizado em dezembro, considerando dados dessazonalizados. Considerados períodos de doze meses, a produção do segmento aumentou 0,2% em março.
51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$168,7 bilhões no intervalo de doze meses encerrado em março, elevando-se 21,8% em relação a igual período de 2012. Destacaram-se os aumentos nos recursos destinados aos segmentos comércio e serviços, 59%; agropecuária, 41%; e indústria, 29%, que absorveu 33% do total dos recursos, seguindo-se a participação dos segmentos infraestrutura, 31%; comércio e serviços, 28%; e agropecuária, 8%.
52. A produção física da indústria geral cresceu 0,7% em março, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após declínio de 2,4% em fevereiro, resultado de acréscimos de 0,8% e 0,4% nas indústrias de transformação e extrativa, respectivamente. A produção de bens de consumo duráveis aumentou 4,7%, seguindo-se as variações nas categorias de bens intermediários, 0,8%; bens de capital, 0,7%; e bens de consumo semi e não duráveis, -0,5%. Ocorreu aumento em 13 dos 27 ramos de atividade considerados na pesquisa, com destaque nos registrados nas indústrias de fumo, 33,4%; de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,9%; e de mobiliário, 11%; contrapondo-se à retração de 7,3%, 5% e 4,8% nas indústrias de diversos, outros equipamentos de transporte e de

madeira, respectivamente. A produção da indústria cresceu 0,8% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao quarto trimestre de 2012, quando recuara 0,1%, resultado de variações de 1,5% na indústria de transformação e de -7,3% na extrativa. Destacou-se o aumento nas indústrias de material eletrônico e equipamento de comunicação, 9,4%, mobiliário, 9,1%, calçados e couro, 8,9%, e máquinas para escritório e equipamentos de informática, 8,4%, e a retração de 36,3% na produção de fumo. Considerados dados observados, a produção física da indústria recuou 3,3% em relação a março de 2012, registrando-se redução de 7,2% e 1,7% nas categorias de bens de consumo e de bens intermediários, respectivamente, e expansão de 4,3% na produção de bens de capital. A retração de 0,5% observada no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2012, refletiu, em especial, o desempenho das indústrias de bens de consumo semi e não duráveis, -3,9%, e de bens intermediários, -0,8%, enquanto a redução de 2,0% no período de doze meses encerrados em março resultou de recuo em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital, 6,7%.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,6% em maio, resultado 0,4 p.p. superior ao observado em abril, segundo dados dessazonalizados pela FGV. Ocorreu expansão de 1 p.p. na indústria de bens intermediários e de 0,4 p.p. nas indústrias de bens de consumo duráveis e de bens de consumo não duráveis, e retração de 0,7 p.p. na indústria de bens de capital e de 0,5 p.p. na de material de construção. Considerada a série observada, o Nuci aumentou 0,6 p.p. em relação a maio de 2012, atingindo 84,3%, resultado de variação nas categorias de bens de consumo duráveis, 2 p.p.; bens intermediários, 1,0 p.p.; e bens de consumo não duráveis, -0,8 p.p.
54. A produção de autoveículos atingiu 340,9 mil unidades em abril, novo recorde histórico mensal, elevando-se 11,7% em relação a março, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre finalizado em abril, a produção de autoveículos recuou 0,4%, em relação ao encerrado em janeiro. Considerando dados observados, a produção cresceu 30,7% em relação a abril de 2012, 17% no acumulado do ano, e 6,7% no período de doze meses encerrado em abril.
55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais recuou 0,1% em relação a março e 8,7% no trimestre encerrado em abril, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve expansão de 33,5% em relação a abril de 2012, de 13% no acumulado do ano e de 14,2% em doze meses. As exportações de autoveículos montados somaram 55,1 mil unidades em abril, variando 13,1% em relação a igual mês do ano anterior, 3,8% no acumulado do ano, e -17,3% em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações aumentaram 10,3% em relação a março, acumulando acréscimo de 13,7% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro.
56. De acordo com o LSPA, do IBGE, referente a abril, a safra de grãos do país deverá totalizar 185 milhões de toneladas em 2013, elevando-se 14,2% em relação a 2012 e 2% em relação ao prognóstico de março. A projeção para o ano reflete, principalmente, o aumento de 23,3% estimado para a produção de soja, seguindo-se os impactos das estimativas de 24,6%, 12,4%, 9,1% e 5,1% para as culturas de trigo, feijão, milho e arroz, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, elevação de 10,4% na safra de cana-de-açúcar, na mesma base de comparação.

Expectativas e sondagens

57. O ICC, considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, atingiu 113,4 pontos em maio. O recuo de 0,4% em relação a abril decorreu

de variações de -1,2% no Índice de Expectativas (IE) e 0,9% no Índice da Situação Atual (ISA). O ICC decresceu 10,3% em relação a maio de 2012, resultado de recuo de 6,9% no IE e de 15,3% no ISA.

58. O ICS, da FGV, considerados dados dessazonalizados, atingiu 119,4 pontos em maio. O recuo mensal de 0,7% decorreu de retração de 1,1% no ISA e de 0,4% no IE. O ICS retraiu 4,5% em relação a maio de 2012, resultado de recuo de 6,3% no ISA e de 3,1% no IE.
59. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 122,7 pontos em maio. A retração mensal de 2,5% em relação a igual mês de 2012 resultou de recuos de 2,6% no Índice de Expectativas (IE-COM) e de 2,5% no Índice de Situação Atual (ISA-COM). O ICOM decresceu 3,6% no trimestre finalizado em maio, em relação ao mesmo período de 2012, reflexo de retração de 4,3% no IE-COM e de 2,6% no ISA-COM.
60. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, atingiu 105,0 pontos em maio. A elevação mensal de 0,8% decorreu de variação de 2,1% no ISA e de -0,7% no IE. O indicador cresceu 1,4% em relação a março de 2012, resultado de expansão de 2,1% no ISA e de 0,9% no IE.
61. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 120,2 pontos em abril. O recuo de 2,6% em relação a igual mês de 2012 decorreu de redução de 5,3% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 0,4% no Índice de Expectativas (IE-ICST). O ICST decresceu 6,6% no trimestre finalizado em abril, comparativamente ao mesmo período de 2012, reflexo de contração de 9,1% no ISA-ICST e de 4,5% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

62. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 196,9 mil empregos formais em abril, dos quais 75,2 mil no setor de serviços, 40,6 mil na indústria de transformação, e 32,9 mil na construção. Nos quatro primeiros meses do ano, foram geradas 461,7 mil vagas e, no período de doze meses encerrado em abril, 731,7 mil, ante 598,2 mil e 1,4 milhão, respectivamente, em iguais períodos de 2012. O nível de emprego formal registrou aumento mensal de 0,49% em abril, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.
63. A taxa de desemprego atingiu 5,8% em abril, ante 5,7% em março e 6,0% em abril de 2012, de acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O aumento mensal resultou de recuo de 0,1% na população ocupada e aumento de 0,1% na População Economicamente Ativa (PEA). Em relação a abril de 2012, a ocupação cresceu 0,9%, ante 1,2% em março, na mesma base de comparação. Considerando dados dessazonalizados, o desemprego aumentou 0,1 p.p. em abril, situando-se em 5,4%. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou recuo mensal de 0,2% e elevação interanual de 1,6%, enquanto a massa salarial real experimentou variação de -0,2% e 2,5%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

Crédito e inadimplência

64. O saldo total de crédito do sistema financeiro, incluindo-se as operações com recursos livres e direcionados, somou R\$2.453 bilhões em abril, elevando-se 1,1% no mês e 16,4% em doze meses. A relação crédito/PIB atingiu 54,1%, ante 53,9% em março e 49,7% em abril de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 57,8% do estoque total do sistema financeiro, cresceu 0,5% no mês

e 11,1% em doze meses, ocorrendo variação de 1% e 9,2%, respectivamente, no segmento de pessoas físicas, e, na mesma ordem, estabilidade e expansão de 13,1% nas carteiras de pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 1,9% e 24,6% nas mesmas bases de comparação, com destaque para os aumentos respectivos de 2,7% e 34,5% nos financiamentos imobiliários (no segmento de pessoas físicas), e de 1,4% e 16,2%, na ordem, nos financiamentos do BNDES (no segmento de pessoas jurídicas).

65. A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro manteve-se em 18,5% a.a. em abril, recuando 4,1 p.p. em relação a abril de 2012. A taxa média atingiu 24,3% nas operações com pessoas físicas, com redução de 0,1 p.p. no mês e de 5 p.p. em doze meses, e 14% no segmento de pessoas jurídicas, registrando estabilidade no mês e recuo de 3,4 p.p. em doze meses.
66. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu noventa meses em abril, aumentando quatro meses em relação a março e 15,9 meses comparativamente a abril de 2012. No segmento de pessoas físicas, o prazo médio atingiu 128,9 meses, elevando-se 1,9 e 19,1 meses, respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas, o prazo médio somou 60,2 meses, aumentando 5,6 meses em relação a março e 13,3 meses relativamente a igual mês de 2012.
67. A taxa de inadimplência do sistema financeiro, correspondente às operações com atraso superior a noventa dias, situou-se em 3,6% em abril, permanecendo estável em relação a março e fevereiro e recuando 0,3 p.p. comparativamente a abril de 2012. O indicador referente às operações com pessoas físicas atingiu 5,3%, diminuindo 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e 0,6 p.p. em doze meses, enquanto o relativo a pessoas jurídicas situou-se em 2,3%, registrando aumento de 0,1 p.p. no mês e estabilidade em doze meses.

Ambiente externo

68. A recuperação da economia mundial se mantém em ritmo moderado. As variações trimestrais anualizadas do PIB atingiram, no primeiro trimestre, 2,5% nos EUA, -0,9% na Zona do Euro, 3,5% no Japão e 6,6% na China, ante variação de 0,4%, -2,3%, 1% e 8,2%, respectivamente, no trimestre anterior. Nos EUA, o crescimento da atividade foi inferior às expectativas e ocorreu sob o impulso da formação de estoques e do consumo privado. Ressalte-se a continuidade de resultados positivos nos mercados de trabalho e imobiliário, ocorrendo novo recuo na taxa de desemprego, para 7,5% em abril, e aumento no licenciamento de novas construções, que ultrapassou, em abril, o patamar anual de um milhão de unidades pela primeira vez desde o início da crise. Na Zona do Euro, a atividade econômica encontra-se em seu mais longo período de contração. Entre as maiores economias, a variação anualizada do PIB registrou expansão apenas na Alemanha, 0,3%, tendo recuado na França, 0,7%; na Itália, 2,1%; e na Espanha, 2%. Na região, a taxa de desemprego atingiu novo recorde em março, 12,1%, e o PMI composto de maio, em 47,7 pontos, indicou contração da atividade pelo décimo sexto mês consecutivo. No Japão, em meio a políticas de relaxamento fiscal e monetário, a economia apresenta sinais de recuperação. A desvalorização do iene tem gerado impactos positivos para as exportações e para o setor industrial, que cresceu 1,8% no trimestre encerrado em março. O PMI composto, embora tenha recuado em abril, mantém-se em território indicativo de expansão da atividade desde o início do ano. Na China, a desaceleração da atividade prosseguiu pelo segundo trimestre consecutivo. No entanto, os indicadores mensais de abril para investimentos em ativos fixos, vendas no varejo e produção industrial apresentaram-se superiores aos do trimestre encerrado em março. Ressalte-se ainda, o recuo do PMI industrial de maio para 49,6, de 50,4 em abril, a primeira sinalização de contração da indústria chinesa em sete meses.

69. Os mercados financeiros mantiveram-se operando em ambiente de baixa volatilidade na maior parte do período, tendo o índice CBOE VIX oscilado em torno de treze pontos. A ampla liquidez nos mercados financeiros, o *upgrade* dos títulos soberanos da Grécia e a percepção de que, caso necessário, as autoridades continuarão atuando de forma coordenada para ampliar o afrouxamento das políticas monetárias tem sustentado a recuperação da confiança, favorecendo a valorização dos ativos e o recuo do risco soberano de economias mais vulneráveis na Zona do Euro. Nesse cenário, as principais bolsas de valores valorizaram-se, com destaque para os índices DAX, da Alemanha, e Nikkei, do Japão. No período entre as reuniões, o dólar valorizou-se ante as principais moedas, movimento favorecido pela expectativa de antecipação da retirada de estímulos monetários por parte do *Federal Reserve* (Fed), e pela redução da taxa básica de juro na Zona do Euro.
70. No mercado internacional de *commodities*, a melhora no cenário de oferta de grãos e as perspectivas de boas colheitas na safra de 2013/2014, aliadas à moderada recuperação da atividade global, têm favorecido a manutenção da trajetória de redução de preços para parte importante das *commodities*, em particular, milho, açúcar, café e minério de ferro. Em sentido oposto, o recrudescimento de tensões geopolíticas na Síria favoreceu ajuste altista nos preços do petróleo a partir do último decêndio de abril, após dois meses de baixa nos preços do barril do tipo *Brent*.
71. De acordo com o *International Financial Statistics*, do FMI, a variação anual do IPC global atingiu 2,9% em abril, ante 3,7% em fevereiro, resultado de desacelerações inflacionárias nas economias avançadas, de 1,6% para 0,9%, e nas emergentes, de 6,8% para 6,0%. Em contexto de elevada capacidade ociosa e persistente contração da economia, no início de maio, o BCE reduziu a taxa de juro de referência (*main refinancing rate*) em 25 p.b., para a mínima histórica de 0,5%, e a taxa marginal de empréstimo (*marginal lending facility*) em 50 p.b., para 1,0%. O cenário de crescimento moderado e recuo dos preços de *commodities* também favoreceu a manutenção das taxas de juros oficiais em mínimas históricas pelos bancos centrais dos EUA, do Japão e do Reino Unido, enquanto as autoridades monetárias de Austrália, Coreia do Sul, Dinamarca, Índia, Turquia, Polônia, Hungria e Israel ampliaram a postura expansionista de suas políticas, reduzindo novamente as respectivas taxas básicas.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira apresentou *deficit* de US\$1 bilhão em abril, resultado de exportações de US\$20,6 bilhões e importações de US\$21,6 bilhões. O *deficit* acumulado no ano somou US\$6,2 bilhões ante *superavit* de US\$3,3 bilhões em igual período de 2012, refletindo retração de 3,1% nas exportações e aumento de 10,1% nas importações, pelo critério de média diária. A corrente de comércio cresceu 3,4% no período, para US\$149,1 bilhões.
73. As reservas internacionais atingiram US\$378,7 bilhões em abril, com elevação de US\$1,7 bilhão em relação a março. No mês, não houve intervenção a vista no mercado doméstico de câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de abril, a curva de juros doméstica apresentou maior volatilidade, registrando inicialmente um movimento de queda acentuada, para, a partir de meados de maio, retomar a trajetória de elevação, terminando o período próximo à estabilidade. Dentre os fatores que contribuíram para esses movimentos destacam-se, no cenário internacional, a expectativa de redução dos estímulos monetários por parte do Fed, a alta do dólar em relação às demais moedas, a elevação das taxas dos *treasuries* norte-americanos e a continuidade das incertezas em relação à recuperação econômica mundial. No âmbito

doméstico, a lenta recuperação da economia e as coletas de preços mais elevados levaram a oscilações no trecho curto da curva de juros. Entre 15 de abril e 27 de maio de 2013, as taxas de juros de um, de três e de seis meses aumentaram 0,19 p.p., 0,11 p.p. e 0,02 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um e de dois anos recuaram 0,03 p.p. e 0,06 p.p., respectivamente, enquanto a de três anos subiu 0,01 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, recuou de 2,77%, em 15 de abril, para 2,53%, em 27 de maio, devido, principalmente, à elevação das expectativas de inflação.

75. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 16 de abril a 27 de maio, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor de R\$44,0 bilhões. A partir de 22 de abril, passou a realizar diariamente operações compromissadas pelo prazo de três meses, tomando recursos no valor de R\$73,7 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$419,7 bilhões, entre 5 de março e 15 de abril, para R\$486,0 bilhões, entre 16 de abril e 27 de maio. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas tomadoras de recursos de curtíssimo prazo, em 29 ocasiões. 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\$189,7 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central aumentou de R\$681,7 bilhões, entre 5 de março e 15 de abril, para R\$687,1 bilhões, entre 16 de abril e 27 de maio. Considerando-se o período entre 15 de abril e 27 de maio, o estoque dos compromissos de recompra recuou de R\$698,6 bilhões para R\$679,7 bilhões. O principal fator que contribuiu para a contração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União.

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
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
GFSM	<i>Government Finance Statistic Manual</i>
GSCI	<i>Goldman Sachs Commodity Index</i>
HP	Hodrick e Prescott
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/ Índice da Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto sobre o Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-C	Nota do Tesouro Nacional – Série C
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PNEA	População Não Economicamente Ativa
PSI	Programa de Sustentação do Investimento

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