

Relatório de Inflação

Março 2014

Volume 16 | Número 1



Relatório de Inflação

Março 2014
Volume 16 | Número 1



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 16	nº 1	mar.	2014	p. 1-123
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 16, nº 1.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Comun/Dipiv/Coivi
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 14º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565
Fax: (61) 3414-1898
E-mail: editor@bcb.gov.br

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	16
1.6 Conclusão	19
Preços	23
2.1 Índices gerais	23
2.2 Índices de preços ao consumidor	24
2.3 Preços monitorados	24
2.4 Núcleos	24
2.5 Expectativas de mercado	25
2.6 Conclusão	26
Políticas creditícia, monetária e fiscal	29
3.1 Crédito	29
Taxas de juros e inadimplência	30
3.2 Agregados monetários	35
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	35
Mercado de capitais	35
3.3 Política fiscal	36
Necessidades de financiamento do setor público	36
Evolução em 2013	36
Evolução em janeiro de 2014	40
Operações do Banco Central no mercado aberto	41
Dívida mobiliária federal	41
Dívida líquida do setor público	42
3.4 Conclusão	43
Economia internacional	45
4.1 Atividade econômica	45
4.2 Política monetária e inflação	47

4.3 Mercados financeiros internacionais _____	49
4.4 <i>Commodities</i> _____	50
4.5 Conclusão _____	51
Setor externo	53
5.1 Movimento de câmbio _____	53
5.2 Comércio de bens _____	54
5.3 Serviços e renda _____	55
5.4 Conta financeira _____	56
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa _____	60
5.6 Conclusão _____	61
Perspectivas para a inflação	65
6.1 Determinantes da inflação _____	66
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária _____	72
6.3 Pressupostos e previsão de inflação _____	79
Boxes	
Projeção para o PIB de 2014 _____	17
Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua _____	20
Impactos Recentes do Clima Adverso sobre a Economia Brasileira _____	27
Evolução Recente da Inadimplência no Crédito a Pessoas Físicas _____	31
Reprogramações Orçamentárias e Cumprimento das Metas Fiscais _____	37
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014 _____	57
Impacto da Conta Petróleo e Combustíveis sobre a Balança Comercial _____	62
Decomposição da Inflação de 2013 _____	83
Fluxos de Capitais Internacionais e Taxa de Juros dos Títulos Públicos _____	86
Anexo	93
Apêndice	117

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 de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir à publicação de novos indicadores e/ou a sinalizações feitas por autoridades que apontem para o aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Em resumo, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Ainda sobre o âmbito externo, em linhas gerais, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária, apesar de evidências ainda apontarem taxas de crescimento para este ano, em algumas economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial. Cabe notar que, nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, apesar de pressões localizadas de preços observadas na margem, e tem se observado maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos.

O Copom avalia que o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de tornar a dinâmica da demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

No âmbito doméstico, os dados das Contas Nacionais referentes ao quarto trimestre de 2013 confirmaram a gradual recuperação da economia brasileira. Cabe notar que as variações, tanto na margem como acumulada em doze meses, sustentam a visão de que estaria em curso mudança na composição da demanda agregada, com expansão mais moderada do consumo e maior participação das exportações líquidas e investimentos. Cabe notar, ainda, que o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade relativamente estável, em comparação a 2013. O Comitê ressalta que a velocidade de materialização das mudanças

acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e de famílias.

O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos.

A dinâmica do mercado de crédito refletiu, no trimestre encerrado em fevereiro, a sazonalidade do período. Nesse contexto, o crescimento das contratações no segmento de pessoas jurídicas foi mais acentuado em dezembro, em função das necessidades de fluxo de caixa e à elevação de estoques típicos de final do ano. No âmbito das pessoas físicas, houve aumento na demanda por modalidades de curto prazo e teve continuidade a expansão de carteiras com prazos longos, como as de crédito imobiliário e rural. As taxas de juros e os *spreads* bancários evoluíram, no período, em direção compatível com a trajetória da taxa Selic.

As receitas do Governo Central cresceram, em 2013 e em janeiro de 2014, em ritmo inferior ao das despesas. Essa trajetória foi influenciada, em parte, pela recuperação gradual da atividade econômica e por desonerações tributárias implementadas nos últimos anos.

O *deficit* da balança comercial aumentou 43,7% nos dois primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013, refletindo em parte o recuo das exportações. No mesmo período, as despesas líquidas de serviços e rendas decresceram 20,5% e 1,3%, respectivamente. O *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu 3,68% do Produto Interno Bruto (PIB) em fevereiro, mesmo patamar desde outubro de 2013. No que se refere a fontes de financiamento do balanço de pagamentos, cabe notar que os ingressos relativos a investimentos estrangeiros líquidos diretos e a outras modalidades de captação relevantes aumentaram no primeiro bimestre do ano.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses alcançou 5,68% em fevereiro, 0,63 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada até fevereiro de 2013. O recuo da inflação acumulada em doze meses reflete a menor variação dos preços livres, 6,28% até fevereiro (1,58 p.p. abaixo da registrada até fevereiro de 2013). Já os preços administrados

por contrato e monitorados variaram 3,71% (2,18 p.p. acima da inflação acumulada até fevereiro de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços – cerca de 35% da cesta de consumo do IPCA – atingiu 8,20% (8,66% até fevereiro de 2013), e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com procedimentos tradicionalmente adotados e levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 14 de março de 2014 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,35/US\$ e meta para a taxa Selic em 10,75% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,1% em 2014, 5,5% em 2015 e 5,4% no primeiro trimestre de 2016.

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 6,2% em 2014, 5,5% em 2015 e 5,2% no primeiro trimestre de 2016.

No que se refere ao crescimento do PIB, a projeção para 2014, de acordo com o cenário de referência, é de 2,0% (0,3 p.p. menor do que o crescimento observado em 2013).

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.

Dessa forma, o Comitê 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. Ao mesmo tempo, o Copom pondera que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam com defasagens.



Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2013		2014	
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,3	0,5	-0,3	0,4
Combustíveis e lubrificantes	0,4	1,0	-1,5	1,4
Hiper, supermercados	-0,4	1,0	0,6	1,0
Tecidos, vestuário e calçados	-0,3	2,1	0,5	-0,4
Móveis e eletrodomésticos	-0,1	1,0	-2,4	1,2
Artigos farmacêuticos, médicos	0,2	1,4	-2,0	4,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	1,5	0,5	0,8	0,6
Equipamentos e materiais para escritório	2,3	-2,0	-14,1	5,9
Outros artigos de uso pessoal	-1,6	0,9	-0,2	-0,2
Comércio ampliado	1,7	0,8	-1,8	2,1
Materiais de construção	1,0	-0,1	-0,3	0,2
Automóveis e motocicletas	7,2	1,6	-3,2	1,9
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	2,7	2,1	1,1	0,8
Combustíveis e lubrificantes	1,0	2,0	1,5	1,3
Hiper, supermercados	2,1	1,8	1,1	1,7
Tecidos, vestuário e calçados	1,9	1,9	1,1	2,2
Móveis e eletrodomésticos	1,9	0,8	-0,4	-0,4
Artigos farmacêuticos, médicos	3,5	3,2	1,7	2,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,7	2,0	2,6	2,5
Equipamentos e materiais para escritório	9,1	5,1	-2,4	-8,6
Outros artigos de uso pessoal	5,0	5,5	2,0	1,2
Comércio ampliado	1,1	1,1	1,2	1,1
Material de construção	2,3	2,1	1,6	0,8
Automóveis e motocicletas	-2,3	-1,5	3,2	2,3
No ano				
Comércio varejista	4,0	4,3	4,3	6,1
Combustíveis e lubrificantes	6,1	6,4	6,3	7,0
Hiper, supermercados	1,4	1,9	1,9	5,6
Tecidos, vestuário e calçados	3,2	3,5	3,4	3,9
Móveis e eletrodomésticos	5,4	5,7	4,9	5,9
Artigos farmacêuticos, médicos	9,7	9,9	10,2	13,6
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,6	2,4	2,6	4,2
Equipamentos e materiais para escritório	6,5	6,9	6,9	-4,6
Outros artigos de uso pessoal	10,6	10,2	10,3	7,6
Comércio ampliado	3,4	3,7	3,6	3,5
Materiais de construção	7,3	7,1	6,9	3,9
Automóveis e motocicletas	1,3	1,6	1,5	-1,8

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,7% no quarto trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, considerando dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A expansão da atividade no período repercutiu, do lado da absorção interna, os aumentos do consumo do governo; do consumo das famílias, que se beneficia das taxas de desemprego baixas e de ganhos reais de salários; e dos investimentos; e, do lado da absorção externa, a ampliação das exportações. Prospectivamente, a robustez da demanda doméstica e o maior dinamismo esperado para a atividade global tendem a contribuir para a continuidade do atual ciclo de crescimento econômico.

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado aumentaram 3,6% em 2013 (8,0% em 2012), de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Esse resultado, o menos expressivo desde 2006, decorreu de desacelerações das vendas de bens duráveis, semiduráveis e não duráveis. A análise por unidades da federação revela aumento nas vendas em 23 das 27 unidades pesquisadas, com destaque para Acre, 11,0%; Rio Grande do Norte, 8,8%; e Paraíba, 8,4%.

Na margem, o comércio ampliado cresceu 1,1% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2013, quando havia registrado a mesma expansão, no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. As vendas aumentaram em oito dos dez segmentos pesquisados, especialmente em livros, jornais, revistas e papelaria, 2,5%; veículos e motos, partes e peças, 2,3% e tecidos, vestuário e calçados, 2,2%.

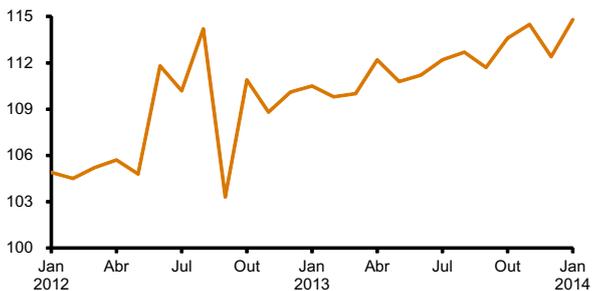
O comércio varejista¹ cresceu 4,3% em 2013 (8,4% em 2012), menor taxa desde 2003. As vendas aumentaram 0,8% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, destacando-se, por regiões, as elevações no Norte, 2,8%; e no Sul, 2,5%.

1/ Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

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

Dados dessazonalizados

2011 = 100

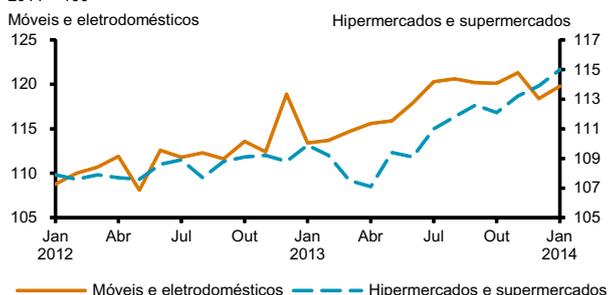


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2011 = 100

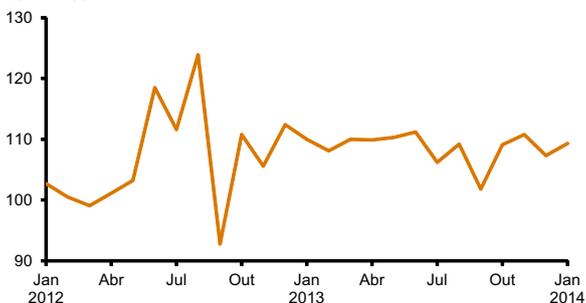


Fonte: IBGE

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

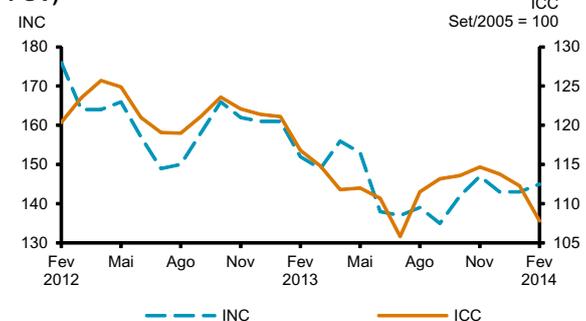
Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP e FGV

As vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 30% na PMC, mantiveram-se estáveis no trimestre finalizado em janeiro de 2014, em relação ao encerrado em outubro de 2013, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), cresceram 5,5% no trimestre encerrado em fevereiro de 2014, em relação ao terminado em novembro do ano anterior, quando haviam decrescido 2,4%.

O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa, variou 3,7% no trimestre encerrado em fevereiro de 2014, em relação ao finalizado em novembro de 2013, quando apresentara o mesmo percentual de expansão.

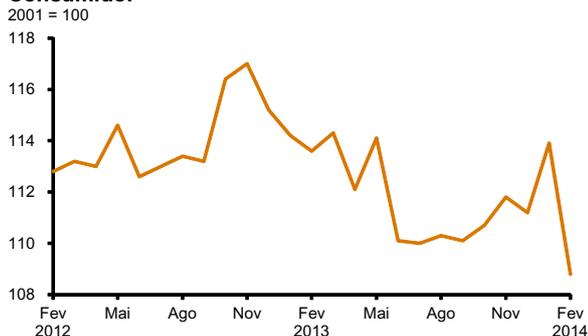
A inadimplência do consumidor atingiu 4,6% no estado de São Paulo, no trimestre encerrado em fevereiro de 2014 (5,7% em igual período de 2013), de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor² recuou 4,3% no trimestre encerrado em fevereiro de 2014, em relação a igual período de 2013. Considerados dados dessazonalizados, o indicador da Serasa cresceu 0,2% em fevereiro, em relação ao mês anterior, quinto aumento consecutivo nessa base de comparação.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 3,2% no trimestre finalizado em fevereiro (elevação de 0,7% no trimestre encerrado em novembro), resultado de retrações de 3,8% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,5% no Índice de Expectativas (IE). O ICC recuou 7,7% em relação a fevereiro de 2013, reflexo de reduções de 12,6% no ISA e de 4,7% no IE.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 4,5% em fevereiro (variações de 2,4% em janeiro e de -0,5% em dezembro), maior retração da série mensal iniciada em março de 2010. Destacaram-se as reduções nos componentes expectativas de inflação e desemprego. O indicador situou-se, em fevereiro, no menor patamar desde junho de 2009.

2/ Inclui os atrasos junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras e bancos, além de títulos protestados e segunda devolução de cheques por insuficiência de fundos.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2013			2014
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	0,0	0,2	-0,7	-1,6
Por seção				
Indústria extrativa	2,4	1,6	0,8	-2,2
Indústria de transformação	-0,1	0,1	-0,7	-1,5
Por categoria de uso				
Bens de capital	3,7	2,7	-2,8	-7,0
Bens intermediários	0,2	0,8	0,2	-0,7
Bens de consumo	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1
Duráveis	-2,0	-0,9	-1,2	-1,9
Semi e não duráveis	-0,9	-1,2	-0,7	-0,8

Fonte: IBGE

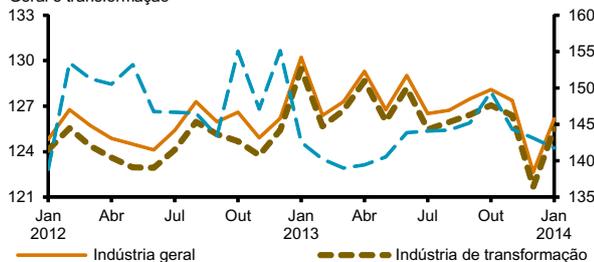
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100

Geral e transformação



Fonte: IBGE

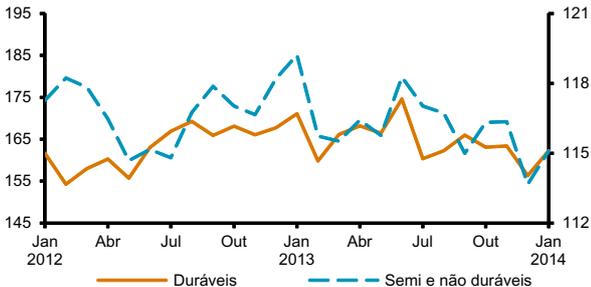
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2002 = 100

Duráveis



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, aumentou 1,4% em fevereiro, em relação ao mês anterior (estabilidade em janeiro e recuo de 2,7% em dezembro). Ocorreram elevações no Nordeste, 6,6%, e no Sul, 0,6%; estabilidade no Sudeste; e retração de 0,7% no Norte/Centro-Oeste. O INC recuou 4,6% em relação a fevereiro de 2013.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção industrial recuou 1,6% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, quando se manteve estável, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa decresceu 2,2% e a da indústria de transformação, 1,5%, com destaque para os recuos da produção nas atividades equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, 18,4%; veículos automotores, 13,1%; e fumo, 10,5%.

A análise por categorias de uso indicou recuos trimestrais nos segmentos de bens de capital (7,0%), bens de consumo duráveis (1,9%), de bens de consumo semi e não duráveis (0,8%) e de bens intermediários (0,7%).

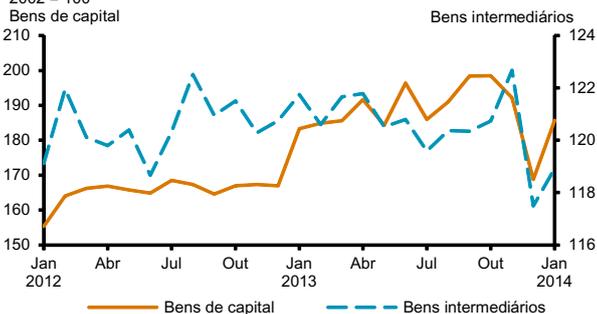
O pessoal ocupado assalariado na indústria recuou 0,4% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real cresceu 2,5%.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu média de 84,5% no trimestre finalizado em fevereiro (84,2% no encerrado em novembro), de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. O aumento trimestral refletiu variações da UCI nas indústrias de bens de consumo não duráveis (0,5 p.p.), de bens de consumo duráveis (0,4 p.p.), bens intermediários (0,1 p.p.) e bens de capital (-1,8 p.p.).

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2002 = 100

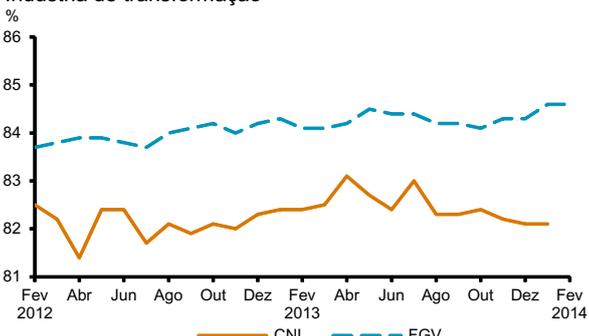


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação



Fontes: CNI e FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu 105,9 pontos³ no trimestre encerrado em fevereiro, dados dessazonalizados. O recuo de 1,1 ponto em relação ao trimestre encerrado em novembro de 2013 decorreu de variações nos índices de estoques de bens de consumo duráveis (3,4 pontos), bens de consumo não duráveis (0,5 ponto), bens intermediários (-1,0 ponto) e bens de capital (-1,6 ponto).

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI), após atingir 99,9 pontos em dezembro de 2013, recuou para 98,5 pontos em fevereiro, dados dessazonalizados da FGV. O ICI apresentou média de 99,3 pontos no trimestre encerrado em fevereiro (98,5 pontos no finalizado em novembro), ressaltando-se que o aumento no período resultou de variações dos ICI relativos às indústrias de bens intermediários (1,8 ponto), bens de consumo duráveis (-1,2 ponto), bens de consumo não duráveis (-1,1 ponto) e de bens de capital (-0,8 ponto).

O Índice Gerente de Compras⁵ (PMI) da indústria atingiu 50,4 pontos em fevereiro (50,8 pontos em janeiro), considerada a série dessazonalizada pela Markit, sinalizando expansão da atividade industrial no mês.

Serviços

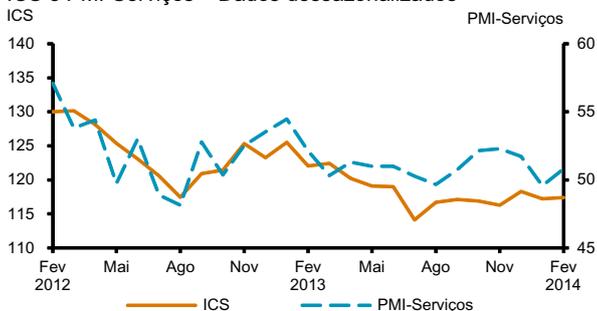
A receita nominal do setor de serviços cresceu 9,3% em janeiro de 2014, em relação a igual mês de 2013 (8,3% em dezembro de 2013), segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), divulgada pelo IBGE. Destacaram-se as expansões da receita nos segmentos serviços prestados a famílias (12,1%) e serviços profissionais e administrativos (9,0%). O indicador geral aumentou 8,5% em 2013, em relação ao ano anterior, com destaques para os segmentos de transportes e serviços auxiliares aos transportes e correios, 10,8%; e serviços prestados a famílias, 10,2%.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 117,4 pontos em fevereiro (média histórica de 124,0 pontos), dados dessazonalizados da FGV. A elevação mensal de 0,2% refletiu variações de 1,5% no Índice de Situação Atual (ISA-S) e -0,7% no Índice de Expectativas (IE-S).

O Índice Gerente de Compras (PMI-Serviços) referente à atividade de negócios atingiu 50,8 pontos em fevereiro (49,6

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados



Fontes: FGV e Markit

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

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

5/ 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 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

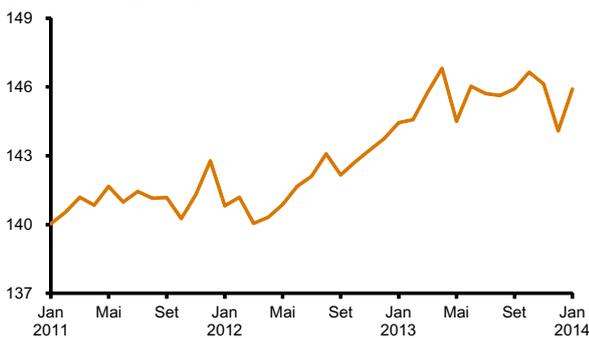
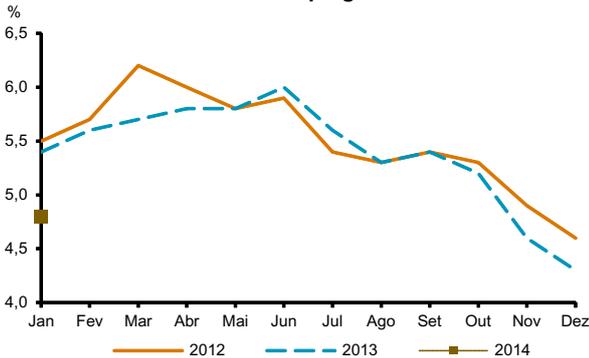


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

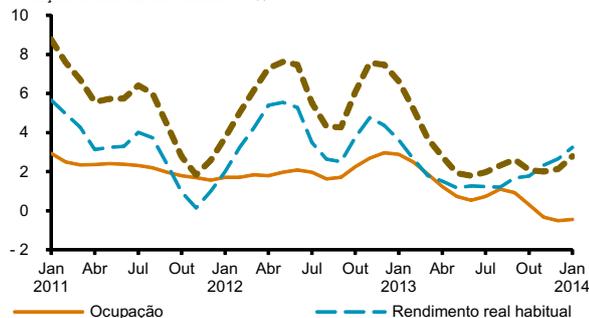
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2013		2014	
	1º sem	2º sem	No ano	Fev
Total	657,6	73,1	730,7	260,8
Indústria de transformação	166,9	-83,3	83,6	52,0
Comércio	-49,7	257,7	208,0	19,3
Serviços	298,6	110,4	408,9	143,3
Construção civil	101,9	-66,8	35,1	25,1
Agropecuária	102,8	-132,1	-29,3	6,1
Serviços ind. de util. pública	6,7	-1,3	5,4	1,6
Outros ^{1/}	30,4	-11,4	19,0	13,4

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

pontos em janeiro e 52,2 pontos em fevereiro de 2013) e retornou à área de elevação da atividade.

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 0,5% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando havia crescido 0,4%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador cresceu 0,9% em janeiro, 0,7% em dezembro e 1,3% em novembro.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, situou-se em 4,6% no trimestre encerrado em janeiro (5,0% em igual período de 2013), menor percentual registrado para o período desde o início da série em 2002. Considerando dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 5,0% no trimestre terminado em janeiro, ressaltando-se que o recuo de 0,3 p.p. em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2013 refletiu a diminuição de 0,3% da população economicamente ativa e a estabilidade da população ocupada.

Em relação ao emprego formal, foram eliminados 159 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em fevereiro (344,6 mil em igual período de 2013), dos quais 73,9 mil na indústria de transformação, 62,2 mil na agropecuária e 61,9 mil no comércio, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 3,2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação a igual período de 2013 (1,8% no trimestre encerrado em outubro de 2013), segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais nos segmentos serviços domésticos, 8,3%; indústria, 5,4%; e outros serviços, 4,5%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 2,8% no trimestre.

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2012 IV Tri	2013 I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
Agropecuária	-2,1	13,2	12,3	8,1	7,0
Indústria	-0,8	-1,2	0,8	1,2	1,3
Extrativa mineral	-1,1	-7,2	-5,6	-3,5	-2,8
Transformação	-2,4	-0,2	2,3	2,1	1,9
Construção civil	1,4	-1,3	1,4	1,7	1,9
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,5	2,6	2,3	2,8	2,9
Serviços	1,9	1,7	2,1	2,1	2,0
Comércio	0,9	1,4	2,4	2,4	2,5
Transporte, armazenagem e correio	1,9	1,1	2,3	3,2	2,9
Serviços de informação	4,2	3,3	4,3	4,4	5,3
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relacionados	0,7	1,2	1,5	1,9	1,7
Outros serviços	2,2	1,4	1,6	1,1	0,6
Atividades imobiliárias e aluguel	2,2	2,4	2,8	2,5	2,3
Administração, saúde e educação públicas	2,3	2,1	1,8	2,0	2,1
Valor adic. a preços básicos	0,9	1,6	2,4	2,2	2,1
Impostos sobre produtos	1,6	2,5	3,4	3,4	3,3
PIB a preços de mercado	1,0	1,8	2,5	2,4	2,3
Consumo das famílias	3,2	2,3	2,4	2,4	2,3
Consumo do governo	3,3	2,4	1,6	1,8	1,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-4,0	3,2	6,2	6,5	6,3
Exportação	0,5	-5,7	0,5	1,4	2,5
Importação	0,2	7,5	7,6	9,6	8,4

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 1,9% no quarto trimestre de 2013, em relação a igual intervalo de 2012, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 2,3%. Na margem, a economia do país cresceu 0,7% em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados.

O desempenho anual do PIB foi sustentado, em especial, pelo crescimento de 7,0% na agropecuária, com destaque para as lavouras de soja, cana-de-açúcar, milho e trigo, e para os abates de bovinos e aves. A produção da indústria cresceu 1,3% no ano (produção e distribuição de eletricidade e água, 2,9%; transformação e construção civil, 1,9%), e a do setor de serviços, 2,0% (serviços de informação, 5,3%; transporte, 2,9%; e comércio, 2,5%). No âmbito da demanda agregada, a contribuição do componente doméstico atingiu 3,2 p.p., reflexo, em especial, de elevações da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) (6,3%) e do consumo das famílias (2,3%), enquanto a do setor externo totalizou -0,9 p.p., resultado de aumentos de 2,5% nas exportações e de 8,4% nas importações.

Na margem, o desempenho do PIB no quarto trimestre de 2013 refletiu, sob a ótica da produção, estabilidade na agropecuária, recuo de 0,2% na indústria e crescimento de 0,7% no setor de serviços. No âmbito da demanda, os consumos do governo e das famílias cresceram 0,8% e 0,7%, respectivamente, a FBCF aumentou 0,3%, enquanto exportações e importações variaram, na ordem, 4,1% e -0,1%.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas variações de estoques, aumentaram 5,5% no quarto trimestre de 2013, em relação a igual período de 2012, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, os investimentos cresceram 0,3% em relação ao terceiro trimestre de 2013. Por sua vez, a expansão anual atingiu 6,3% (recuo de 4% em 2012).

A produção de insumos típicos da construção civil, favorecida pela expansão do investimento residencial, cresceu 2,2% em 2013. A absorção de bens de capital aumentou 12,2% no ano, resultado de variações respectivas de 13,3%, -11,3% e 2,8% na produção, exportação e importação desses bens.

Projeção para o PIB de 2014

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2014 está projetado em 2,0%, ante 2,3% em 2013 (Tabela 1), em linha com indicadores coincidentes e antecedentes da atividade doméstica.

Estima-se expansão de 3,5% da produção agropecuária (7,0% observados em 2013). A propósito, cabe destacar os aumentos projetados, pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para as safras de arroz, 6,3%; soja, 8,3%; algodão, 11,9%; e feijão, 27,1%.

A projeção de crescimento para a produção da indústria em 2014 é de 1,5% (1,3% registrado em 2013). Nesse contexto, destaca-se a reversão, de -2,8% para 4,0%, para o desempenho da indústria extrativa mineral, e o crescimento de 0,5% da indústria de transformação. Para as atividades construção e produção e distribuição de eletricidade, gás e água, estimam-se crescimentos respectivos de 1,1% e 3,7%, no período.

O crescimento do setor terciário em 2014 está projetado em 2,2% (2,0% medidos em 2013), destacando-se as perspectivas de expansão da atividade no segmento de serviços de informação, 5%, e no de serviços imobiliários e aluguel, 2,5%.

No âmbito da demanda agregada, projeta-se crescimento de 2,0% para o consumo das famílias (2,3% registrados em 2013), amparado no cenário de manutenção das baixas taxas de desemprego e de ganhos reais de salários moderados. De acordo com as estimativas, o consumo do governo deverá aumentar 2,1% e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 1,0% (1,9% e 6,3%, respectivamente, observados em 2013). Cabe notar que a perspectiva de desaceleração na FBCF em 2014 reflete, em parte, o carregamento estatístico do último trimestre de 2013.

Segundo as projeções, exportações e importações de bens e serviços devem crescer 1,3% e 0,9%, respectivamente, em 2014, ante elevações de 2,5%

e 8,4%, respectivamente, observadas em 2013. As exportações devem se beneficiar do cenário de maior crescimento global e da depreciação do real, a qual também deve contribuir para o arrefecimento das importações.

Nesse cenário, o aumento anual de 2,0% do PIB em 2014 estará condicionado à contribuição de 2,0 p.p. da demanda interna e ao impacto nulo, portanto, do setor externo.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2013			2014
	Out	Nov	Dez	Jan
Insumos da construção civil	2,9	4,2	2,4	0,3
Bens de capital	17,5	17,2	10,4	4,9
Tipicamente industrializados	11,3	9,2	7,6	5,0
Agrícolas	25,5	23,4	15,1	11,0
Peças agrícolas	21,3	13,4	10,8	0,4
Construção	58,6	63,0	81,3	89,9
Energia elétrica	3,7	3,9	3,1	2,1
Equipamentos de transporte	15,8	15,4	5,7	-0,5
Misto	8,1	8,6	3,0	-1,2

Fonte: IBGE

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpa) – aumentaram 22,1% no ano e totalizaram R\$190,4 bilhões em 2013. Por atividade, a maior expansão (122,2%) ocorreu na indústria extrativa e a menor (17,3%), no setor comércio e serviços, segmentos que detiveram, na ordem, 2,1% e 59,7% dos desembolsos totais. Os recursos direcionados aos segmentos agropecuária e indústria de transformação aumentaram 64,2% e 17,7%, respectivamente, e representaram, na ordem, 9,8% e 28,3% dos desembolsos anuais.

1.6 Conclusão

Nos próximos trimestres a atividade econômica tende a ser favorecida pela continuidade da expansão do consumo das famílias, amparado no crescimento da renda e no aumento moderado do crédito. Além disso, cabe notar que o programa de concessão de serviços públicos e a ampliação das áreas de exploração de petróleo criam boas perspectivas para os investimentos, e que o crescimento da atividade global deve repercutir positivamente sobre as vendas externas.

Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou, em janeiro de 2014, os primeiros resultados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC). Essa pesquisa, de periodicidade trimestral, substituirá a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) e a PNAD anual a partir de 2015.

A PNADC incorpora recentes recomendações metodológicas e conceituais, feitas por organismos multilaterais, sobre o tema trabalho. Cabe notar, ainda, que a PNADC permitirá um acompanhamento com abrangência nacional do mercado de trabalho. Este boxe apresenta as características básicas dessa nova pesquisa e analisa os principais resultados já conhecidos.

A nova pesquisa – que abrange 211 mil domicílios em cerca de 3.500 municípios em todo o país¹ – contemplará resultados para o país, regiões geográficas, unidades da Federação e regiões metropolitanas².

Em termos conceituais, foram seguidas recomendações da resolução sobre estatísticas de trabalho, ocupação e subutilização da mão-de-obra, editada por ocasião da 19ª Conferência Internacional de Estatísticos do Trabalho em outubro de 2013³. Nesse sentido, os conceitos População Economicamente Ativa (PEA) e População em Idade Ativa (PIA), que incluíam pessoas com 10 ou mais anos de idade, foram substituídos por força de trabalho⁴

-
- 1/ A PME restringe-se a 145 municípios das regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo; a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) 2012 incluiu cerca de 150 mil domicílios distribuídos por 1.100 municípios em todo o território nacional.
 - 2/ Serão 20 as regiões metropolitanas abrangidas: Manaus, Belém, Macapá, São Luís, Fortaleza, Natal, João Pessoa, Recife, Maceió, Aracaju, Salvador, Belo Horizonte, Vitória, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Florianópolis, Porto Alegre, Vale do Rio Cuiabá e Goiânia; além da Região Integrada de Desenvolvimento da Grande Teresina.
 - 3/ A Conferência Internacional de Estatísticos do Trabalho, organizada pela Organização Internacional do Trabalho, reúne-se a cada cinco anos e inclui especialistas de governos e de organizações patronais e de empregados.
 - 4/ O conceito força de trabalho consiste na soma de pessoas ocupadas e pessoas desocupadas. Pessoas ocupadas são aquelas que, na semana de referência, trabalharam pelo menos uma hora completa em trabalho remunerado em dinheiro, produtos, ou benefícios ou em trabalho sem remuneração direta, em ajuda à atividade econômica de membro do domicílio ou, ainda, as pessoas que tinham trabalho remunerado do qual estavam temporariamente afastadas. São consideradas desocupadas: 1) as pessoas sem trabalho nessa semana, que tomaram alguma providência efetiva para consegui-lo no período de referência de 30 dias e que estavam disponíveis para assumi-lo na semana de referência; 2) as pessoas sem trabalho na semana que não tomaram providência efetiva para consegui-lo no período de referência de 30 dias porque já haviam conseguido trabalho que iriam começar após a semana de referência.

e pessoas em idade de trabalhar, respectivamente, que consideram pessoas com 14 ou mais anos de idade.

O IBGE divulgou, inicialmente, resultados para os quatro trimestres de 2012 e os dois primeiros de 2013 para alguns indicadores, com desagregação por grandes regiões, sexo, grupos de idade e nível de instrução⁵.

De acordo com a PNADC, no segundo trimestre de 2013, havia 159,1 milhões de pessoas em idade de trabalhar, 97,8 milhões de pessoas na força de trabalho e 90,6 milhões de pessoas ocupadas, com crescimentos interanuais respectivos de 1,4%, 1,0% e 1,1%.

A taxa de desemprego nacional atingiu 7,4% no período (7,5% no segundo trimestre de 2012), com a maior taxa no Nordeste, 10,0%, e a menor, no Sul, 4,3% (Gráfico 1).

A análise da taxa de desemprego por faixa etária revela que a taxa de desocupação mais elevada, no segundo trimestre de 2013, ocorria na faixa de 14 a 17 anos (22,8%), e a menor, na faixa superior a 60 anos (1,8%), conforme o Gráfico 2. Considerados níveis de instrução, a taxa de desemprego atingia 4,0% na categoria de trabalhadores com ensino superior e 12,7% naquela de trabalhadores com ensino médio incompleto ou equivalente.

A taxa de atividade também indicava diferenças acentuadas entre as regiões brasileiras, com médias, no segundo trimestre de 2013, de 61,5% no país, 65,2% no Centro-Oeste (a maior) e 56,1% no Nordeste (a menor).

Em síntese, este boxe apresentou aspectos importantes da nova PNADC que, a partir de 2015, será a principal pesquisa conjuntural sobre o mercado de trabalho brasileiro. No que se refere às informações já divulgadas, a PNADC aponta taxas de desemprego mais elevadas no Nordeste e menores no Sul.

Gráfico 1 – Taxa de desemprego, 2º trimestre de 2013

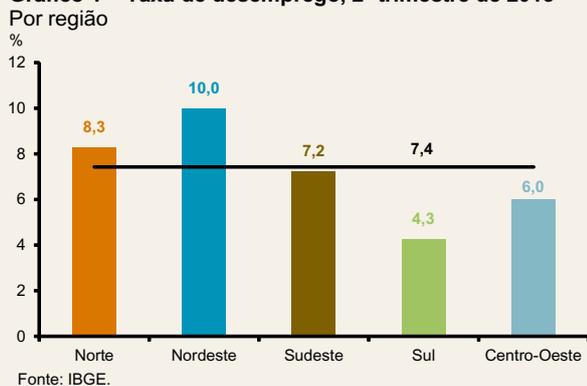


Gráfico 2 – Taxa de desemprego, 2º trimestre de 2013

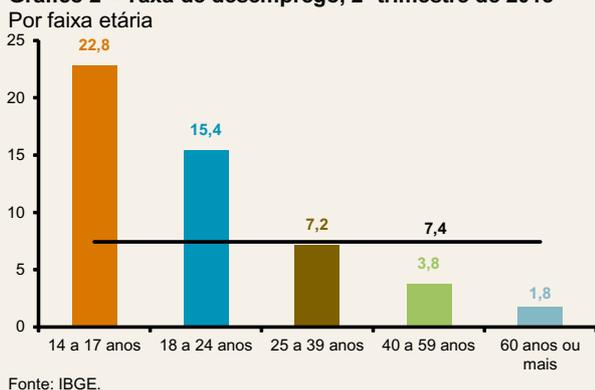
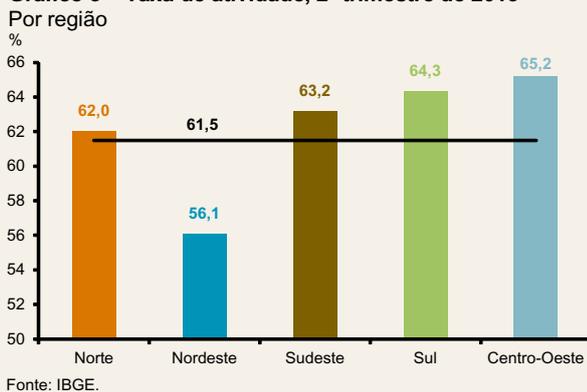


Gráfico 3 – Taxa de atividade, 2º trimestre de 2013



5/ Foi publicado, ainda, um calendário de divulgação, segundo o qual, em janeiro de 2015, estarão disponíveis dados para o terceiro trimestre de 2013, com recortes pelos demais níveis geográficos, e os microdados da pesquisa. A partir de janeiro de 2015, haverá defasagem aproximada de um mês entre o término do trimestre de referência e a data de divulgação dos resultados.

A variação dos índices gerais de preços recuou no trimestre encerrado em fevereiro deste ano, em relação ao finalizado em novembro de 2013, destacando-se o impacto do recuo dos preços agrícolas. Por sua vez, os índices de preços ao consumidor, sensibilizados pela alta sazonal dos custos de educação e pelo reajuste nos preços dos combustíveis, aceleraram no período. As variações dos núcleos de inflação ao consumidor, nos distintos critérios de cálculo, elevaram-se no trimestre terminado em fevereiro.

2.1 Índices gerais

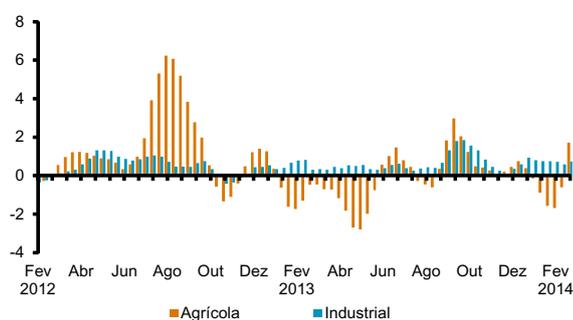
Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2013			2014	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	0,63	0,28	0,69	0,40	0,85
IPA	0,71	0,12	0,78	0,12	1,00
IPC-Br	0,55	0,68	0,69	0,99	0,66
INCC	0,26	0,35	0,10	0,88	0,33

Fonte: FGV

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, aumentou 1,95% no trimestre encerrado em fevereiro (2,28% no finalizado em novembro). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,75% para 1,91%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,53% para 2,36%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,05% para 1,31%.

A evolução do IPA decorreu de reduções nas variações dos preços dos produtos agropecuários, de 2,67% para 0,51% (soja, -9,40%; leite *in natura*, -10,87%), e dos preços industriais, de 2,78% para 2,43% (produtos alimentícios, -0,15%). Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários elevaram-se 0,47% (recoo de 0,90% em novembro) e os industriais, 8,41% (7,44% em novembro), em fevereiro.

A aceleração do IPC decorreu, em grande parte, de aumentos nas variações trimestrais dos preços nos grupos transportes, de 0,17% para 2,60%; e educação, leitura e recreação, de 1,16% para 5,25%. O comportamento do INCC refletiu, em especial, o aumento de 0,45% para 1,25%, na variação dos custos com mão de obra.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 6,3% em fevereiro (5,49% em novembro e 8,24% em fevereiro de 2013).

2.2 Índices de preços ao consumidor

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2013			2014	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,57	0,54	0,92	0,55	0,69
Livres	0,70	0,56	0,92	0,60	0,78
Comercializáveis	0,96	0,50	0,68	0,67	0,26
Não comercializáveis	0,47	0,61	1,13	0,54	1,23
Serviços	0,52	0,65	1,16	0,47	1,24
Monitorados	0,14	0,48	0,91	0,38	0,40

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

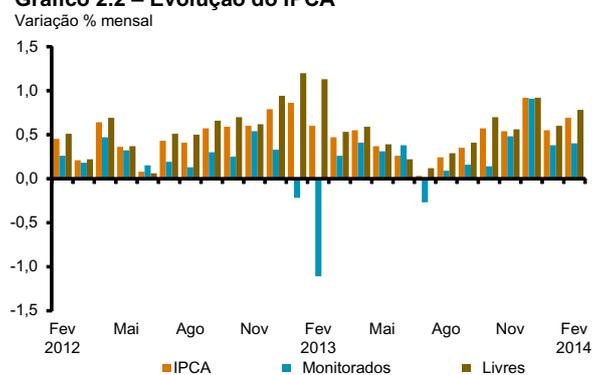


Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

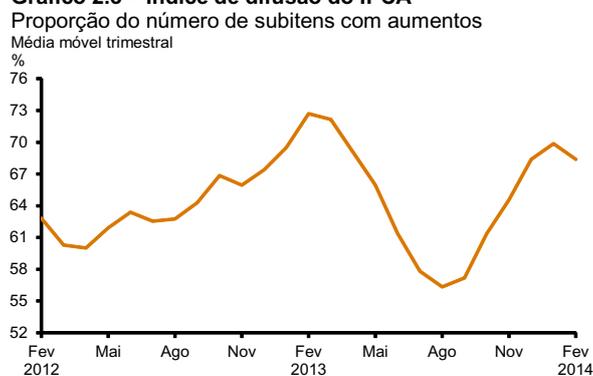
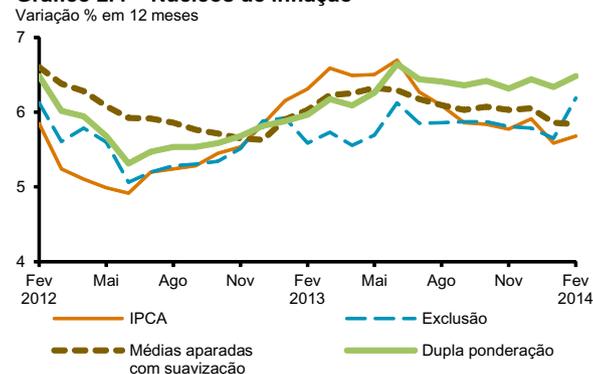


Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação



O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 2,18% no trimestre encerrado em fevereiro (1,47% no terminado em novembro), resultado de acelerações dos preços livres (de 1,68% para 2,32%) e dos monitorados (de 0,78% para 1,70%). A evolução dos preços livres decorreu de aumento, de 1,32% para 2,93%, na variação dos preços dos itens não comercializáveis – destacando-se a pressão sazonal do item cursos regulares – e de recuo, de 2,08% para 1,62%, na variação dos preços dos itens comercializáveis – ressaltando-se o arrefecimento na inflação do grupo vestuário e a deflação no item leites e derivados.

Os preços dos serviços aumentaram 2,90% no trimestre encerrado em fevereiro (1,81% no finalizado em novembro), com destaque para o impacto do aumento no item cursos regulares, parcialmente compensado pela redução nos preços de passagem aérea. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços cresceram 8,20% em fevereiro (8,55% em novembro).

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 5,68% em fevereiro (5,77% em novembro de 2013), resultado de desaceleração dos preços livres, de 7,31% para 6,28%, e aceleração dos monitorados, de 0,95% para 3,71%. O índice de difusão do IPCA atingiu 68,40% no trimestre encerrado em fevereiro (64,57% no finalizado em novembro e 72,69% em igual período de 2013).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,70% no trimestre finalizado em fevereiro (0,78% no terminado em novembro), contribuindo com 0,39 p.p. para a variação do IPCA no período. O aumento trimestral refletiu, fundamentalmente, o reajuste no preço da gasolina.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 2,04% no trimestre encerrado em fevereiro (1,57% no finalizado em novembro). Considerados períodos de doze meses, a

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2013			2014		
		Out	Nov	Dez	Jan	Fev	No ano
IPCA	100,00	0,57	0,54	0,92	0,55	0,69	1,24
Livres	77,03	0,70	0,56	0,92	0,60	0,78	1,38
Monitorados	22,97	0,14	0,48	0,91	0,38	0,40	0,78
Principais itens							
Gás encanado	0,08	0,01	0,00	0,09	-0,78	-0,03	-0,81
Ônibus urbano	2,49	0,00	0,00	0,00	0,00	1,29	1,29
Água e esgoto	1,53	0,00	0,52	0,57	0,33	0,37	0,70
Plano de saúde	3,19	0,73	0,72	0,73	0,72	0,72	1,45
Gasolina	3,90	0,01	0,63	4,04	0,60	0,04	0,64
Pedágio	0,12	0,08	0,23	0,97	-1,07	0,06	-1,01
Remédios	3,38	-0,15	0,28	0,02	0,39	0,19	0,58
Energia elétrica	2,66	-0,58	1,63	0,31	-0,27	0,63	0,36
Gás veicular	0,11	-0,95	0,48	0,56	1,13	-0,26	0,87
Gás de bujão	1,11	1,56	0,36	0,32	0,13	0,16	0,29
Óleo diesel	0,15	0,05	0,33	4,89	0,91	0,59	1,51

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal					
	2013			2014		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	
IPCA (cheio)	0,57	0,54	0,92	0,55	0,69	
Exclusão ^{1/}	0,60	0,60	0,96	0,52	0,92	
Exclusão ^{2/}	0,51	0,57	0,74	0,50	0,79	
Médias aparadas com suavização	0,58	0,45	0,58	0,55	0,51	
Médias aparadas sem suavização	0,52	0,55	0,72	0,54	0,57	
Dupla ponderação	0,61	0,52	0,79	0,55	0,69	
IPC-Br (cheio)	0,55	0,68	0,69	0,99	0,66	
Médias aparadas	0,41	0,41	0,36	0,63	0,52	

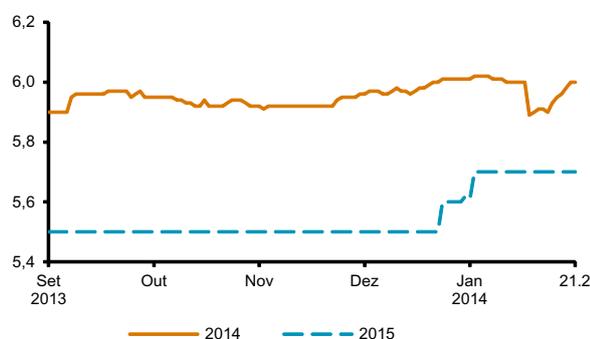
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)



variação do indicador atingiu 6,19% em fevereiro (5,81% em novembro).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 2,42% (1,73% no trimestre terminado em novembro). O indicador acumulou expansão de 6,74% no intervalo de doze meses encerrado em fevereiro (7,11% em novembro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ cresceu 1,65% no trimestre finalizado em fevereiro (1,47% no encerrado em novembro). A variação em doze meses do indicador atingiu 5,84% em fevereiro (6,03% em novembro).

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização variou 1,84% no trimestre finalizado em fevereiro (1,48% de setembro a novembro). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 5,64% em fevereiro (5,84% em novembro).

O núcleo de dupla ponderação⁷ aumentou 2,04% no trimestre finalizado em fevereiro (1,60% no encerrado em novembro). O indicador acumulou variação de 6,48% no período de doze meses finalizado em fevereiro (6,32% em novembro).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,52% no trimestre finalizado em fevereiro (1,28% no terminado em novembro). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 5,17% em fevereiro (5,18% em novembro).

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 21 de fevereiro, as medianas das projeções para as variações anuais do IPCA em 2014 e em 2015 atingiram 6,0% e 5,7%, respectivamente, (6,0% e 5,5% ao final de dezembro). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) situou-se em 6,1% (6,0% em 31 de dezembro).

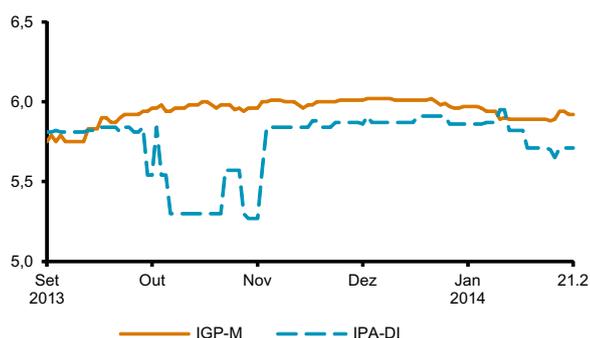
As medianas das expectativas para as variações do IGP-M

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

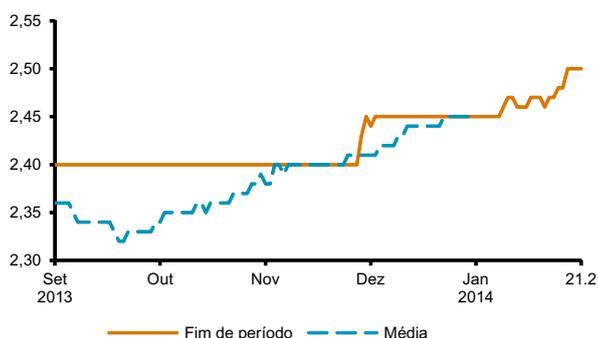
7/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis.

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	30.9.2013		31.12.2013		21.2.2014	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Em percentual						
IPCA	6,0	5,5	6,0	5,5	6,0	5,7
IGP-M	5,9	5,0	6,0	5,4	5,9	5,5
IPA-DI	5,8	5,0	5,9	5,4	5,7	5,4
Preços administrados	4,2	4,7	4,0	5,0	4,1	5,0
Selic (fim de período)	9,75	10,00	10,50	11,25	11,25	12,00
Selic (média do período)	9,75	10,00	10,47	10,78	10,97	11,80
PIB	2,2	2,5	2,0	2,5	1,7	2,0
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,40	2,40	2,45	2,45	2,50	2,55
Câmbio (média do período)	2,37	2,38	2,40	2,40	2,45	2,50

em 2014 e em 2015 totalizaram, na ordem, 5,9% e 5,5% em 21 de fevereiro (6,0% e 5,4% ao final de dezembro) e as relativas às variações anuais do IPA-DI atingiram 5,7% e 5,4%, respectivamente (5,9% e 5,4% ao final de 2013).

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2014 foi aumentada de 4% para 4,1%, e para 2015 foi mantida em 5%, entre 31 de dezembro e 21 de fevereiro.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2014 e de 2015 atingiram, respectivamente, R\$2,50/US\$ e R\$2,55/US\$ em 21 de fevereiro (R\$2,45/US\$, para os dois períodos, ao final de dezembro). As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2014 e de 2015 situaram-se em R\$2,45/US\$ e R\$2,50/US\$ (R\$2,40/US\$, para os dois períodos, ao final de 2013).

2.6 Conclusão

A trajetória dos índices de preços gerais e ao consumidor foram distintas no trimestre encerrado em fevereiro. A desaceleração observada no primeiro grupo evidenciou o recuo nos preços agrícolas e a aceleração nos preços ao consumidor foi consistente com a sazonalidade de itens importantes, no período, à exemplo dos gastos com educação. Ressalte-se que a variação do IPCA no trimestre encerrado em fevereiro foi menor que a do mesmo intervalo em 2013, repercutindo, em parte, os efeitos de ações de política monetária implementadas.

Impactos Recentes do Clima Adverso sobre a Economia Brasileira

As condições climáticas vêm apresentando comportamento atípico em diversas regiões do país no princípio de 2014, com chuvas em volume inferior ao padrão histórico e temperaturas em patamares bastante elevados. Nesse contexto, considerando os impactos potenciais das condições climáticas sobre a inflação e o nível de atividade, este box avalia possíveis implicações do clima adverso sobre o desempenho da economia brasileira em 2014.

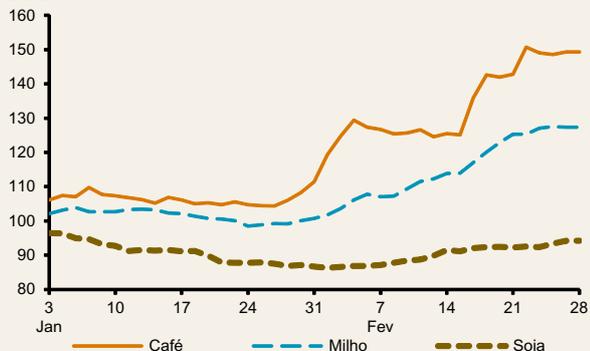
O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro de 2014, do IBGE, repercutindo o impacto da estiagem, projetou a taxa de crescimento anual da safra brasileira de grãos em 1,1%, ante 3,0% no levantamento anterior. Destaque-se recuos nas projeções de crescimento para as safras de soja, de 11,7% para 8,3%; café, de 1,7% para 0,1%; e milho, de -6,0% para -7,0%. Em grande parte, essa revisão se deveu à escassez de chuvas em períodos importantes para o desenvolvimento das lavouras.

A percepção dos agentes de que a oferta de café, milho e soja será negativamente afetada pela estiagem vem provocando elevações relevantes nos respectivos preços desde o princípio de janeiro (Gráfico 1). No que se refere à inflação ao consumidor, considerando o tamanho de seus pesos na cesta do IPCA, a repercussão dessa elevação dos preços no atacado tende a ser modesta.

Por sua vez, preços no atacado de produtos pecuários também vêm repercutindo os efeitos do clima adverso (Gráfico 2). Em importantes estados pecuaristas, como Minas Gerais, Goiás, São Paulo e Rio Grande do Sul, a seca e o calor prejudicaram o desenvolvimento das pastagens, por conseguinte, a oferta de leite e de animais prontos para o abate. No caso das safras de grãos, a recomposição da oferta tende a ocorrer apenas por ocasião da entrada da próxima safra de um grande produtor (por exemplo, de outro país). Dessa forma, é plausível antecipar que a mudança de preços dos produtos pecuários tenha duração menor, pois, uma vez

Gráfico 1 – Preços diários no atacado

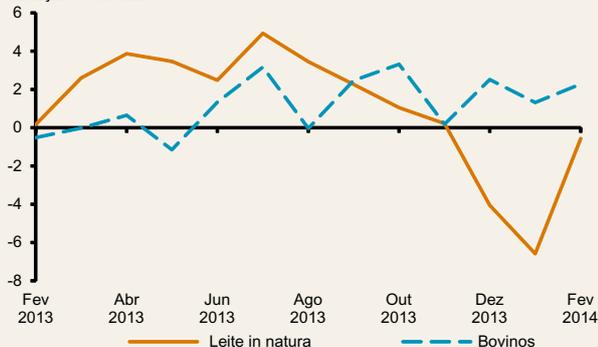
Dez/2013=100



Fonte: Cepea Esalq

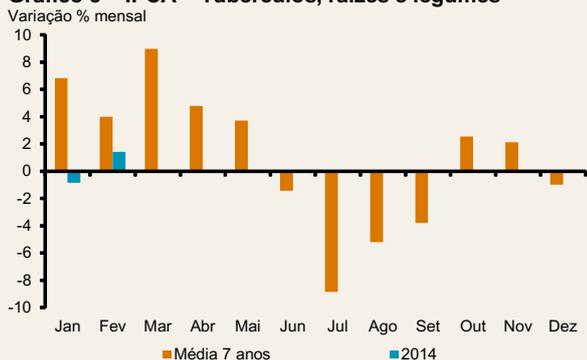
Gráfico 2 – IPA-DI Preços agropecuários

Variação % mensal



Fonte: FGV

Gráfico 3 – IPCA – Tubérculos, raízes e legumes



Fonte: IBGE

Gráfico 4 – Energia armazenada – Regiões SE/CO



Fonte: ONS

Gráfico 5 – Geração de energia térmica



Fonte: ONS

Gráfico 6 – Preço de Liquidação de Diferenças (PLD)



Fonte: CCEE

encerrado o período de estiagem, as pastagens e a oferta desses produtos tendem a se recuperar.

Em relação a determinados produtos *in natura*, as altas temperaturas verificadas neste início de ano aceleraram o ciclo de maturação das lavouras, portanto, anteciparam o período de colheita. No caso de tubérculos, raízes e legumes, por exemplo, as altas temperaturas levaram a um aumento da oferta no final de janeiro e início de fevereiro; e a um recuo atípico de preços em janeiro (Gráfico 3). Note-se ainda que os aumentos de preços desses produtos em fevereiro foram inferiores à média dos últimos sete anos.

No setor elétrico, a escassez de chuvas nas regiões Sudeste e Centro-Oeste, que concentram cerca de 70% dos reservatórios do país, e o aumento do consumo de energia, devido às altas temperaturas, provocaram redução do nível dos reservatórios (Gráfico 4). Nesse ambiente, o Operador Nacional do Sistema (ONS) determinou o acionamento de grande parte das usinas termoeletricas disponíveis (Gráfico 5), em geral com custo de geração superior ao da energia hidroelétrica. O acionamento das termoeletricas elevou substancialmente o custo marginal do megawatt-hora, bem como o preço da energia negociada no mercado à vista (Gráfico 6).

Em linhas gerais, condições climáticas atípicas observadas em janeiro e fevereiro impactaram negativamente a produção de grãos e de produtos pecuários. Em oposição, beneficiou a produção de alguns produtos *in natura*. Além disso, a escassez de chuvas contribuiu para que o ONS determinasse o acionamento de grande parte do parque termoeletrico.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2013		2014		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	2 650,9	2 715,4	2 717,3	2 733,0	3,1	14,7
Pessoas jurídicas	1 421,0	1 464,2	1 453,4	1 462,0	2,9	13,3
Recursos livres	744,8	763,3	742,6	745,3	0,1	7,5
Direcionados	676,2	700,9	710,7	716,7	6,0	20,1
Pessoas físicas	1 229,9	1 251,2	1 263,9	1 271,0	3,3	16,3
Recursos livres	738,1	745,2	749,1	747,2	1,2	7,2
Direcionados	491,8	506,0	514,8	523,9	6,5	32,1

Participação %:						
Total/PIB	55,2	56,1	55,8	55,8		
Pes. jurídicas/PIB	29,6	30,3	29,9	29,8		
Pessoas físicas/PIB	25,6	25,9	26,0	25,9		
Recursos livres/PIB	30,9	31,2	30,6	30,5		
R. direcionados/PIB	24,3	25,0	25,2	25,3		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

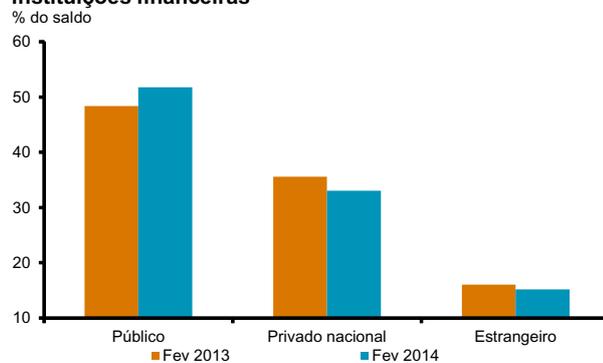
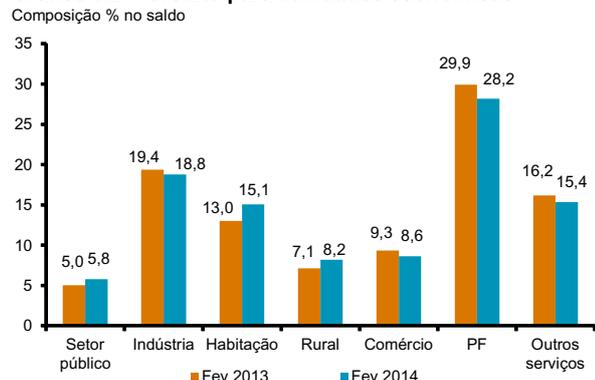


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



A dinâmica do mercado de crédito refletiu, no trimestre encerrado em fevereiro, a sazonalidade do período. Nesse contexto, o crescimento das contratações no segmento de pessoas jurídicas foi mais acentuado em dezembro, em função das necessidades de fluxo de caixa e da elevação de estoques típicos de final do ano. No âmbito das pessoas físicas, houve aumento na demanda por modalidades de curto prazo e continuidade da expansão de carteiras com prazos longos, como crédito imobiliário e rural. As taxas de juros evoluíram, no período, em direção compatível com a trajetória da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).

3.1 Crédito

As operações de crédito, recursos livres e direcionados, totalizaram R\$2.733 bilhões (55,8% do PIB) em fevereiro, aumentando 3,1% no trimestre e 14,7% em doze meses. A evolução trimestral refletiu crescimentos de 2,9% no segmento de pessoas jurídicas e de 3,3% no de pessoas físicas, cujas carteiras totalizaram R\$1.462 bilhões e R\$1.271 bilhões, respectivamente.

Os empréstimos com recursos livres somaram R\$1.493 bilhões em fevereiro (54,6% do total), com aumentos de 0,6% no trimestre e de 7,4% em doze meses. A carteira de pessoas físicas totalizou R\$747 bilhões, com destaque para as modalidades crédito consignado e cartão de crédito, e a de pessoas jurídicas, R\$745 bilhões (aumentos trimestrais respectivos de 1,2% e 0,1%).

O estoque relativo às operações com recursos direcionados totalizou R\$1.241 bilhões em fevereiro, variando 6,2% no trimestre e 24,9% em doze meses. O desempenho trimestral refletiu aumentos tanto nas carteiras de pessoas jurídicas (6,0%) – com destaque para as expansões do crédito rural, 9,8%, e das operações do BNDES, 5,0% – quanto nas de pessoas físicas (6,5%) – com destaque para os aumentos nos financiamentos imobiliários (6,2%) e nos financiamentos

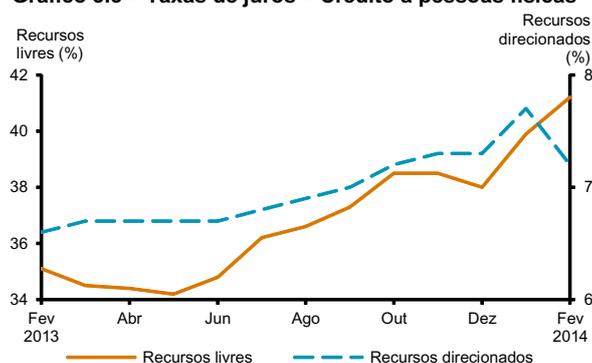
Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

Discriminação	R\$ bilhões					
	2013		2014		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	738,1	745,2	749,1	747,2	1,2	7,2
Crédito pessoal	320,2	319,6	322,6	326,8	2,1	13,8
Do qual: consignado	220,8	221,9	224,1	227,5	3,0	16,4
Aquisição de veículos	193,1	192,8	193,0	191,8	-0,7	-0,5
Cartão de crédito	135,2	144,6	143,9	139,4	3,1	14,2
Cheque especial	21,2	20,2	21,7	22,0	3,6	5,8
Demais	68,4	68,0	67,8	67,2	-1,7	-9,2
Recursos direcionados	491,8	506,0	514,8	523,9	6,5	32,1
BNDES	35,7	37,1	38,6	39,2	9,7	25,7
Imobiliário	333,9	341,5	347,7	354,6	6,2	33,0
Rural	111,0	115,3	116,4	118,1	6,4	29,8
Demais	11,3	12,2	12,1	12,1	7,3	53,7

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

Discriminação	R\$ bilhões					
	2013		2014		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	744,8	763,3	742,6	745,3	0,1	7,5
Capital de giro	381,8	388,1	384,1	383,4	0,4	5,1
Conta garantida	43,9	43,0	42,9	44,2	0,8	0,9
ACC	42,3	42,5	42,1	44,1	4,3	-0,8
Financ. a exportações	49,0	50,3	50,9	51,5	5,2	32,3
Demais	227,9	239,4	222,6	222,1	-2,5	10,3
Recursos direcionados	676,2	700,9	710,7	716,7	6,0	20,1
BNDES	498,1	514,5	522,4	522,9	5,0	16,1
Imobiliário	52,8	53,8	54,4	57,3	8,4	30,8
Rural	62,5	67,1	67,6	68,7	9,8	38,2
Demais	62,8	65,5	66,3	67,9	8,0	27,9

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas



rurais (6,4%). As concessões com recursos do BNDES ao setor produtivo, que não incluem os desembolsos do BNDESPar, cresceram 32,4%, para R\$57,2 bilhões, no trimestre encerrado em fevereiro, em comparação ao terminado em novembro.

A carteira do setor privado, consideradas operações com recursos livres e direcionados, cresceu 2,6% no trimestre, para R\$2.575 bilhões, destacando-se as modalidades crédito imobiliário, industrial e rural. Os empréstimos à indústria e ao segmento outros serviços aumentaram 2,5% e 0,5%, respectivamente, e os destinados ao comércio recuaram 1,1%. Os financiamentos ao setor público aumentaram 12,4%, para R\$158 bilhões, reflexo de crescimentos nas esferas do governo federal (15,1%) e dos governos dos estados e municípios (10,1%), com destaque para os desembolsos destinados aos ramos de energia e infraestrutura urbana.

Os financiamentos imobiliários (incluindo operações com taxas livres e reguladas, nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas) atingiram R\$412 bilhões em fevereiro (8,4% do PIB, ante 7,0% do PIB em igual mês de 2013), elevando-se 6,5% no trimestre e 32,7% em doze meses. Os desembolsos totalizaram R\$40,3 bilhões no trimestre encerrado em fevereiro (R\$31,1 bilhões no segmento de pessoas físicas e R\$9,2 bilhões no de pessoas jurídicas), variando 2,8% no trimestre e 27,7% em doze meses. O crédito habitacional passou a ser a modalidade com maior representatividade na carteira das famílias a partir de agosto de 2013, ultrapassando o crédito pessoal.

As operações de crédito rural, concentradas em custeio e investimento agrícolas, somaram R\$224 bilhões em fevereiro, aumentando 7,8% no trimestre e 31,6% em doze meses. O desempenho da modalidade refletiu, em especial, o dinamismo da agropecuária e a contratação de máquinas e implementos agrícolas, amparada pelo Programa de Sustentação de Investimentos (PSI) conduzido pelo BNDES.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito realizadas em fevereiro atingiu 20,9% a.a. (aumentos de 0,9 p.p. no trimestre e 2,2 p.p. em doze meses). A taxa alcançou 31,5% a.a. no segmento de crédito livre (elevações de 2,1 p.p. no trimestre e de 5,0 p.p. em doze meses) e 7,6% a.a. nas operações de crédito direcionado (variações respectivas de 0,1 p.p. e de 0,4 p.p.).

Evolução Recente da Inadimplência no Crédito a Pessoas Físicas

A inadimplência das operações de crédito a pessoas físicas, após elevação de 2010 a 2012, em especial, na modalidade financiamento de veículos, passou a descrever trajetória declinante, favorecida, em parte, pelo aumento da participação de segmentos com menores taxas de inadimplência. Nesse contexto, o objetivo deste box é estimar o efeito da mudança nas participações das modalidades no endividamento total das pessoas físicas sobre o percentual de inadimplência do crédito total destinado às pessoas físicas.

Gráfico 1 – Crédito a pessoas físicas/PIB^{2/}



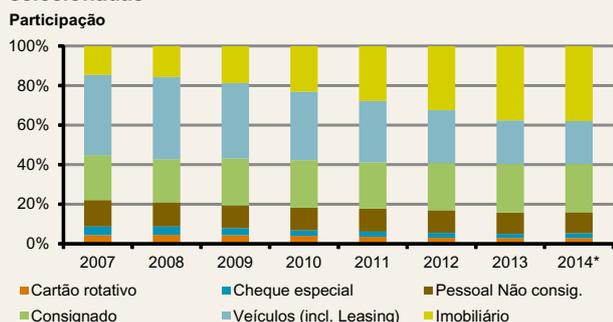
1/ A metodologia para apuração do saldo de crédito de pessoas físicas sofreu alteração, que implica em quebra da série histórica em março de 2007. Informações sobre a alteração metodológica estão disponíveis na nota metodológica disponível no endereço <http://www.bcb.gov.br/ftp/infeccon/notaempr.pdf>.

O crédito às famílias – tanto para consumo quanto para habitação – cresceu significativamente nos últimos dez anos, em cenário de expansão do emprego e da renda; de inclusão financeira da população; de redução das taxas de juros; e de ampliação das operações de crédito imobiliário e consignado. Nesse contexto, a razão crédito a pessoas físicas/PIB passou de 9,3%, em janeiro de 2004, para 26,1%, em janeiro de 2014 (Gráfico 1).

Embora, do ponto de vista sistêmico, a estabilidade tenha sido preservada ao longo do processo de expansão do crédito, houve aumentos expressivos da inadimplência em segmentos específicos, como financiamentos de veículos, onde os contratos contemplavam, muitas vezes, prazos superiores à vida útil do veículo (a garantia da operação). Esse processo foi contido pela adoção de medidas macroprudenciais pelo Banco Central do Brasil, em dezembro de 2010, que resultou na adoção de critérios mais restritivos, pelas instituições financeiras, para a concessão de crédito.

As alterações regulatórias contribuíram, num primeiro momento, para conter as taxas de inadimplência no segmento de crédito às famílias e, a partir de meados de 2012, para o seu recuo. De fato, consideradas operações com recursos livres e direcionados, a inadimplência do crédito às famílias reduziu-se de 6%, em maio de 2012 (maior nível da série iniciada em março de 2011), para 4,4%, em janeiro de 2014.

Gráfico 2 – Crédito a pessoas físicas – modalidades selecionadas



* Dados de janeiro.

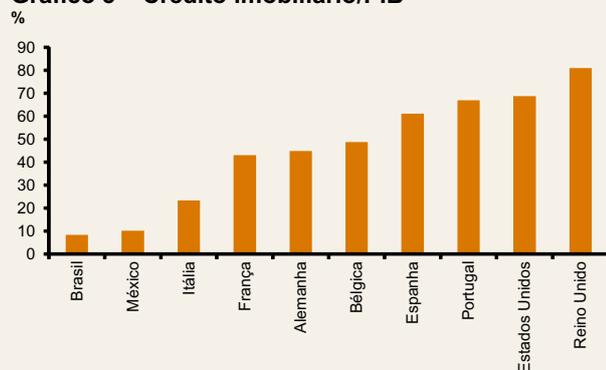
Gráfico 3 – Inadimplência pessoas físicas – decomposição



Gráfico 4 – Inadimplência por safra – veículos



Gráfico 5 – Crédito imobiliário/PIB^{1/}



^{1/}Dados referentes a 2012, exceto Brasil (jan/2014) e México (2013).

Ao longo do período em análise, houve alteração relevante na composição do *portfólio* de endividamento das famílias, com ganho de participação de segmentos com melhores garantias e que tendem a apresentar menores taxas de inadimplência¹. Nesse sentido, ressalte-se, no período de doze meses encerrado em janeiro de 2014, a expansão de 33% no saldo do crédito imobiliário (cheque especial, 8,6%; cartão de crédito rotativo, 6,6%).

Neste boxe, a variação da taxa de inadimplência foi segmentada em dois componentes para o período de junho de 2012 a janeiro de 2014 (Gráfico 3): (1) impacto de variações nas taxas de inadimplência das diversas modalidades de crédito (Efeito Taxa – ET); e (2) impacto de mudanças nas participações das diversas modalidades (Efeito Composição – EC). Para tanto, o ET foi estimado mantendo-se constantes as participações de cada modalidade no endividamento das famílias e o EC, por resíduo.

Note-se que, da redução de 1,6 p.p. na taxa de inadimplência², 0,7 p.p. foi decorrente do ET e 0,9 p.p., do EC. Destacaram-se, em termos de ET, recuos respectivos de 2 p.p. e 1,8 p.p. nas taxas de inadimplência das modalidades financiamentos de veículos e crédito pessoal não consignado; e, em termos de EC, o aumento, de 22,2% para 27,5%, na participação dos financiamentos imobiliários.

Especificamente sobre a inadimplência dos financiamentos de veículos, modalidade que mais contribuiu para o recuo da inadimplência do crédito a pessoas físicas a partir de meados de 2012, ressalte-se a estabilidade da inadimplência em patamar significativamente mais baixo nas safras de crédito mais recentes (Gráfico 4).

Prospectivamente, a participação relativamente baixa do crédito imobiliário no mercado brasileiro comparativamente a outros países (Gráfico 5) e a continuidade das políticas governamentais de incentivo à aquisição da casa própria permitem antecipar que a participação do crédito imobiliário tende a prosseguir em ascensão. Dessa forma, as perspectivas sugerem que o EC tende a exercer papel importante na determinação

1/ Ver boxe Evolução do Portfólio das Dívidas Bancárias das Famílias, Relatório de Inflação de junho de 2013.

2/ Nas análises deste boxe não foram consideradas as seguintes modalidades de crédito para pessoas físicas: crédito rural, financiamentos com recursos do BNDES, microcrédito, outros créditos direcionados, desconto de cheques e crédito renegociado.

da dinâmica futura da inadimplência do crédito às famílias.

Em suma, as evidências sugerem que a diminuição recente da taxa de inadimplência do crédito a pessoas físicas repercutiu tanto a retração da inadimplência em importantes modalidades (ET), quanto a alteração na composição da carteira em favor das modalidades com melhores garantias e, por conseguinte, menores taxas de inadimplência, a exemplo de financiamentos imobiliários (EC).

Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

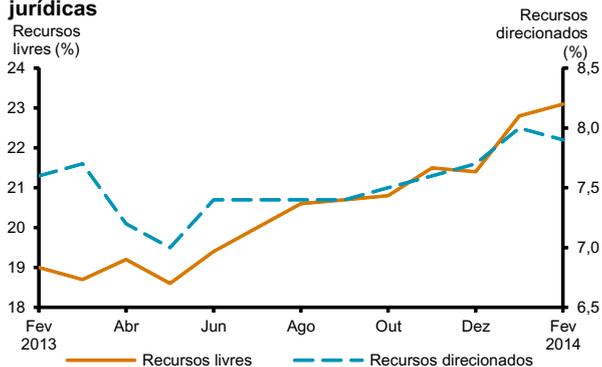


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

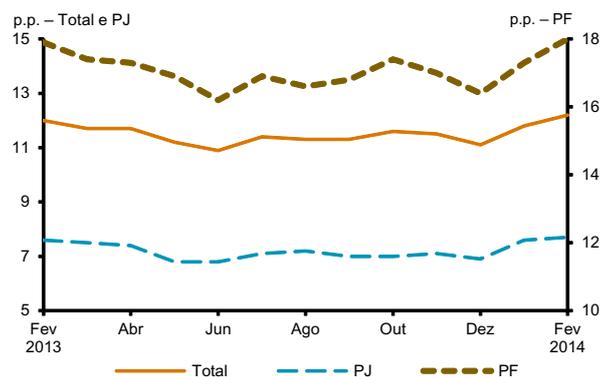
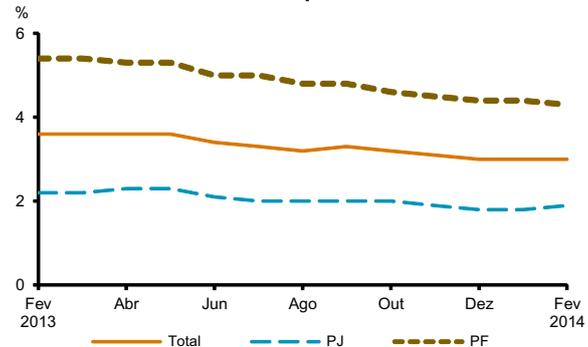


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

No segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros das operações de crédito realizadas em fevereiro atingiu 27,2% a.a. (crédito livre, 41,2% a.a.; direcionado, 7,2% a.a.), elevando-se 1,1 p.p. no trimestre e 2,3 p.p. em doze meses. O aumento interanual da taxa decorreu de elevações respectivas de 6,1 p.p. e 0,6 p.p. nas operações com recursos livres e direcionados, enquanto a evolução trimestral repercutiu aumento de 2,7 p.p. e redução de 0,1 p.p., com destaque para as elevações da taxa de juros nas modalidades cheque especial, 10,2 p.p. e crédito pessoal não consignado, 8,2 p.p.

No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros das operações de crédito realizadas em fevereiro situou-se em 16,0% a.a. (crédito livre, 23,1% a.a.; direcionado, 7,9% a.a.), com aumentos de 0,8 p.p. no trimestre e 2,0 p.p. em doze meses. O aumento interanual refletiu elevações respectivas de 4,1 p.p. e 0,3 p.p. nas operações com recursos livres e direcionados, e o crescimento trimestral, de variações respectivas de 1,6 p.p. e 0,3 p.p., destacando-se as altas nas modalidades capital de giro, 2,0 p.p., e cheque especial, 5,0 p.p.

O *spread* bancário das operações de crédito pactuadas em fevereiro atingiu 12,2 p.p. (aumento de 0,7 p.p. no trimestre e aumento de 0,2 p.p. em doze meses), totalizando 19,7 p.p. nas operações com recursos livres e 2,9 p.p. naquelas com recursos direcionados. O *spread* atingiu 18,0 p.p. no segmento de pessoas físicas (variações de 1,0 p.p. no trimestre e 0,1 p.p. em doze meses) e 7,7 p.p. no de pessoas jurídicas (aumentos respectivos de 0,6 p.p. e 0,1 p.p.).

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,0% em fevereiro, recuando 0,1 p.p. no trimestre e 0,6 p.p. em doze meses. O indicador situou-se em 4,3% no segmento de pessoas físicas (recuos de 0,2 p.p. no trimestre e 1,1 p.p. em doze meses), menor patamar da série iniciada em março de 2011, e em 1,9% no segmento de pessoas jurídicas (estabilidade no trimestre e redução de 0,3 p.p. em doze meses). A inadimplência atingiu 4,8% nas operações com recursos livres (estabilidade no trimestre e redução de 0,8 p.p. em doze meses) e 1,0% nas operações com recursos direcionados (estabilidade no trimestre e redução de 0,1 p.p. em doze meses).

3.2 Agregados monetários

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

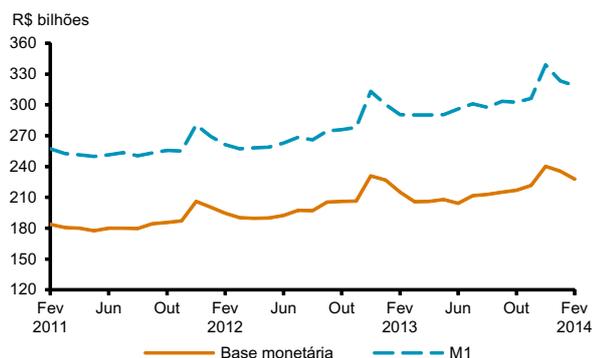


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

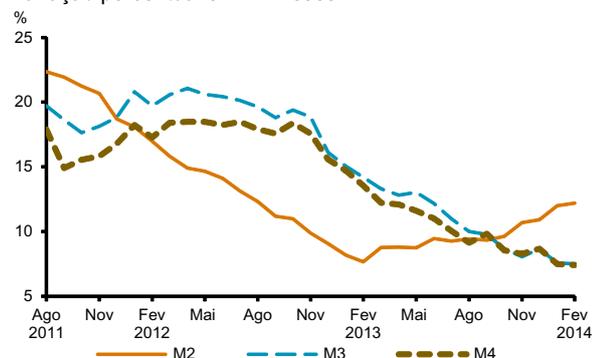
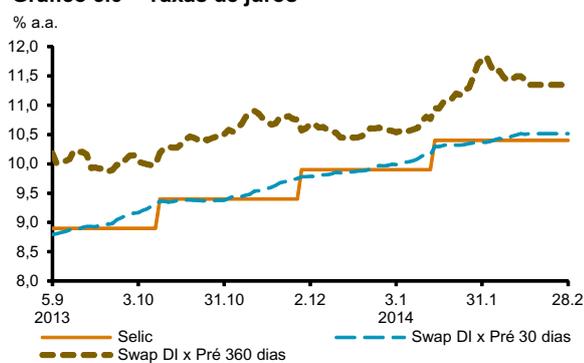
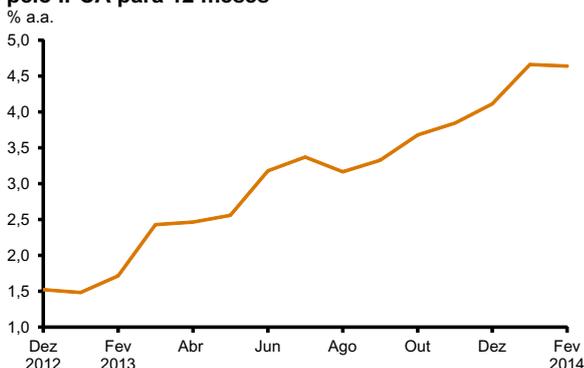


Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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



Os meios de pagamento restritos (M1) somaram R\$311,8 bilhões em fevereiro (aumentos de 1,8% no trimestre e 7,3% em doze meses) e a base monetária, R\$227,8 bilhões (crescimentos respectivos de 2,8% e 6%), consideradas médias dos saldos diários.

A base monetária, considerados saldos em final de período, somou R\$224,7 bilhões em fevereiro. A expansão de 4,2% em relação a novembro de 2013 refletiu o impacto expansionista de R\$72,9 bilhões das operações com títulos públicos federais e os efeitos contracionistas dos recolhimentos compulsórios (R\$19 bilhões), das operações do Tesouro Nacional (R\$39,1 bilhões) e dos ajustes nas operações com derivativos (R\$4,4 bilhões).

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,9 trilhão (aumentos de 1,6% no trimestre e 12,6% em doze meses). O crescimento em relação a fevereiro de 2013 refletiu variações de 9,3% no estoque de títulos privados e de 20,1% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,8 trilhões, elevando-se 1,2% no trimestre e 7,5% em doze meses, e o agregado M4 somou R\$4,5 trilhões (aumentos respectivos de 1,3% e 7,8%).

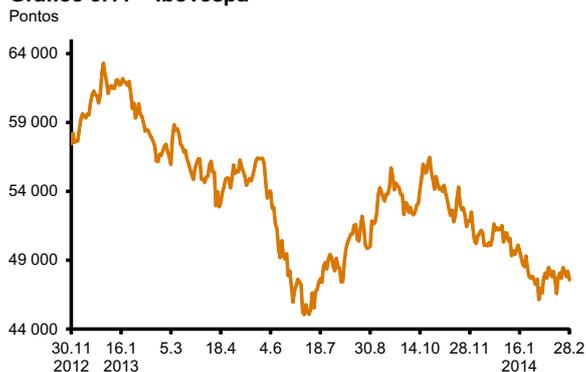
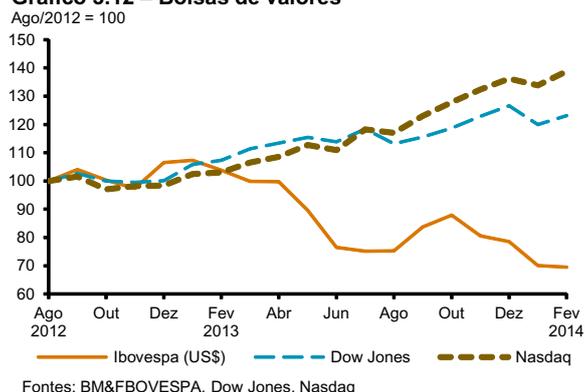
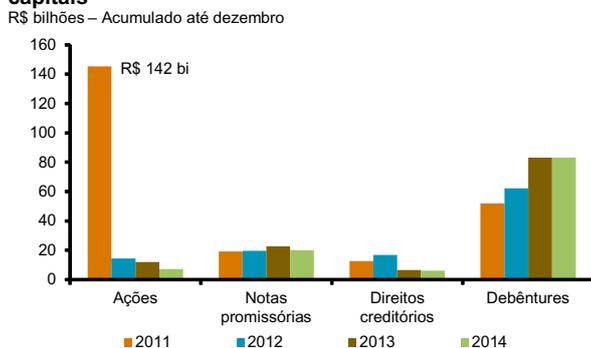
Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Refletindo, em parte, a trajetória ascendente da taxa Selic, as taxas de juros futuros cresceram em todos os vértices ao longo do trimestre encerrado em fevereiro. As taxas dos contratos de *swap* DI x pré de 30 e de 360 dias cresceram, na ordem, 79 p.b. e 62 p.b., encerrando o trimestre em 10,6% a.a. e 11,2% a.a., respectivamente.

A taxa de juros real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base em pesquisa sobre as expectativas de analistas do setor privado para a taxa Selic (aumento de 72 p.b.) e para a variação anual do IPCA (recoo de 1 p.b.), cresceu 69 p.b., para 4,5% a.a., no trimestre.

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) atingiu 47.094 pontos ao final de fevereiro (52.482 pontos ao final de novembro de 2013).

Gráfico 3.11 – Ibovespa**Gráfico 3.12 – Bolsas de valores****Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais****Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Acumulado em 12 meses

Segmento	2012		2013		2014 - Jan	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-86,1	-2,0	-75,3	-1,6	-61,8	-1,3
Governos regionais	-21,5	-0,5	-16,3	-0,3	-19,4	-0,4
Empresas estatais	2,6	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0
Total	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-81,0	-1,7

No mesmo período, a média diária do volume transacionado e o valor de mercado das empresas que compõem o Ibovespa recuaram 8,3% e 8,1%, respectivamente. Avaliado em dólares, o Ibovespa desvalorizou 10,6% no trimestre, e os índices Dow Jones e Nasdaq cresceram, na ordem, 1,5% e 6,1%.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$122,4 bilhões em doze meses até janeiro de 2014 (R\$119,8 bilhões em 2012). Destacaram-se, no ano, as emissões de debêntures (R\$88,6 bilhões) e a redução, de R\$12,7 bilhões para R\$6,6 bilhões, nas de ações.

3.3 Política fiscal

O decreto de programação orçamentária para 2014, contendo novas estimativas de receitas e despesas para o período, foi divulgado em fevereiro. A estimativa de *superavit* primário do Governo Central em 2014 foi elevada para R\$80,8 bilhões (1,55% do PIB), ante R\$58,1 bilhões (1,1% do PIB) previstos na Lei Orçamentária Anual (LOA). O ajuste reflete redução de R\$21,3 bilhões nas receitas líquidas e contingenciamento de R\$44 bilhões nas despesas orçadas. A meta indicativa para os governos regionais foi fixada em R\$18,2 bilhões (0,35% do PIB). A estimativa de *superavit* primário do setor público consolidado para 2014 atinge R\$99 bilhões (1,9% do PIB), mesmo patamar de 2013.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2013

O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$91 bilhões em 2013 (1,90% do PIB), ante 2,39% do PIB em 2012. Os *superavits* do Governo Central e dos governos regionais representaram, na ordem, 1,6% e 0,3% do PIB, recuando 0,39 p.p. e 0,15 p.p. do PIB, respectivamente, em relação a 2012. Ressalte-se que o Governo Central cumpriu a meta fixada para *superavit* no ano, após a dedução das despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e desonerações estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

Reprogramações Orçamentárias e Cumprimento das Metas Fiscais

Tabela 1 – Orçamento do Governo Central de 2014

	R\$ bilhões		
	LOA	Prog. ^{1/}	Diferença
I - Receita Total	1 332	1 303	-29
II - Transferências a Estados e Municípios	222	214	-8
III - Receitas Líquidas (A-B)	1 110	1 088	-21
IV - Despesa total	1 052	1 008	-44
Benefícios da Previdência	388	387	-1
Pessoal e Encargos	222	222	0
Outras Obrigatórias	158	146	-12
Despesas Discricionárias	283	253	-30
V - Superavit Primário	58	81	23

Fonte: Ministério do Planejamento

1/ Decreto nº 8.197, de 20 de fevereiro de 2014.

Tabela 2 – Orçamento de 2014 em relação ao ocorrido em 2013

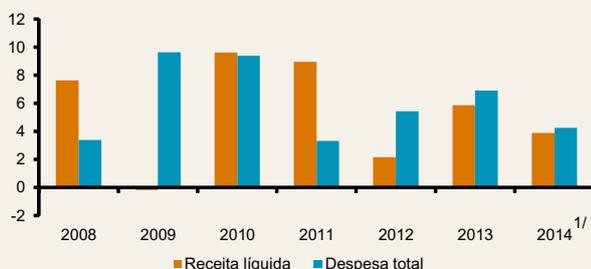
Crescimento percentual

	%	
	LOA	Programação ^{1/}
I - Receita Total	12,7	10,3
II - Transferências a Estados e Municípios	16,8	12,8
III - Receitas Líquidas (A-B)	12,0	9,8
IV - Despesa total	15,1	10,2
Pessoal e Encargos	9,5	9,5
Benefícios da Previdência	8,8	8,4
Outras (custeio e capital e BC)	24,6	12,5

Fonte: Ministérios do Planejamento e da Fazenda

1/ Decreto nº 8.197, de 20 de fevereiro de 2014.

Gráfico 1 – Crescimento real (IPCA) das receitas e despesas do Governo Central



1/ Estimativa com base nos valores do Decreto nº 8.197, de 20 de fevereiro de 2014, e do Boletim Focus (IPCA).

Este boxe analisa o contingenciamento de despesas previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2014¹, para adequá-las à elevação (de 1,10% para 1,55% do Produto Interno Bruto – PIB) da meta do *superavit* primário do Governo Central, que, somada ao resultado esperado dos governos regionais, resultaria em *superavit* de 1,9% do PIB, neste ano, para o setor público consolidado. Adicionalmente, o boxe apresenta comparação, no período de 2008 a 2013, entre despesas ocorridas, previstas na LOA, e despesas reprogramadas após os contingenciamentos.

O contingenciamento de despesas do Governo Central em 2014 soma R\$44 bilhões, dos quais, R\$30 bilhões relativos a gastos discricionários. Especificamente sobre despesas obrigatórias, foram contingenciados R\$6 bilhões referentes à compensação ao Regime Geral de Previdência Social com a desoneração da folha de pagamentos, com impacto equivalente na redução das receitas. O contingenciamento, combinado com a redução de R\$21 bilhões na estimativa para receitas líquidas, concorreu para aumentar, de R\$58,1 bilhões para R\$80,8 bilhões, a projeção para o *superavit* primário (Tabela 1).

Ressalte-se que os valores previstos originalmente na LOA 2014 incorporavam aumentos respectivos de 12,7%, 12,0%, 15,1% e 24,6% para a receita total, as receitas líquidas, a despesa total e os gastos com custeio e capital, aí incluídos investimentos, benefícios assistenciais e subsídios. Considerados o contingenciamento e a reestimativa para as receitas, essas taxas de crescimento anuais se deslocaram, na ordem, para 10,3%, 9,8%, 10,2% e 12,5% (Tabela 2).

As estimativas para os aumentos reais da receita líquida e das despesas do Governo Central em 2014 atingiram 3,9% e 4,3%, respectivamente, ante médias de 5,4% e 6,1% no período de 2008 a 2013 (Gráfico 1).

1/ O contingenciamento consta do Decreto nº 8.197, de 20 de fevereiro de 2014, que trata da programação orçamentária e financeira do Governo Central para o ano.

Tabela 3 – Despesas do Governo Central previstas na LOA e contingenciamento

	R\$ bilhões						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Despesa total ^{1/}	520	612	690	776	866	966	1 052
Redução de despesas ^{2/}	4	33	18	51	55	28	44
Conting./Despesa total (%)	0,7	5,4	2,6	6,5	6,3	2,9	4,2

Fonte: Ministério do Planejamento

1/ Líquida de transferências.

2/ Primeira reprog. orç., exceto em 2009, 2010 e 2013 (segunda reprog.).

Tabela 4 – Despesas do Governo Central previstas na LOA e valores ocorridos

	R\$ bilhões						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Despesa total							
LOA	520	612	690	776	866	966	1052
Reprogramação ^{1/}	516	579	672	725	811	938	1 008
Ocorrido ^{2/}	498	572	657	724	805	914	
Ocorrido/LOA (var. %)	-4,3	-6,5	-4,8	-6,6	-7,0	-5,4	
Ocor./Reprogram. (var. %)	-3,6	-1,1	-2,2	-0,1	-0,8	-2,5	

Fonte: Ministérios do Planejamento e da Fazenda

1/ Valores previstos na LOA menos contingenciamento.

2/ Exclui operações com a Petrobras (Capitalização) e FSB.

Numa perspectiva histórica, as despesas contingenciadas² representaram, em média, 4,1% das despesas totais inicialmente fixadas no período de 2008 a 2013, conforme a Tabela 3 (4,2% em 2014).

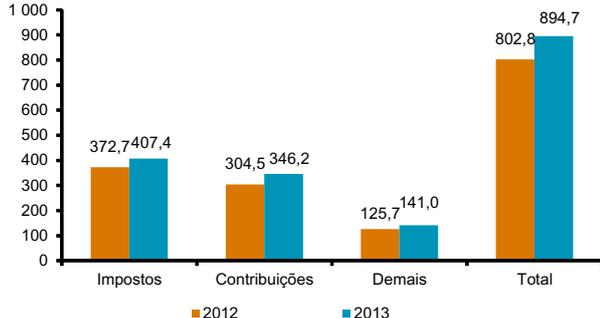
Por sua vez, as despesas realizadas nos últimos seis anos (Tabela 4) foram, em média, 5,8% e 1,7% inferiores às despesas previstas inicialmente nas LOAs e às despesas reprogramadas, respectivamente. Esse resultado sinaliza, portanto, a eficácia do mecanismo de contingenciamento como instrumento de contenção de gastos públicos.

2/ Valores estipulados no primeiro ou segundo decreto de programação orçamentária publicados em cada ano.

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até dezembro

R\$ bilhões

**Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional**

Janeiro-dezembro

Discriminação	2012		2013	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	484 623	11,0	552 925	11,4
Pessoal e encargos sociais	186 097	4,2	202 744	4,2
Custeio e capital	296 208	6,7	348 069	7,2
FAT	39 330	0,9	44 688	0,9
Subsídio e subvenções	11 272	0,3	10 138	0,2
Loas/RMV	29 207	0,7	33 523	0,7
Investimento	59 449	1,4	63 224	1,3
Outras	156 950	3,6	196 496	4,1
Transferências ao Bacen	2 317	0,1	2 112	0,0

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

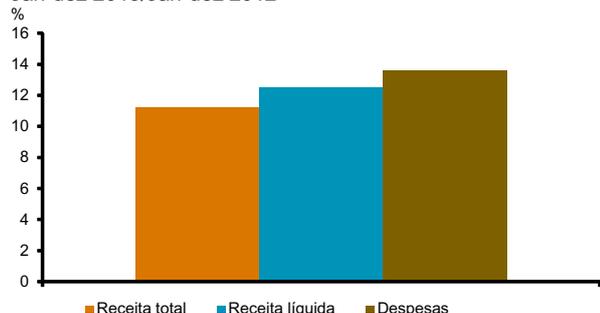
Janeiro-dezembro

Discriminação	R\$ bilhões		
	2012	2013	Var. %
Arrecadação bruta	305,9	341,8	11,8
Restituição/devolução	-1,0	-1,8	81,5
Transferência a terceiros	-29,1	-32,9	12,8
Arrecadação líquida	275,8	307,1	11,4
Benefícios previdenciários	316,6	357,0	12,8
Resultado primário	-40,8	-49,9	22,1
Arrecadação líquida/PIB	6,3%	6,3%	
Benefícios/PIB	7,2%	7,4%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-1,0%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-dez 2013/Jan-dez 2012



Fonte: MF/STN

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$894,7 bilhões em 2013 (aumento anual de 11,4%). Destacaram-se os crescimentos nas arrecadações do Imposto de Renda (10,9%), do Programa de Integração Social (Pis)/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (Pasep) (12,3%), da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (14,3%) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) (15,5%), impactadas por recolhimentos de R\$21,8 bilhões associados a programas especiais de recuperação de débitos tributários em atraso; e do imposto de importação (19,6%), reflexo de aumentos das importações e da alíquota média efetiva; e das receitas da concessão do campo de Libra (R\$15 bilhões). Os impactos das desonerações de tributos foram estimadas em R\$77,8 bilhões (R\$46,5 bilhões em 2012).

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$552,9 bilhões em 2013. O aumento anual de 14,1% decorreu de crescimentos de 8,9% nos gastos com pessoal e encargos, e de 17,5% nos gastos relativos a custeio e capital, com elevações de 14,8% nas despesas com benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV), de 13,6% nas despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e de 11,9% nos gastos discricionários. Os investimentos totais cresceram 6,4% e os investimentos incluídos no PAC, 13,8%, no ano.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$49,9 bilhões em 2013. O crescimento anual de 22,1% refletiu aumentos de 12,8% nas despesas com benefícios (elevações respectivas de 8,3% e 3,5% no valor médio e na quantidade dos beneficiários) e de 11,4% nas receitas, em linha com a elevação da massa salarial.

As receitas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentaram 11,2% e as despesas, 13,6%, em 2013. As receitas representaram 24,4% do PIB e as despesas, 18,9% (aumentos respectivos de 0,2 p.p. e 0,6 p.p. no ano).

As transferências para os governos regionais somaram R\$190,0 bilhões em 2013 (3,9% do PIB), elevando-se 4,7% em relação a 2012. Destacaram-se o aumento de R\$10,0 bilhões nas transferências constitucionais, reflexo da expansão anual de 10,9% na arrecadação do Imposto de Renda; e os recuos de R\$1,1 bilhão na arrecadação da Cide-Combustíveis, devido à redução para zero das alíquotas incidentes sobre a gasolina e sobre o óleo diesel, e nas transferências do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (Fundeb).

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios

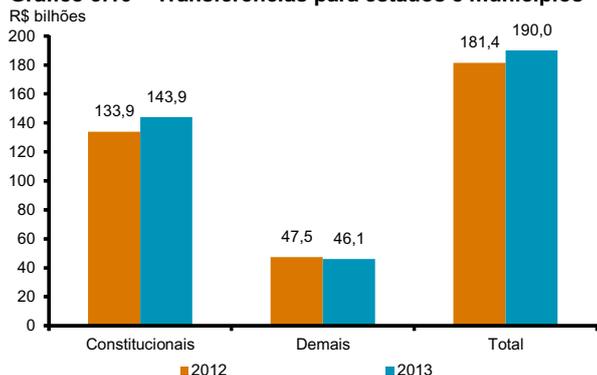


Gráfico 3.17 – Governos regionais: *superavit* primário acumulado em doze meses e dívida líquida

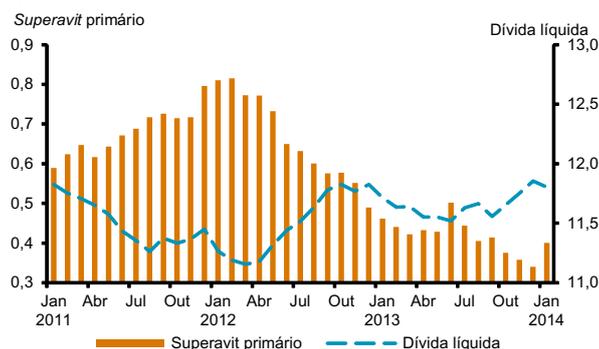
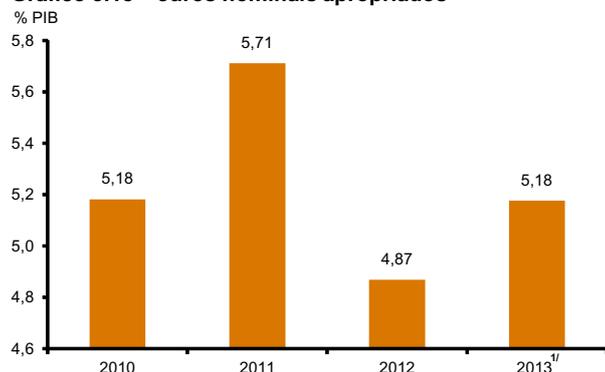


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados



1/ Acumulado em doze meses até dezembro.

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2012		2013		Jan 2014 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	108,9	2,5	157,5	3,3	175,6	3,6
Primário	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-81,0	-1,7
Juros	213,9	4,9	248,9	5,2	256,6	5,3
Fontes	108,9	2,5	157,5	3,3	175,6	3,6
Financiamento interno	131,5	3,0	179,1	3,7	195,1	4,0
Dívida mobiliária	311,4	7,1	113,8	2,4	145,5	3,0
Dívida bancária	-207,7	-4,7	45,7	1,0	39,0	0,8
Outros	27,8	0,6	19,6	0,4	10,6	0,2
Financiamento externo	-22,6	-0,5	-21,6	-0,4	-19,5	-0,4

1/ Acumulado em 12 meses.

O *superavit* primário dos estados e municípios atingiu R\$16,3 bilhões em 2013 (recoo anual de 0,15 p.p. do PIB). 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) atingiram R\$368,2 bilhões e R\$29,3 bilhões, respectivamente, aumentando, na ordem, 11,5% e 8,7% no ano. Em relação às despesas, destacaram-se as elevações respectivas de 18,7% e 28,6% nos gastos com pessoal e encargos e nos investimentos.

O *deficit* primário das empresas estatais somou R\$0,3 bilhão em 2013 (0,01% do PIB), ante *deficit* de R\$2,6 bilhões (0,06% do PIB) em 2012.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$248,8 bilhões em 2013 (5,18% do PIB), aumentando 0,31 p.p. do PIB em relação ao ano anterior.

O *deficit* nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$157,6 bilhões (3,26% do PIB) em 2013, ante 2,48% do PIB em 2012. O financiamento desse *deficit* ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária, da dívida bancária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, sendo neutralizadas, em parte, pela redução no financiamento externo líquido.

Evolução em janeiro de 2014

O *superavit* primário do setor público totalizou R\$19,9 bilhões em janeiro de 2014 (R\$30,3 bilhões em igual mês de 2013), acumulando 1,66% do PIB em doze meses (2,46% do PIB em igual intervalo de 2013).

O Governo Central apresentou *superavit* de R\$12,5 bilhões no mês (R\$26,1 bilhões em janeiro de 2013). A receita bruta do Tesouro Nacional cresceu 4,8% e as despesas, 27,6%, com elevações de 16,3% nos gastos com pessoal e de 32,9% nas despesas com custeio e capital. No âmbito da Previdência Social, as receitas e despesas aumentaram 14,6% e 5,6%, respectivamente, no período.

Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$30,4 bilhões em janeiro (R\$22,6 bilhões em igual mês de 2013), aumento decorrente, em parte, do maior estoque da dívida e do resultado desfavorável nas operações de *swap* cambial (-R\$3,9 bilhões, ante R\$136 milhões em janeiro de

2013). O resultado nominal foi deficitário em R\$10,5 bilhões no mês (*superavit* de R\$7,6 bilhões em janeiro de 2013). Considerados períodos de doze meses, o *deficit* nominal representou 3,63% do PIB em janeiro (aumento de 1,2 p.p. em relação a igual período de 2013).

Operações do Banco Central no mercado aberto

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

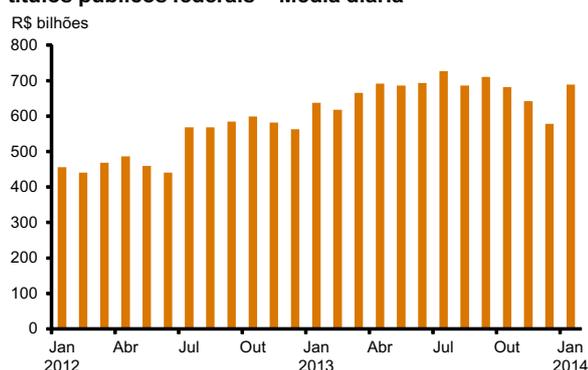


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

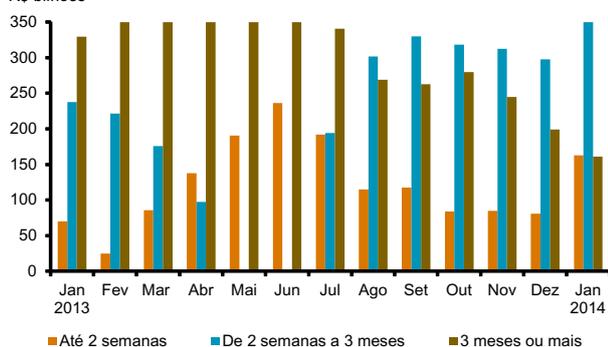
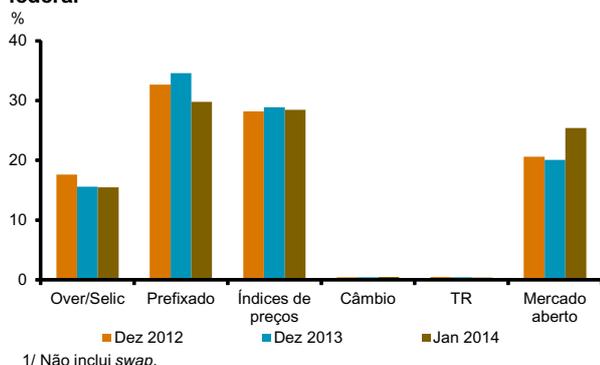


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos de R\$70,1 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, resultado de colocações de R\$81,8 bilhões e resgates de R\$151,9 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$6 bilhões, das quais 98,4% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) e 1,6% com Letras do Tesouro Nacional (LTN). Os resgates antecipados atingiram R\$1,1 bilhão no trimestre (61,3% realizados com NTN-B e 38,7% com LTN).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$689,2 bilhões em janeiro. O aumento de 1,1% em relação à média registrada em outubro resultou de elevações nos saldos médios de operações de prazo inferior a duas semanas (de R\$83,8 bilhões para R\$162,6 bilhões) e de prazo de duas semanas a três meses (de R\$318,3 bilhões para R\$365,6 bilhões), e de redução (de R\$279,5 bilhões para R\$161 bilhões) no saldo médio de operações de prazo de três a sete meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.950 bilhões em janeiro (40,0% do PIB) e recuou 0,56 p.p. do PIB em relação a outubro e 1,37 p.p. do PIB em doze meses. Em bases trimestrais, houve resgates líquidos de R\$43,4 bilhões no mercado primário; incorporação de juros nominais de R\$58,6 bilhões; e impacto de R\$1,1 bilhão da depreciação cambial de 10,2% no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, de títulos indexados a índices de preços e à Selic, de financiamentos do Banco Central, e de títulos prefixados variaram 1,1 p.p., 0,3 p.p., 0,1 p.p. e -1,5 p.p., respectivamente, em relação a outubro. A participação dos títulos indexados à taxa de câmbio não se alterou, no período.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

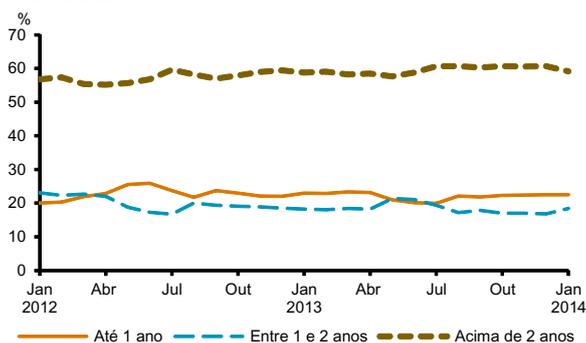


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

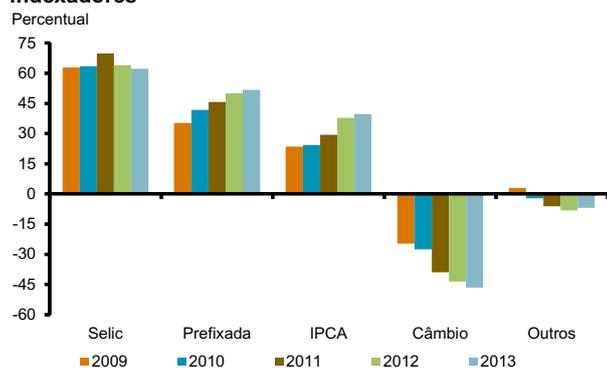
Fatores condicionantes

Discriminação	2012		2013		Jan 2014	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 550 083	35,3	1 626 335	33,6	1 613 203	33,1
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	41 536	-1,1	76 252	-1,7	-13 132	-0,5
Fatores	41 536	0,9	76 252	1,6	-13 132	-0,3
NFSP	108 912	2,5	157 550	3,3	10 478	0,2
Primário	-104 951	-2,4	-91 306	-1,9	-19 921	-0,4
Juros	213 863	4,9	248 856	5,1	30 399	0,6
Ajuste cambial	-56 560	-1,3	-95 923	-2,0	-26 492	-0,5
Dívida interna ^{1/}	-3 171	-0,1	-4 643	-0,1	- 959	0,0
Dívida externa	-53 389	-1,2	-91 280	-1,9	-25 533	-0,5
Outros ^{2/}	-5 011	-0,1	17 600	0,4	2 829	0,1
Reconhecimento						
de dívidas	-5 805	-0,1	-2 427	-0,1	53	0,0
Privatizações	0	0,0	-547	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,1		-3,3		-0,2

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



O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado – exclusive de operações de financiamento – apresentava a seguinte estrutura de vencimentos ao final de janeiro: 17,6% em 2014; 17,8% em 2015; e 64,6% a partir de janeiro de 2016. Naquela oportunidade, títulos vencidos em doze meses representavam 22,5% do total da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida se encontrava em 51,3 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$192,1 bilhões ao final de janeiro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade dos contratos de DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$12 bilhões, no conceito caixa.

Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.626,3 bilhões ao final de 2013 (33,6% do PIB). O recuo de 1,7 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 decorreu de variação de -1,6 p.p. no Governo Central e de -0,1 p.p. nos governos regionais. A DLSP totalizou R\$1.613,2 bilhões (33,1% do PIB) em janeiro de 2014.

A evolução anual da relação DLSP/PIB refletiu contribuições do *superavit* primário (-1,9 p.p.), do crescimento do PIB corrente (-3,3 p.p.), da depreciação cambial de 14,6% no período (-2,0 p.p.), do reconhecimento de ativos (0,1 p.p.), da apropriação de juros nominais (5,1 p.p.) e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,4 p.p.).

As alterações mais significativas na composição da DLSP em 2013 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa de câmbio (-3,0 p.p.) e a índices de preços (1,7 p.p.), e na parcela pré-fixada (1,7 p.p.). As mudanças mais relevantes em janeiro, em relação a dezembro de 2013, ocorreram na parcelas vinculada à taxa Selic (10,7 p.p.) e pré-fixada (-5,8 p.p.).

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.748,0 bilhões (56,8% do PIB) ao final de 2013 e R\$2.830,0 bilhões (58,1% do PIB) em janeiro de 2014. A variação mensal decorreu, principalmente, da sazonalidade das condições de liquidez no período, com reflexo no volume das operações compromissadas.

3.4 Conclusão

A evolução das operações de crédito foi condicionada, no trimestre encerrado em fevereiro, por efeitos sazonais. Nesse contexto, destacaram-se as contratações nas modalidades de curto prazo, ressaltando-se, no entanto, a manutenção do dinamismo no crédito habitacional. Importante enfatizar que as taxas de juros mantiveram trajetória consistente com a evolução da taxa de política monetária, enquanto as taxas de inadimplência situaram-se nos menores níveis históricos.

As receitas do Governo Central cresceram, em 2013 e em janeiro de 2014, em ritmo inferior ao das despesas, trajetória influenciada, em parte, pela recuperação gradual da atividade econômica e por desonerações tributárias implementadas nos últimos anos.

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % trimestral anualizada							
	2012				2013			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB								
Estados Unidos	3,7	1,2	2,8	0,1	1,1	2,5	4,1	2,4
Área do Euro	-0,3	-1,1	-0,6	-2,1	-0,8	1,3	0,6	1,1
Reino Unido	-0,1	-1,7	3,2	-0,5	1,6	3,0	3,4	2,9
Japão	3,5	-1,7	-3,2	0,2	4,5	4,1	1,0	0,7
China ^{1/}	5,7	8,7	8,2	7,8	6,1	7,4	9,1	7,4
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,9	1,9	1,7	1,7	2,3	1,8	2,0	2,6
Área do Euro	-1,1	-2,1	-0,4	-2,1	-0,3	0,6	0,5	0,6
Reino Unido	2,1	1,8	0,6	2,8	4,8	-0,8	4,6	0,5
Japão	1,5	1,7	-1,9	1,8	4,2	2,6	0,8	1,6
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	5,8	4,5	0,3	9,8	-4,6	4,7	4,8	7,3
Área do Euro ^{2/}	-4,2	-7,1	-2,5	-5,3	-6,5	0,7	2,3	4,3
Reino Unido ^{2/}	21,8	-10,7	-8,5	-16,8	2,1	16,4	6,9	10,0
Japão	-8,0	1,8	-7,6	-3,5	-3,7	4,2	0,4	3,0
Investimento residencial								
Estados Unidos	23,0	5,7	14,1	19,8	12,5	14,2	10,3	-8,7
Área do Euro ^{3/}	-1,4	-5,8	-3,0	-6,1	-6,5	1,1	3,4	nd
Reino Unido	-22,2	-14,1	-10,8	1,4	-2,5	46,2	-0,4	-1,1
Japão	-6,4	13,4	7,5	9,6	7,2	3,6	13,9	17,6
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	4,2	3,8	0,4	1,1	-1,3	8,0	3,9	9,4
Área do Euro	3,4	3,6	2,9	-2,2	-3,7	9,7	0,1	4,9
Reino Unido	-6,7	-3,9	12,3	-7,3	0,0	13,2	-10,7	1,7
Japão	11,8	-2,1	-15,2	-11,3	17,9	12,3	-2,7	1,7
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	0,7	2,5	0,5	-3,1	0,6	6,9	2,4	1,5
Área do Euro	-0,0	-0,8	1,2	-3,5	-4,4	6,8	3,9	1,6
Reino Unido	2,7	5,5	2,5	-0,9	-9,2	12,6	3,0	-3,6
Japão	8,1	5,9	-1,5	-7,3	4,5	7,2	10,1	14,7
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-1,4	0,3	3,5	-6,5	-4,2	-0,4	0,4	-5,6
Área do Euro ^{4/}	-1,1	-1,1	-0,7	0,2	1,1	-0,1	1,5	-1,0
Reino Unido ^{4/}	10,3	-5,9	0,5	1,7	-3,0	7,4	2,3	1,3
Japão	10,8	-3,2	0,1	2,5	4,3	8,0	6,4	3,4

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

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

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

A dinâmica da economia global esteve condicionada, no quarto trimestre de 2013, pela desaceleração do PIB dos EUA, Reino Unido e China, e pelo maior ritmo da atividade na Área do Euro.

As taxas de inflação situaram-se, nas principais economias maduras, em patamar inferior à taxa de referência para a política monetária dos respectivos bancos centrais, que mantiveram as taxas básicas de juros nos menores níveis históricos. Em janeiro, os mercados financeiros mostraram maior aversão ao risco, em cenário de divulgação de indicadores mais fracos para a atividade econômica nos EUA e na China, e de aumento das incertezas em relação aos mercados emergentes.

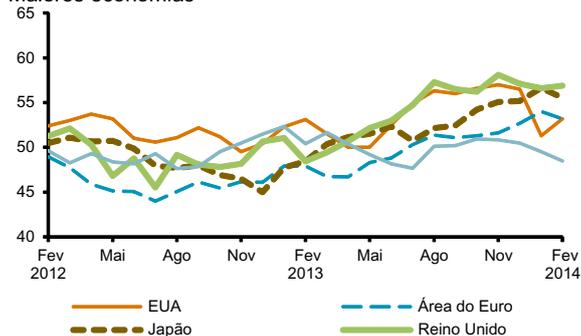
4.1 Atividade econômica

Nos Estados Unidos da América (EUA), a variação anualizada do PIB atingiu 2,4% no quarto trimestre de 2013 (4,1% no terceiro), destacando-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições do consumo das famílias (1,7 p.p.) e dos gastos do governo (-1,1 p.p.). No âmbito externo, os aumentos das exportações (9,4%) e o das importações (1,5%) determinaram contribuição de 1,0 p.p. do setor externo, no período. A produção industrial nos EUA recuou 0,3% em janeiro, em relação ao mês anterior, e o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 78,5%, decréscimo de 0,4 p.p. em relação a dezembro de 2013, quando havia se situado no maior patamar desde junho de 2008. O PMI do setor manufatureiro atingiu 51,3 pontos em janeiro (57 pontos em novembro).

O *Consumer Sentiment Index*, divulgado pela Universidade de Michigan, atingiu 81,2 pontos em fevereiro. A redução de 1,3 ponto em relação a dezembro refletiu, em parte, o menor dinamismo do mercado acionário e o recuo na geração de empregos – foram criados 462 mil postos no trimestre terminado em janeiro (603 mil naquele encerrado em outubro). Apesar desse recuo, a taxa de desemprego atingiu 6,6% em janeiro (7,2% em outubro).

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

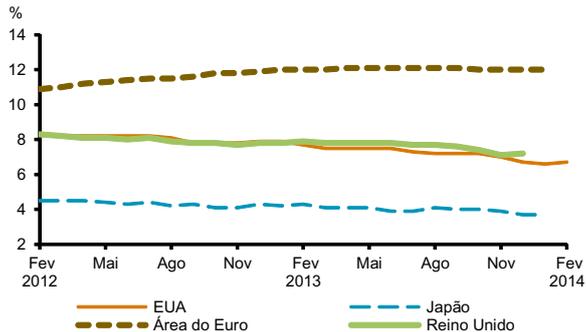
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

A variação anualizada dos gastos pessoais com consumo atingiu 3,3% no quarto trimestre do ano (2,0% no terceiro), a renda pessoal disponível aumentou 0,8%, e a taxa de poupança recuou 0,4 p.p., para 4,3%, no período.

Na área do Euro, a taxa de crescimento anualizada do PIB atingiu 1,1% no quarto trimestre (0,6% no terceiro), com variações de 1,5% na Alemanha, 1,2% na França e 0,3% na Itália. A taxa de desemprego, estável desde outubro, se manteve em 12,0% em janeiro, e o índice de confiança dos consumidores, embora apresentasse recuo mensal de 1 ponto em fevereiro, para -12,7 pontos, mostra tendência de recuperação desde o final de 2012. O PMI composto da região atingiu 53,3 pontos em fevereiro (52,9 pontos em janeiro).

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2,9% no quarto trimestre (3,4% no terceiro), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 3,1% do setor de serviços e de 2,9% da indústria, e, pela ótica da demanda, a contribuição de 1,4 p.p. da formação bruta de capital fixo. A taxa de desemprego situou-se em 7,2% no trimestre encerrado em dezembro (7,6% no terminado em setembro).

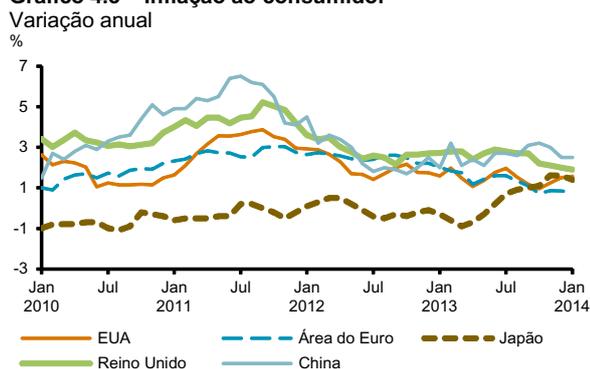
No Japão, o crescimento anualizado do PIB totalizou 0,7% no quarto trimestre de 2013 (1,0% no terceiro), destacando-se a aceleração do consumo privado e a contribuição negativa de 2,5 p.p. do setor externo, resultado de variações de 1,7% das exportações e de 14,7% nas importações. Ressalte-se que a taxa de desemprego atingiu 3,7% em janeiro, menor nível desde julho de 2007, e que o PMI composto se manteve próximo ao pico da série histórica ao longo do trimestre encerrado em janeiro, mês em que a produção industrial e as vendas no varejo avançaram 4,0% e 1,4%, respectivamente, na comparação interanual.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 7,4% no quarto trimestre (9,1% no terceiro). Considerados intervalos de doze meses, o agregado cresceu 7,7% e 7,8%, respectivamente, nos períodos mencionados.

Em dezembro, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram, na ordem, 1,4%, 1,2% e 0,7%. Considerados intervalos de doze meses, os investimentos em ativos fixos aumentaram 17,2%, em dezembro, e as exportações e importações cresceram 10,6% e 10,0%, respectivamente, em janeiro. Nesse mês, o *superavit* da balança comercial somou US\$31,9 bilhões, e o PMI, 50,8 pontos, menor patamar desde julho de 2013.

4.2 Política monetária e inflação

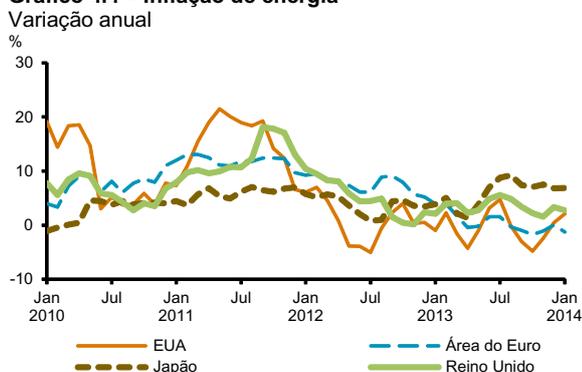
Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



A inflação anual ao consumidor nos EUA atingiu 1,6% em janeiro (1,0% em outubro de 2013), aumento associado, em parte, às elevações nos preços da energia (2,1%) e dos alimentos (1,1%). O núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, variou 1,6% no período de doze meses até janeiro (1,7% em outubro).

O Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve (FOMC) manteve a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. (nesse intervalo desde dezembro de 2008). Na reunião de dezembro de 2013, o *Federal Reserve* (Fed) decidiu pelo início do processo de *tapering*. Dessa forma, as compras mensais de ativos foram reduzidas em USD 10 bilhões em janeiro de 2014, montante reiterado nas reuniões de janeiro e março, projetando compras de USD 55 bilhões a partir de abril de 2014. Adicionalmente, com a taxa de desemprego avizinhando-se de 6,5%, o FOMC julgou necessário, ainda na reunião de março de 2014, atualizar o *forward guidance* de dezembro 2012⁸, asseverando que o atual intervalo para a meta dos *Fed funds* deve manter-se por tempo considerável, inclusive após o término do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing* – QE), especialmente se a projeção para a inflação se mantiver abaixo da meta de longo prazo de 2,0%.

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

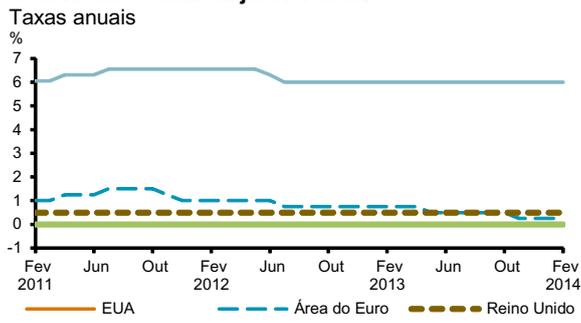


Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,8% em fevereiro, mesmo patamar dos dois meses anteriores. Especificamente, as variações dos preços da energia e dos alimentos (inclusive bebidas alcoólicas e fumo) situaram-se em -1,3% e 1,5%, respectivamente (0,0% e 1,8% em dezembro). O crescimento anual do núcleo do IPCH, que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1% em fevereiro (0,8% em janeiro).

Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas anuais das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) e de depósito (*deposit facility*) nas mínimas históricas de 0,25%, 0,75% e 0,0%, respectivamente. Em conformidade com o *forward guidance* anunciado em agosto de 2013, o BCE destacou que a postura da política monetária permanecerá acomodatória pelo tempo necessário, e que as taxas de juro de referência seguirão

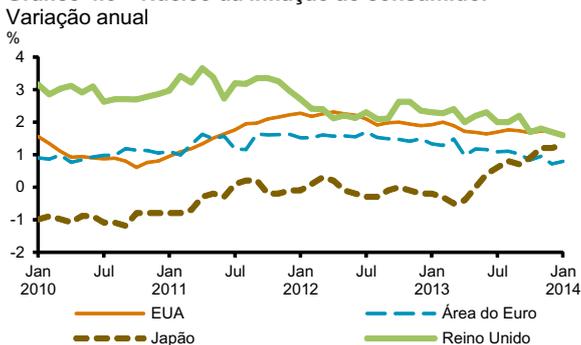
8/ A diretiva previa níveis excepcionalmente reduzidos para a taxa dos *Fed funds* pelo menos enquanto a taxa de desemprego se situasse acima de 6,5%, a inflação projetada para o deflator das Despesas Pessoais de Consumo (DPC) no horizonte entre um e dois anos não ultrapassasse 2,5%, e as expectativas de inflação de longo prazo continuassem bem ancoradas.

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



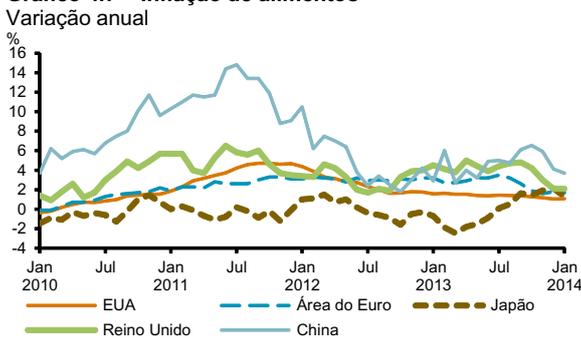
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

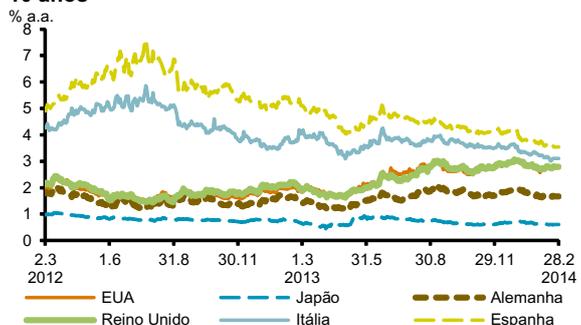
Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

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

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



Fonte: Bloomberg

nos atuais patamares, ou abaixo deles, por um período ainda prolongado.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 1,9% em janeiro (primeira vez, em quatro anos, abaixo da meta oficial de 2,0%), com a inflação de alimentos situando-se em 2,7% e a de energia, em 2,8%. O núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, cresceu 1,6% no período, menor taxa desde junho de 2009.

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve a taxa de juro que remunera a reserva dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. (mesmo nível desde março de 2009), e o programa de compra de ativos financiado pela emissão de reservas bancárias em £375 bilhões. O BoE esclareceu, em fevereiro, que a trajetória prevista de elevação gradual da *Bank rate* está condicionada à eliminação do hiato do produto no horizonte de dois a três anos, desde que a taxa de inflação se mantenha próxima à meta. Além disso, indicou que, encerrado o processo de normalização, a taxa oficial deve situar-se em patamar inferior a 5,0%, nível médio prevalecente antes da crise financeira de 2008; e que pretende manter o programa de compras de ativos no montante atual, pelo menos até a primeira elevação da *Bank rate*.

No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,4% em janeiro (1,6% em dezembro). Em janeiro, a inflação anual de alimentos situou-se em 1,3%; a de energia, em 6,9%; e a variação anual do núcleo dos preços ao consumidor (exclui alimentos), em 1,3%, maior patamar desde outubro de 2008 (1,9%).

O Banco do Japão (BoJ), no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, ratificou o objetivo de ampliação da base monetária, entre ¥60 e ¥70 trilhões ao ano, e manteve as diretrizes da política de compra de ativos. Em reunião de 18 de fevereiro, o BoJ anunciou a duplicação da magnitude e a extensão por mais um ano das linhas de provisão de fundos para empréstimos *Stimulating Bank Lending Facility* e *Growth-Supporting Funding Facility*.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,5% em janeiro, com os preços de alimentos elevando-se 3,7% e os de produtos não alimentícios, 1,9%. Nesse contexto, o Banco do Povo da China (BPC) conservou a taxa de política monetária em 6,0% e a de recolhimento compulsório em 18% e 20%, respectivamente, para pequenos e grandes bancos.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)

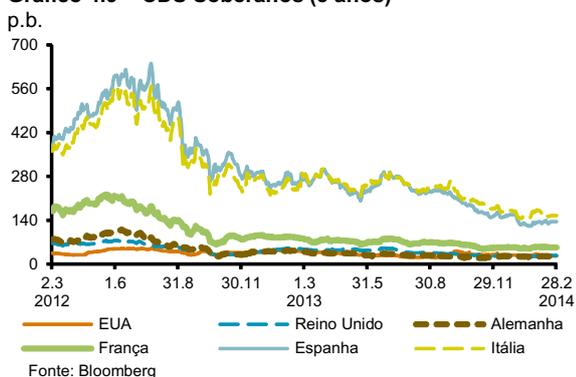


Gráfico 4.10 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)

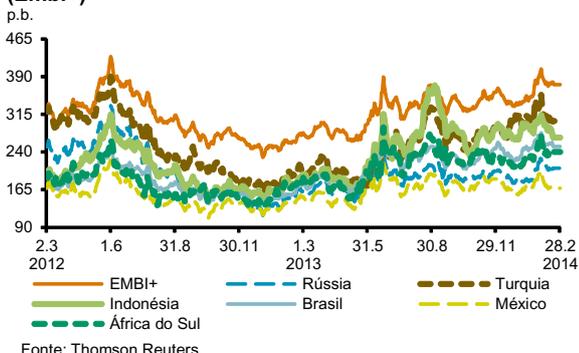


Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
2.03.2012 = 100

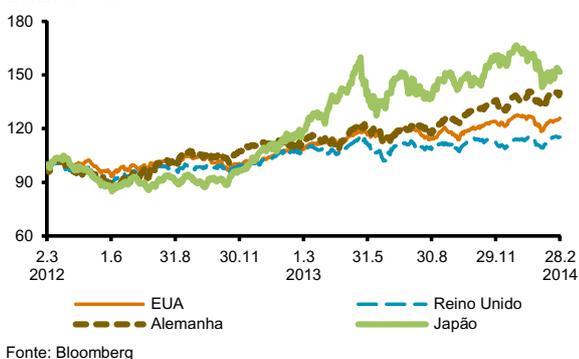
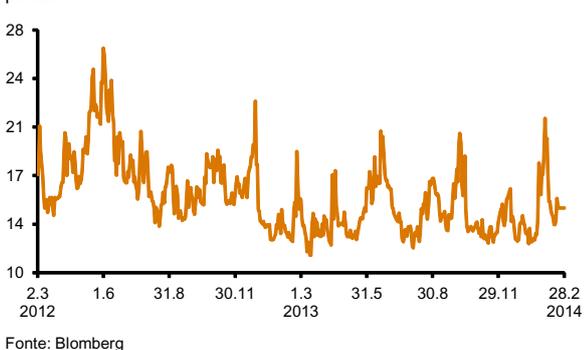


Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade
pontos



Os retornos anuais de títulos soberanos de dez anos do Reino Unido, EUA, Alemanha e Japão atingiram 2,70%, 2,66%, 1,60% e 0,59%, respectivamente, ao final de fevereiro (2,77%, 2,74%, 1,69% e 0,61% ao final de novembro). O recuo nas taxas refletiu, em parte, o aumento da demanda por esses papéis, sobretudo pelos norte-americanos, no ambiente de maior aversão ao risco que prevaleceu após a divulgação de indicadores mais fracos de atividade econômica nos EUA e na China, e de aumento das incertezas em relação a algumas economias emergentes.

Os indicadores de risco soberano (*Credit Default Swaps – CDS*) da França, EUA, Reino Unido e Alemanha atingiram, na ordem, 52,5 p.b., 27,4 p.b., 26,1 p.b. e 23,5 p.b. ao final de fevereiro, variando 1,0 p.b., -0,4 p.b., -3,0 p.b. e 0,8 p.b., respectivamente, no trimestre. Os CDS da Itália (151 p.b.) e da Espanha (129,4 p.b.) recuaram, na ordem, 27,1 p.b. e 23,9 p.b. no período.

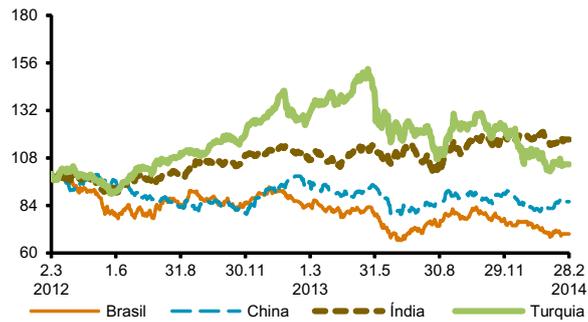
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) totalizou 360 p.b. ao final de fevereiro, aumentando 1 p.b. em relação ao final de novembro). Houve reduções nos indicadores da Indonésia (25,0 p.b.), África do Sul (16,0 p.b.) e México (15,0 p.b.), que encerraram o período em 261 p.b., 221 p.b. e 171 p.b., respectivamente; aumentos nos indicadores da Turquia (16,0 p.b.) e da Rússia (13,0 p.b.), para, na ordem, 305 p.b. e 215 p.b.; e estabilidade, em 247, p.b., no Embi do Brasil.

Os indicadores dos principais mercados acionários valorizaram no trimestre encerrado em fevereiro de 2014, na comparação com o anterior, a despeito do recuo verificado em janeiro. Ocorreram elevações nos índices *FTSE Milano Italia Borsa Index* (FSTE MIB), da Itália (7,5%); *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido (2,4%); *Índice Bursatil Español* (IBEX 35), da Espanha (2,8%); *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha (3,0%); e *Dow Jones*, dos EUA (1,5%); e recuo de 5,2% no índice *Nikkei 225*, do Japão.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500) dos EUA, cresceu 2,5% no trimestre encerrado em fevereiro, na comparação com o anterior. Ressalte-se que o indicador refletiu a reversão do otimismo nos mercados financeiros observada na segunda

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

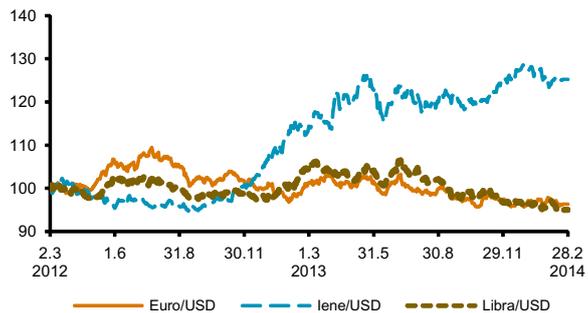
2.03.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

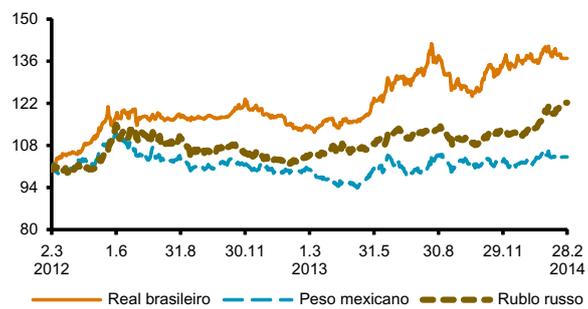
2.3.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de economias emergentes versus Dólar dos EUA (USD)

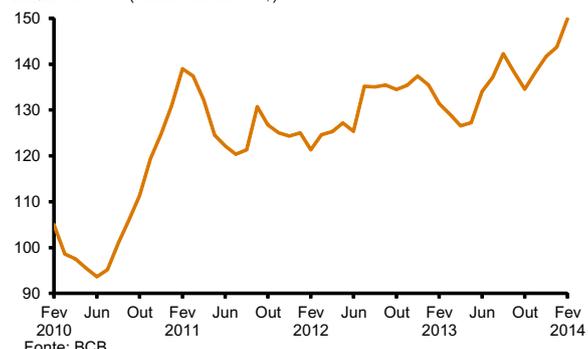
2.3.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

metade de janeiro, oscilando de 12,1 pontos, em 10 de janeiro, para 21,4 pontos, em 3 de fevereiro, e 14,0 pontos, ao final do trimestre.

Os mercados acionários de importantes economias emergentes registraram perdas no trimestre encerrado em fevereiro, comparativamente ao anterior, destacando-se os recuos nos índices *Istanbul National 100 Index*, da Turquia (17,4%); *Ibovespa*, do Brasil, (9,3%); e *Shanghai Composite*, da China (7,4%). O índice *Sensex*, da Índia, elevou-se 1,6% no período.

O dólar dos EUA depreciou, no trimestre encerrado em fevereiro na comparação com o anterior, em relação à libra esterlina (2,2%), euro (1,6%) e iene (0,6%). Em relação a moedas de economias emergentes, ressaltam-se as apreciações do dólar em relação ao peso chileno (1,2%), ao rand sul-africano (5,2%), ao rublo russo (8,9%), à lira turca (10,8%) e ao peso argentino (28,2%). A cotação do dólar recuou, no trimestre, em relação às moedas do Brasil (0,7%), Índia (0,7%) e Indonésia (2,5%).

4.4 Commodities

A média mensal do índice *Standard & Poor's Goldman Sachs Spot* cresceu 4,1% em fevereiro, em relação a novembro, resultado de variações respectivas de 0,23%, 1,48% e 4,84% nos segmentos de *commodities* metálicas, agrícolas e energéticas. O Índice de *Commodities – Brasil (IC-Br)*, calculado pelo Banco Central, variou 8,4% na mesma base de comparação, com aumentos respectivos de 3,3%, 9,5%, e 9,3% nos segmentos mencionados. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 5,9% em relação ao trimestre encerrado em novembro, evolução associada, em parte, à depreciação do real frente ao dólar.

A evolução trimestral dos preços das *commodities* agrícolas refletiu, em parte, restrições pontuais de oferta, em especial, em fevereiro. Destacaram-se os aumentos nos preços do café, influenciado pela estiagem no Brasil; do milho, cujo aumento no consumo refletiu a maior competitividade do preço desta *commodity* em relação aos de outros grãos; e da soja, em parte explicado por problemas climáticos em regiões produtoras do Brasil; do algodão, evidenciando perspectivas de aumento da demanda global; e do boi gordo e porco, impactados pela redução nos rebanhos nos EUA. A cotação do trigo, consistente com as boas condições de oferta global, recuou no trimestre, a despeito do inverno

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

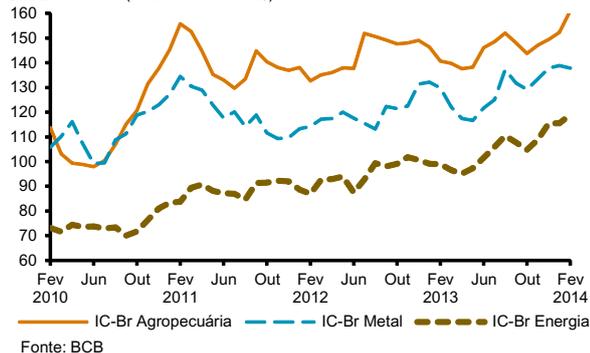
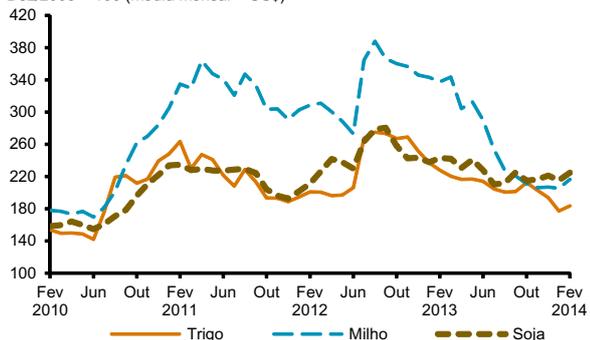


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

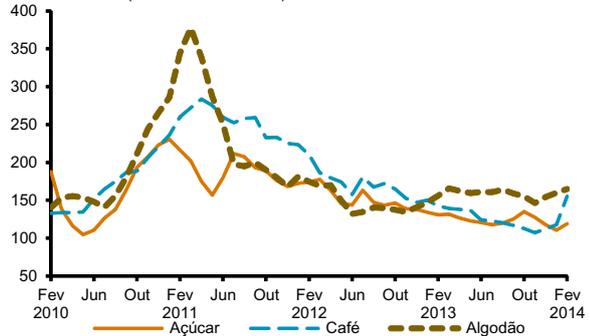
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

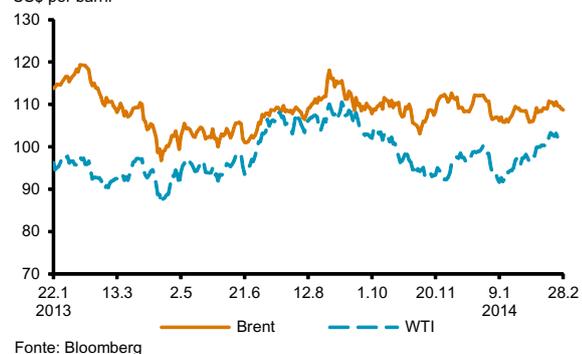
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

rigoroso nos EUA. Nesse cenário, de acordo com o índice *S&P Goldman Sachs*, os preços médios do café, algodão, milho, soja, trigo e açúcar variaram, na ordem, 44,8%, 12,7%, 5,2%, 4,0%, -9,4% e -6,6%, no trimestre.

Os preços das *commodities* metálicas, após recuo em janeiro, reflexo de incertezas sobre o crescimento da economia chinesa e da maior aversão ao risco nos mercados financeiros, se recuperaram em fevereiro, em cenário de depreciação do dólar e aumento do otimismo em relação ao crescimento global. Nesse contexto, as cotações médias mensais de alumínio, cobre, chumbo, níquel e zinco variaram, na ordem, -3,1%, 0,5%, 0,7%, 3,5% e 7,4% no trimestre encerrado em fevereiro.

Segundo o *Metal Bulletin*, a média mensal da cotação do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou 10,2%, para US\$122,85, no trimestre. A evolução refletiu, em parte, o aumento das incertezas em relação ao crescimento da economia chinesa e as expectativas de crescimento da oferta para os próximos meses.

A média mensal da cotação do petróleo tipo *Brent* variou 0,7% no trimestre encerrado em fevereiro, com as expectativas de aumento da demanda global sendo contrabalançadas pelas estimativas de expansão da oferta, em especial nos EUA. A cotação do óleo tipo WTI, evidenciando o impacto do inverno rigoroso nos EUA, aumentou 7,3% no período.

4.5 Conclusão

O PIB das principais economias desenvolvidas cresceu moderadamente no quarto trimestre de 2013, em ambiente de inflação abaixo da tendência e de políticas monetárias acomodáticas. Ressalte-se, no mesmo período, a desaceleração da atividade econômica na China.

O mercado cambial – em ambiente de redução da liquidez global – operou com elevada volatilidade nos meses recentes, em especial nos mercados emergentes. Ressalte-se, no entanto, que o anúncio, em 18 de dezembro, do início do processo de redução do volume de compras de ativos (*tapering*) por parte do Fed, em janeiro de 2014, repercutiu modestamente nos mercados financeiros, sugerindo que parte de seus efeitos havia sido antecipada pelos agentes, ou seja, havia sido incorporada aos preços.

O *deficit* da balança comercial aumentou 16,2% nos dois primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013, refletindo, em parte, o comportamento das exportações. No mesmo período, as despesas líquidas de serviços cresceram 0,7%, enquanto rendas decresceram 3,2%. O *deficit* em transações correntes, embora aumentasse 6,2% no período, totalizou 3,69% do PIB no intervalo de doze meses encerrado em fevereiro de 2014, mantendo-se nesse patamar desde outubro de 2013.

Os ingressos relativos a investimentos estrangeiros líquidos diretos e a outras modalidades de captação relevantes aumentaram no primeiro bimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2013.

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013			2014	
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev
Comercial	0,7	-4,1	11,1	-2,1	-0,5
Exportação	15,6	30,5	232,9	15,7	34,8
Importação	14,9	34,5	221,8	17,8	35,4
Financeiro ^{1/}	-0,8	1,6	-23,4	0,3	0,3
Compras	26,8	58,0	451,7	34,2	77,5
Vendas	27,6	56,4	475,1	33,9	77,2
Saldo	-0,1	-2,5	-12,3	-1,9	-0,2

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

O *deficit* do mercado de câmbio contratado somou US\$246 milhões no primeiro bimestre de 2014 (*deficit* de US\$2,5 bilhões no período correspondente de 2013). Houve *deficit* de US\$537 milhões no segmento comercial (*deficit* de US\$4,1 bilhões em igual período de 2013), com variações respectivas de 14,3% e 2,4% nas contratações de exportações e de importações; e ingressos líquidos de US\$291 milhões no segmento financeiro (US\$1,6 bilhão no primeiro bimestre de 2013), com elevação de 33,7% nas compras e de 36,9% nas vendas de moeda estrangeira.

As operações do Banco Central no mercado de câmbio, nos dois primeiros meses de 2014, resultaram em liquidações de US\$2,5 bilhões de operações de linha com recompra, cujo estoque passou de US\$17 bilhões, em dezembro, para US\$14,5 bilhões, em fevereiro. A posição vendida dos bancos, que reflete operações com clientes e com o Banco Central, passou de US\$18,1 bilhões, ao final de 2013, para US\$18,6 bilhões, em fevereiro de 2014.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Exportação	31 516	31 960	1,4
Importação	36 835	38 143	3,6
Saldo	-5 319	-6 183	-16,2
Corrente de comércio	68 351	70 104	2,6

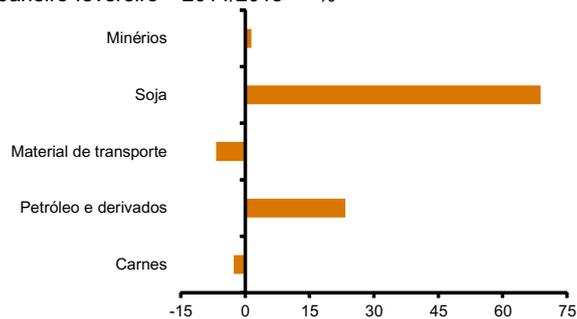
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	787,9	761,0	-3,4
Básicos	340,0	334,9	-1,5
Industrializados	427,2	401,2	-6,1
Semimanufaturados	119,9	111,2	-7,2
Manufaturados	307,4	290,0	-5,6
Operações especiais	20,7	24,9	20,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-fevereiro – 2014/2013^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

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

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	920,9	908,2	-1,4
Bens de capital	202,2	196,7	-2,7
Matérias-primas	392,7	389,9	-0,7
Bens de consumo	149,0	157,4	5,6
Duráveis	74,1	84,4	14,0
Automóveis de passageiros	24,8	25,1	1,1
Não duráveis	75,0	73,0	-2,6
Combustíveis e lubrificantes	176,9	164,2	-7,2
Petróleo	58,2	64,4	10,5
Demais	118,7	99,8	-15,9

Fonte: MDIC/Secex

9/ A redução nas importações de combustíveis e lubrificantes reflete, em grande parte, a elevada base de comparação decorrente de postergação, para 2013, dos registros de compras externas desses produtos realizadas em 2012.

5.2 Comércio de bens

O *deficit* da balança comercial atingiu US\$6,2 bilhões nos dois primeiros meses de 2014, elevando-se 16,2% em relação ao mesmo período de 2013. As exportações aumentaram 1,4% e as importações, 3,6%, totalizando US\$32 bilhões e US\$38,1 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$70,1 bilhões (aumento de 2,6% no bimestre).

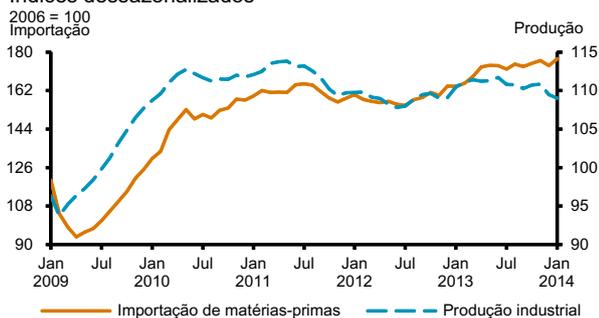
As exportações médias diárias recuaram 3,4% no primeiro bimestre de 2014 em relação a igual período de 2013. Ocorreram reduções nas vendas de bens semimanufaturados (7,2%); manufaturados (5,6%); e básicos (1,5%), que representaram, na ordem, 14,6%, 38,1% e 44% das exportações totais no bimestre (15,2%, 39% e 43,2% no primeiro bimestre de 2013). A menor participação de produtos manufaturados se deveu, em grande parte, à aplicação de cotas de importações, pela Argentina, no comércio de automóveis, com vigência a partir de primeiro de janeiro de 2014. O recuo na participação dos embarques de produtos básicos refletiu, em parte, a redução nas exportações de milho em grão.

A média diária das importações recuou 1,4% no primeiro bimestre de 2014, em relação a igual intervalo de 2013. Ocorreram reduções nas aquisições de combustíveis e lubrificantes (7,2%)⁹, bens de capital (2,7%), bens de consumo não duráveis (2,6%) e matérias-primas (0,7%), e elevação de 14% nas compras de bens de consumo duráveis. A representatividade das importações dessas categorias de uso no total importado no bimestre atingiu, na ordem, 18,1%, 21,7%, 8%, 42,9% e 9,3% (variações respectivas de -1,1 p.p., -0,3 p.p., -0,1 p.p., 0,3 p.p. e 1,3 p.p. em relação ao primeiro bimestre de 2013).

A corrente de comércio brasileira apresentou redução generalizada em comparação ao primeiro bimestre de 2013, exceto em relação à Ásia. Destacaram-se os recuos nas transações com o Mercosul (14,4%), União Europeia (9,2%) e demais países da América Latina e Caribe (4,1%). O comércio bilateral com a Ásia aumentou 9,7% no período, com crescimentos respectivos de 16,9% e 2,8% nas transações com a China e com os demais países do continente.

A Ásia manteve-se como principal destino das exportações brasileiras (31% do total), seguindo-se América Latina e Caribe (21,3%), União Europeia (18,5%) e EUA (12,4%).

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



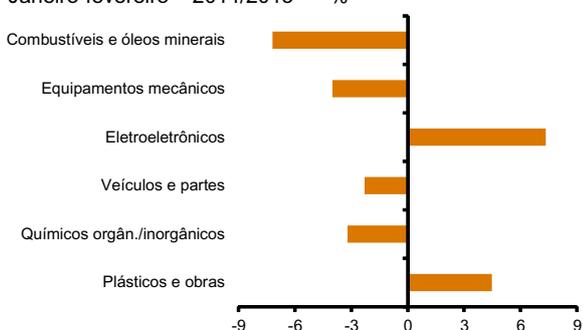
Fontes: Funcex e IBGE

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-fevereiro – 2014/2013^{1/} – %

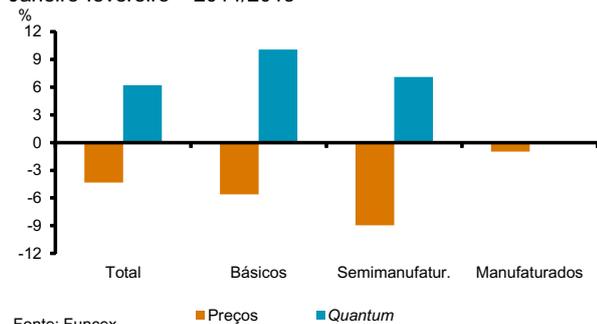


Fonte: MDIC/Secex

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

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-fevereiro – 2014/2013



Fonte: Funcex

Essas participações variaram 3,9 p.p., -0,7 p.p., -1,9 p.p. e 1,2 p.p., no período. Especificamente sobre o comércio com países da América Latina e Caribe, o recuo foi determinado, primordialmente, pela retração nas exportações de manufaturados, em especial de automóveis para a Argentina.

China (18,3% do total), EUA (15,2%), Alemanha (6,0%) e Argentina (5,4%) foram os principais mercados de origem das importações brasileiras no bimestre, com variações respectivas de 2,1 p.p., -0,7 p.p., 0 p.p. e -1,9 p.p. em relação aos dois primeiros meses de 2013.

O aumento de 1,4% nas exportações no primeiro bimestre de 2014, em relação a igual período do ano anterior, resultou, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de variações de -4,3% nos preços e 6,2% no *quantum*. Ocorreram reduções nos preços em todas as categorias de fator agregado, destacando-se as observadas em bens semimanufaturados (9%) – em parte explicada pela retração nas cotações internacionais de açúcar em bruto – e em produtos básicos (3,3%) – em parte devido a reduções nas cotações de minério de ferro, complexo de carnes e milho. Os volumes exportados de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados variaram 10,1%, 7,1% e 0,1%, respectivamente, no período.

Na mesma base de comparação, o crescimento de 3,6% no valor das importações refletiu variações de 6,3% no *quantum* e -2,6% nos preços, destacando-se os aumentos respectivos de 13,3% e 2,5% nas quantidades importadas de matérias-primas e de bens de consumo não-duráveis, e as reduções de 2,5% nas de bens de capital e de 1,2% nas de combustíveis e lubrificantes. Em relação aos preços, ressaltam-se os recuos nas categorias de matérias-primas (5,1%) e de combustíveis e lubrificantes (0,4%), e as elevações nas de bens de consumo não duráveis (3,3%) e duráveis (0,8%).

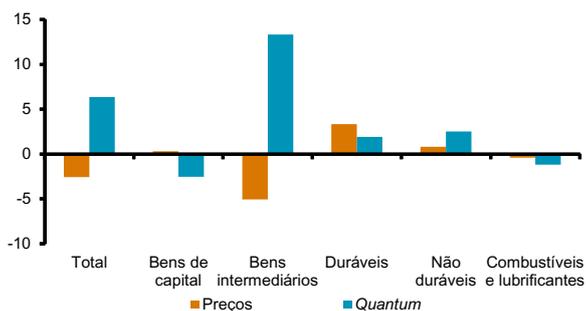
5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$81,4 bilhões em 2013, US\$19 bilhões nos dois primeiros meses de 2014 (US\$17,9 bilhões em igual período de 2013) e US\$82,5 bilhões em doze meses até fevereiro (equivalentes a 3,69% do PIB).

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,8 bilhões no período, elevação de 0,7% em relação ao

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-fevereiro – 2014/2013



Fonte: Funcex

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2013	2014	Var. %	2013	2014	Var. %	2013	2014
Total	788	761	-3,4	921	908	-1,4	-133	-147
A.Latina e Caribe	173	162	-6,3	159	138	-13,6	14	25
Mercosul-5 ^{1/}	100	92	-8,4	84	66	-21,5	17	26
Argentina	67	56	-16,0	68	49	-26,9	-0	7,1
Demais	33	35	7,0	16	16	1,3	17	19
Demais	73	71	-3,4	76	72	-4,8	-2	-1
EUA ^{2/}	88	94	7,4	147	138	-5,7	-59	-44
UE	161	141	-12,4	197	184	-6,5	-36	-43
Europa Oriental	16	14	-8,5	9	10	8,1	6,1	4
Oriente Médio	44	38	-13,6	29	32	10,9	14	5
Ásia	214	236	10,4	290	316	9,1	-76	-80
China	95	120	25,5	149	166	11,4	-54	-47
Outros	118	116	-1,7	140	150	6,7	-22	-33
África	45	36	-18,3	51	58	12,7	-7	-21
Demais	48	39	-19,4	39	32	-17,3	10	7

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	2013			2014		
	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,6	-17,9	-81,4	-7,4	-19,0	-80,0
Balança comercial	-1,3	-5,3	2,6	-2,1	-6,2	8,0
Exportações	15,5	31,5	242,2	15,9	32,0	253,0
Importações	16,8	36,8	239,6	18,1	38,1	245,0
Serviços	-3,1	-6,8	-47,5	-3,5	-6,8	-51,2
Transportes	-0,6	-1,4	-9,8	-0,7	-1,4	-11,1
Viagens internacionais	-1,2	-2,8	-18,6	-1,3	-2,8	-18,5
Computação e informação	-0,5	-1,0	-4,5	-0,4	-0,7	-5,1
Aluguel equipamentos	-1,3	-2,8	-19,1	-1,5	-3,1	-21,0
Demais	0,5	1,3	4,4	0,4	1,2	4,5
Rendas	-2,7	-6,5	-39,8	-2,0	-6,3	-39,9
Juros	-0,5	-2,3	-14,2	-0,7	-2,6	-13,4
Lucros e dividendos	-2,2	-4,2	-26,0	-1,3	-3,8	-27,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,6
Transferências correntes	0,5	0,7	3,4	0,1	0,3	3,1

1/ Projeção.

primeiro bimestre de 2013. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos cresceram 8,3%, enquanto as referentes a viagens internacionais retraíram 1,4%. Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$4 bilhões e US\$1,2 bilhão, no bimestre, recuando 3% e 6,5% em relação a igual intervalo de 2013.

As despesas líquidas com transportes atingiram US\$1,4 bilhão no primeiro bimestre, recuo de 1,1% em relação a igual período de 2013. As despesas líquidas com serviços de computação e informação somaram US\$712 milhões (recuo de 30,1% no período).

As saídas líquidas relativas às despesas de juros totalizaram US\$2,6 bilhões (elevação de 10,4% no bimestre), resultado de pagamentos de juros ao exterior de US\$3,2 bilhões e de receitas de US\$671 milhões (estabilidade e recuo de 23,8%, respectivamente). As receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais recuaram 20,7%, para US\$481 milhões, no bimestre.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$3,8 bilhões no bimestre (decréscimo de 10,8% em relação a igual período de 2013). As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 54,4% e 44,2% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com destaque para os segmentos bebidas, eletricidade e gás e serviços financeiros. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$25,6 bilhões em fevereiro, dos quais US\$19,2 bilhões referentes a Investimentos Estrangeiros Diretos (IED).

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$286 milhões no bimestre, redução de 58,7% em relação a igual intervalo de 2013. Os ingressos líquidos para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias nos principais destinos de emigrantes brasileiros, recuaram 38,3% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$21,4 bilhões nos dois primeiros meses do ano, com retornos líquidos de investimentos brasileiros diretos no exterior atingindo US\$456 milhões (US\$21 bilhões e aplicações

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,6	-17,9	-81,4	-7,4	-19,0	-80,0
Balança comercial	-1,3	-5,3	2,6	-2,1	-6,2	8,0
Exportações	15,5	31,5	242,2	15,9	32,0	253,0
Importações	-16,8	-36,8	-239,6	-18,1	-38,1	-245,0
Serviços e Rendas	-5,8	-13,3	-87,3	-5,4	-13,1	-91,1
Viagens	-1,2	-2,8	-18,6	-1,3	-2,8	-18,5
Juros	-0,5	-2,3	-14,2	-0,7	-2,6	-13,4
Lucros e dividendos	-2,2	-4,2	-26,0	-1,3	-3,8	-27,0
Demais	-1,9	-3,9	-28,4	-2,1	-4,0	-32,2
Transferências	0,5	0,7	3,4	0,1	0,3	3,1
Conta capital e finan.	8,0	21,2	74,6	7,6	21,6	100,5
Conta capital	0,1	0,2	1,2	-	0,1	1,4
Investim. brasileiros ^{2/}	-5,1	-1,0	-45,0	-1,6	2,1	-11,6
Investim. estrang.	13,4	22,0	100,4	8,3	16,7	85,6
IED	3,8	7,5	64,0	4,1	9,2	63,0
Ações totais ^{3/}	1,6	5,2	11,6	-0,4	-1,0	5,0
Títulos no país	0,9	1,0	25,4	3,2	5,9	15,0
Emprést. e tít. LP	2,8	3,5	-0,5	1,4	2,6	2,6
Títulos públicos	-0,1	-0,2	0,5	-0,6	-0,7	-1,1
Títulos privados	-0,6	-0,5	-2,9	-0,1	0,7	-
Empréstimos dir.	3,8	5,0	0,6	1,5	1,8	-
Demais ^{4/}	-0,4	-0,8	1,2	0,5	0,9	3,7
Emprést. e tít. CP	4,3	4,7	-0,2	-	-	-
Demais ^{5/}	-0,3	-	18,1	0,8	2,6	25,1
Erros e omissões	0,4	-	0,8	-	0,6	-
Ativos de reserva	-1,9	-3,2	5,9	-0,2	-3,1	-20,5
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-5,1	-3,6		-5,5	-3,6
IED / PIB (%)		2,1	2,9		2,6	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.

Este box apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2014. O exercício considera dados divulgados desde o Relatório de Inflação de dezembro; atualização do cenário para a economia brasileira e internacional; e estatísticas mais recentes do estoque do endividamento externo do país e do serviço da dívida.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2014 foi elevada de US\$78 bilhões (3,53% do PIB), para US\$80 bilhões (3,60% do PIB). A estimativa para o *superavit* comercial recuou de US\$10 bilhões para US\$8 bilhões, reflexo de redução de US\$2 bilhões, para US\$253 bilhões, na projeção das exportações, e estabilidade, em US\$245 bilhões, na estimativa das importações. O *superavit* projetado considera elevações anuais de 4,5% nas exportações e de 2,2% nas importações.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2014 passou de US\$51,7 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$51,2 bilhões, destacando-se a redução de US\$500 milhões, para US\$18,5 bilhões, no *deficit* da conta viagens. A estimativa para despesas líquidas com aluguel de equipamentos foi mantida em US\$21 bilhões e a projeção para despesas líquidas com transportes reduzida em US\$100 milhões, para US\$11,1 bilhões. Dessa forma, a estimativa para as despesas líquidas dos três principais itens da conta de serviços em 2014 decresceram, em conjunto, US\$600 milhões, para US\$50,6 bilhões.

A projeção das despesas líquidas com juros, considerado o cronograma da posição de dívida externa em dezembro de 2013, aumentou US\$0,5 bilhão, para US\$13,4 bilhões, e a das despesas com lucros e dividendos foi mantida em US\$27 bilhões. As estimativas de receitas líquidas referentes a transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes, ficaram inalteradas (US\$3,1 bilhões).

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,9	-18,5	-84,8	-7,7	-19,5	-83,5
Capitais (líquido)	10,2	19,3	74,7	4,6	14,9	90,1
Inv. Estrangeiro Direto	3,8	7,5	64,0	4,1	9,2	63,0
Inv. Estrangeiro carteira	2,5	6,2	34,4	2,5	4,2	20,0
Empréstimos MLP	3,3	4,5	-1,0	0,9	1,8	2,5
Crédito comerciais	4,0	5,0	19,0	1,5	3,7	27,3
Bancos	3,8	3,8	-1,9	0,5	0,7	-
Demais	0,2	1,2	21,0	0,9	2,9	27,1
Inv. brasileiro no exterior	-3,4	-2,8	-40,9	-4,2	-4,5	-22,0
Demais	0,0	-1,0	-0,9	-0,1	0,5	-0,7
Hiato financeiro	3,3	0,8	-10,1	-3,1	-4,6	6,6
Compras líquidas BCB	- 2	-2,7	11,5	-	-2,5	-17,0
Depósitos de bancos	-1,7	1,9	-1,5	3,1	7,1	10,4

1/ Projeção.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2014 aumentou US\$3,3 bilhões, para US\$99,1 bilhões. As projeções para investimentos brasileiros diretos (IBD) foram revistas, de saídas líquidas de US\$7 bilhões para zero. A modificação se concentrou nos empréstimos intercompanhia. Nesse sentido, espera-se maior volume de desembolsos por filiais no exterior às matrizes no Brasil. A projeção de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) foi mantida em US\$63 bilhões. Dessa forma, portanto, os IED continuarão financiando a maior parcela do *deficit* projetado para as transações correntes.

No âmbito de investimentos em carteira, a projeção para ingressos líquidos em ações foi reduzida de US\$10 bilhões, no Relatório anterior, para US\$5 bilhões. Por sua vez, a estimativa para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em renda fixa no país passou de US\$10 bilhões para US\$15 bilhões. Essas alterações consideraram, entre outros, os valores ocorridos no primeiro bimestre deste ano e no início de março. A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior permaneceu em 100%.

O resultado líquido das operações de linha com recompra efetuadas pelo Banco Central, referenciado na posição de dezembro de 2013 (US\$17 bilhões), atingiu US\$14,5 bilhões, em virtude de compras líquidas de US\$2,5 bilhões, no primeiro bimestre de 2014. Considerada a estimativa de *superavit* de US\$6,6 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, os ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, devem ser reduzidos em US\$10,4 bilhões no ano.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	8,0	21,0	73,4	7,6	21,4	99,1
Investimentos diretos	3,0	6,4	67,5	4,7	9,7	63,0
Brasileiros no exterior	-0,8	-1,1	3,5	0,6	0,5	-
Estrangeiros no país	3,8	7,5	64,0	4,1	9,2	63,0
Participação	2,3	5,0	41,6	3,3	6,8	48,0
Intercompanhias	1,5	2,5	22,4	0,9	2,4	15,0
Investimentos em carteira	1,6	4,4	25,7	2,3	6,2	20,0
Ativos	-0,3	-1,2	-9,0	0,1	1,3	-
Passivos	1,9	5,5	34,7	2,2	4,9	20,0
Derivativos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Outros investimentos	3,4	10,3	-19,9	0,6	5,5	16,1
Ativos	-4,0	1,3	-39,6	-2,2	0,4	-13,5
Passivos	7,4	9,0	19,6	2,8	5,1	29,6

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	4,1	7,0	41,0	3,6	8,7	25,9
Bônus públicos	-	-	4,1	-	-	-
Títulos privados	0,1	0,5	9,1	0,4	1,4	6,9
Empréstimos dir.	4,1	6,5	27,8	3,1	7,3	19,0
Empréstimos CP ^{2/}	4,3	4,7	-0,2	-	-	-
Títulos CP (líq.)	-	-	-	-	-	-
Portfolio no país (líq.)	2,5	6,3	37,2	2,8	5,7	20,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	477%	276%	94%	171%	139%	100%
Títulos	9%	52%	76%	89%	192%	100%
Empréstimos dir.	1836%	430%	102%	196%	132%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

líquidas de US\$1,1 bilhão, respectivamente, em igual intervalo de 2013).

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$9,2 bilhões no período, dos quais US\$6,8 bilhões direcionados a aumento de participação em capital de empresas e US\$2,4 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$65,8 bilhões em fevereiro (equivalentes a 2,94% do PIB).

Os retornos líquidos de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$1,3 bilhão (aplicações líquidas de US\$1,2 bilhão nos dois primeiros meses de 2013), ressaltando-se as vendas líquidas de ações de empresas estrangeiras e o retorno líquido nas aplicações de títulos estrangeiros adquiridos por residentes.

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$4,9 bilhões no primeiro bimestre de 2014, incluindo saídas líquidas de US\$984 milhões nos investimentos estrangeiros em ações. As aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país atingiram US\$5,9 bilhões (US\$993 milhões nos dois primeiros meses de 2013).

Desde a introdução da alíquota de 6% de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre captações externas de prazo médio inferior a 360 dias, em março de 2011, não ocorreram emissão de títulos ou desembolsos de empréstimos de curto prazo, no mercado internacional. Os ingressos líquidos por meio de *notes* e *commercial papers* totalizaram US\$674 milhões no bimestre, compostos por desembolsos de US\$1,4 bilhão e amortizações de US\$734 milhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 192% no bimestre encerrado em fevereiro (52% no mesmo período de 2013).

As amortizações líquidas de bônus da República atingiram US\$681 milhões nos dois primeiros meses do ano, com destaque para operações de recompra no mercado secundário. Não houve captações no bimestre. O Tesouro Nacional, no âmbito da política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$625 milhões de bônus no período, dos quais US\$501 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$119 milhões, a ágio.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram retornos líquidos de US\$352 milhões no bimestre, com redução de US\$6,4 bilhões nos depósitos no exterior de bancos

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2012		2013		2014	
	Ano	Jan-fev	Ano	Jan-fev	Ano ^{1/}	
Posição das reservas no período anterior	352,0	373,1	373,1	358,8	358,8	
Compras líquidas do Bacen	12,7	2,7	-11,5	2,5	17,0	
A termo	7,0	-	-	-	-	
Spot	11,2	-	-	-	-	
Linhas com recompra	-5,5	2,7	-11,5	2,5	17,0	
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-	
Serviço da dívida (líquido)	-6,6	-1,3	-4,9	-1,5	-3,5	
Desembolsos	-	-	0,9	0,1	0,1	
Amortizações	-3,4	-0,2	-2,9	-0,6	-1,0	
Juros	-3,2	-1,1	-3,0	-1,0	-2,6	
Remuneração das reservas	4,4	0,6	3,4	0,5	3,5	
Outras variações	4,1	-2,7	-7,1	0,9	0,9	
Variações por preço	1,4	-0,2	-4,3	0,8	0,8	
Variações por paridades	0,8	-2,4	-4,1	-0,0	-0,0	
Demais ^{2/}	1,8	-0,0	1,3	0,1	0,1	
Compras do Tesouro Nacional	6,6	1,3	5,8	1,6	3,6	
Variação total	21,1	0,6	-14,3	3,9	21,4	
Posição das reservas – Caixa	373,1	373,7	358,8	362,7	380,2	
Saldo de linhas com recompra	5,5	2,8	17,0	14,5	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez	378,6	376,5	375,8	377,2	380,2	

^{1/} Projeção.

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

brasileiros, sendo US\$2,5 bilhões absorvidos pelo Banco Central em operações de linha com recompra. As empresas não financeiras aplicaram, liquidamente, US\$2,3 bilhões no exterior sob a forma de depósitos. A concessão líquida de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$3,8 bilhões (retornos líquidos de US\$624 milhões no primeiro bimestre de 2013).

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e junto a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, resultaram em ingressos líquidos de US\$5,1 bilhões nos dois primeiros meses de 2014 (US\$9 bilhões no primeiro bimestre de 2013). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$2,6 bilhões, montante equivalente ao dos ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores. Destaque-se os ingressos líquidos de empréstimos diretos (US\$1,8 bilhão), com taxa de rolagem de 132% no bimestre, e os relativos a compradores (US\$736 milhões). Os empréstimos de curto prazo totalizaram amortizações líquidas de US\$2 milhões no bimestre (ingressos líquidos de US\$4,7 bilhões em igual período de 2013).

As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$362,7 bilhões no conceito caixa e US\$377,2 bilhões no conceito liquidez, aumentando US\$3,9 bilhões e US\$1,4 bilhão, respectivamente, em relação a dezembro de 2013. O Banco Central liquidou compras de US\$2,5 bilhões de operações de linhas com recompra; a receita de juros, que remuneraram os ativos de reservas, somou US\$481 milhões; a variação por paridade reduziu o estoque em US\$43 milhões, e a variação por preço elevou o estoque em US\$812 milhões, no período.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$380,2 bilhões ao final de 2014. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,5 bilhões; despesas de juros de US\$2,6 bilhões; e amortizações de US\$987 milhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Consideradas posições estimadas, o serviço da dívida externa aumentou 4,5% em fevereiro, em relação a dezembro de 2013. As exportações de bens aumentaram 0,2% no período

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011	2012	2013		2014
	Dez	Dez	Set	Dez	Fev ^{2/}
Exportações de bens	256,0	242,6	239,6	242,2	242,6
Exportações de bens e serviços	294,2	282,4	278,7	281,3	282,0
Serviço da dívida	52,6	54,1	75,1	74,9	78,3
Dívida externa bruta	298,2	312,9	307,7	308,6	311,8
Dívida externa líquida	-72,9	-89,7	-90,9	-94,4	-92,7
Reservas internacionais (liquidez)	352,0	378,6	376,0	375,8	377,2
Reservas internacionais (caixa)	352,0	373,1	368,7	358,8	362,7
PIB	2 475	2 247	2 245	2 240	2 237
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	12,0	13,9	13,7	13,8	13,9
Dívida líquida/PIB (%)	-2,9	-4,0	-4,0	-4,2	-4,1
Dívida bruta/exportações	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Dívida líquida/exportação	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	20,5	22,3	31,3	30,9	32,3
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	17,9	19,2	26,9	26,6	27,8
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	118,0	121,0	122,2	121,8	121,0
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	118,0	119,3	119,8	116,3	116,3

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

2/ Dados estimados.

e a razão entre esses indicadores aumentou 1,3 p.p., para 32,3%. A dívida bruta cresceu 1%, o PIB em dólares recuou 0,1% e a dívida líquida reduziu sua posição credora em 1,9% no período, resultando no aumento da relação dívida bruta/PIB para 13,9% e na redução da relação da dívida líquida/PIB para -4,1%.

As relações entre a dívida bruta e as exportações e entre a dívida líquida (superavitária) e as exportações mantiveram-se, na ordem, em 1,3 e -0,4, no período, enquanto a razão reservas internacionais (liquidez)/dívida bruta recuou 0,8 p.p., para 121%.

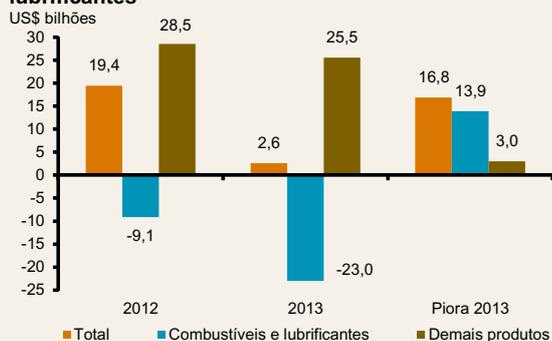
5.6 Conclusão

O *deficit* em transações correntes, considerada a análise em doze meses, apresenta estabilidade desde outubro de 2013. Prospectivamente, delinham-se expectativas de continuidade da desaceleração das despesas com serviços, verificada nos dois primeiros meses do ano; e de aumento do *superavit* comercial, em cenário de retomada da atividade econômica global e de incorporação dos efeitos da desvalorização cambial dos últimos semestres.

Em relação ao financiamento do *deficit* em transações correntes, ressalte-se que as principais fontes registraram ingressos líquidos maiores no primeiro bimestre de 2014 do que em igual período de 2013. O estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, permaneceu representando, em fevereiro, dezenove meses de importações de bens, ou cinco vezes as amortizações vincendas nos próximos doze meses.

Impacto da Conta Petróleo e Combustíveis sobre a Balança Comercial

Gráfico 1 – Comércio exterior – Total e combustíveis e lubrificantes



O *deficit* em conta corrente aumentou US\$27,1 bilhões em 2013, em relação ao registrado no ano anterior. Essa evolução refletiu, em grande parte, a redução no *superavit* da balança comercial, de US\$19,4 bilhões para US\$2,6 bilhões, que, por sua vez, em grande parte se deveu à ampliação de US\$13,9 bilhões no *deficit* da conta Petróleo e combustíveis¹ (Gráfico 1). Este box avalia as perspectivas para o comércio exterior de combustíveis e lubrificantes.

Cabe destacar que parte da ampliação de US\$13,9 bilhões no *deficit* da conta Petróleo e combustíveis foi contábil. De fato, estima-se em US\$3,5 bilhões o impacto decorrente de alteração na sistemática de registro no Siscomex das importações de petróleo e derivados. Nesse sentido, durante os cinco primeiros meses de 2013 ocorreram registros de operações realizadas em 2012 (Instrução Normativa Secretaria da Receita Federal do Brasil – RFB nº 1.282, de 16 de julho de 2012)².

Tabela 1 – Petróleo e Gás natural

Discriminação	Var. % sobre igual período do ano anterior		
	Petróleo	Gás Natural	Derivados
Produção			
2012	-1,8	7,3	6,6
2013	-1,9	9,1	6,0
Consumo^{1/}			
2012	3,6	20,6	7,7
2013	6,4	17,1	4,9

Fonte: Agência Nacional de Petróleo

1/ Consumo de petróleo mensurado pelo refino.

Tabela 2 – Combustíveis – Índice de Preço e Quantum 2013

Discriminação	Var. % sobre igual período do ano anterior	
	Preço	Quantum
Exportação	-7,9	-25,5
Importação	-2,6	19,3

Fonte: Funcex

1/ Considera petróleo, gás natural, carvão e seus derivados combustíveis.

2/ O valor total de registros adiados é estimado em US\$ 4,5 bilhões, dos quais US\$ 3,5 bilhões em petróleo e derivados combustíveis e US\$ 1 bilhão em nafta, excluído da categoria de combustíveis.

3/ A participação em volume do álcool hidratado nas vendas de combustíveis para automóveis recuou de 30%, em 2009, para 15%, em 2013.

No entanto, a maior parcela da elevação do *deficit* no comércio de Petróleo e combustíveis refletiu o descompasso entre oferta e demanda interna de petróleo e gás natural. Nesse sentido, conforme a Tabela 1, enquanto a produção nacional de petróleo em bruto recuou no biênio 2012-2013, o consumo interno de petróleo e derivados aumentou de modo significativo. A propósito, cabe destacar que a dinâmica da produção em parte se explica pela perda de produtividade na extração e pela intensificação de paradas técnicas para manutenção de plataformas; e a do consumo, pelos crescimentos da frota de automóveis e do transporte de mercadorias, e pelos preços da gasolina mais favoráveis ao consumidor, na comparação aos preços do etanol³.

Nesse cenário, as importações de gasolina e óleo diesel aumentaram, em 2013, enquanto reduziram-se

as exportações de petróleo em bruto. As quantidades importadas e exportadas de combustíveis variaram 19,3% e -5,5% no ano, em relação a 2012, enquanto os respectivos preços recuaram 2,6% e 7,9% (Tabela 2).

A evolução da oferta de energia elétrica também contribuiu para o aumento do *deficit* comercial na conta de petróleo e combustíveis. De fato, como o regime de chuvas em 2013 não assegurou a plena utilização da capacidade instalada das usinas de energia hidroelétrica, de um lado, interromperam-se as exportações de energia elétrica, e, de outro, aumentaram as importações de gás natural, sobretudo gás natural liquefeito, destinadas à utilização por usinas termoelétrica. Dessa forma, as receitas com exportações de energia foram nulas (ante US\$410 milhões em 2012) e as despesas com importação de gás natural totalizaram US\$6,7 bilhões em 2013 (aumento de 37% em relação a 2012).

A projeção do Banco Central para o comércio exterior neste ano e as perspectivas para o desempenho comercial nos próximos anos sugerem redução gradual do *deficit* da conta Petróleo e combustíveis observado em 2013.

Nesse sentido, cabe notar que, no primeiro bimestre de 2014, o *deficit* na conta de petróleo e combustíveis recuou 17,7% em relação ao medido no mesmo período do ano anterior (Gráfico 2). No médio e longo prazo, alguns desenvolvimentos apontam continuidade dessa dinâmica, por exemplo:

- Ampliação da capacidade de refino e de produção doméstica de petróleo e gás natural;
- Maior produção de energia hidroelétrica, com a entrada em funcionamento de usinas ora em construção; e
- Conexão do parque eólico com a rede de distribuição, bem como ampliação de sua capacidade de produção.

Em suma, a ampliação do *deficit* em transações correntes no período recente foi determinada, em grande parte, pelo aumento do *deficit* comercial da conta de petróleo e combustíveis, em ambiente de restrições da oferta doméstica e de aumento da demanda. As perspectivas de aumento da oferta doméstica desses produtos, neste ano e nos próximos, em se concretizando, tendem a se traduzir em redução do *deficit* externo a eles associados.

Gráfico 2 – Comércio exterior – Total e combustíveis e lubrificantes – Saldo

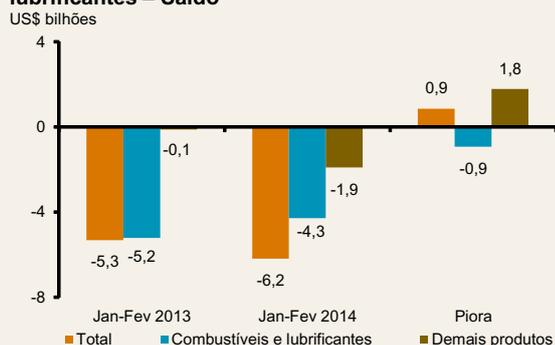


Tabela 3 – Balanço de pagamentos – Itens selecionados

Discriminação	Médias anuais em US\$ milhões	
	2005-2008	2009-2014
IED – Extração de Petróleo	406	4 978
Serviços de aluguel de equipamentos	-5 649	-15 616
Exportação-Plataforma Perfuração/Exploração	579	2 001

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 Relatório de dezembro de 2013. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 10,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 25 e 26 de fevereiro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,35/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 14 de março de 2014.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente até a supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípua.

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 5,68% em fevereiro, 0,63 p.p. abaixo da registrada até fevereiro de 2013. O recuo da inflação acumulada em doze meses reflete a menor variação dos preços livres, 6,28% até fevereiro (1,58 p.p. abaixo da registrada até fevereiro de 2013). Já os preços administrados por contrato e monitorados variaram 3,71% (2,18 p.p. acima da inflação acumulada até fevereiro de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,19% em doze meses, e a dos comercializáveis, 5,25%. Dentre os bens comercializáveis, em doze meses até fevereiro, a inflação no segmento de alimentos e bebidas recuou para 6,31% (6,18 p.p. abaixo da variação até fevereiro de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços – cerca de 35% da cesta de consumo do IPCA – atingiu 8,20% (8,66% até fevereiro de 2013), e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres. Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado dinâmica diferente comparativamente à da inflação plena. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,53% em janeiro, para 0,70% em fevereiro. Dessa forma, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,18% (0,21 p.p. acima da registrada em fevereiro de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação, passou de 0,55% em janeiro para 0,69% em fevereiro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,52% para 0,92%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,54% para 0,57%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,50% para 0,79%. Por sua vez, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,55% para 0,51%. O índice de difusão do IPCA alcançou 63,8% em fevereiro (8,5 p.p. abaixo do registrado em fevereiro de 2013), e média nos últimos três meses de 68,4% (4,3 p.p. abaixo da média observada entre dezembro de 2012 e fevereiro de 2013).

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparada à inflação ao consumidor, avançou para 0,85% em fevereiro, após variação de 0,40% em janeiro. Assim, o índice atingiu 6,30% em doze meses até fevereiro (1,94 p.p. abaixo da variação até fevereiro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 6,15% em doze meses até fevereiro,

resultado de inflação de 0,47% no segmento agropecuário e de alta de 8,41% no segmento de produtos industriais. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 5,95% em doze meses até fevereiro (ante 6,04% até fevereiro de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 8,04% em doze meses (0,86 p.p. acima da variação até fevereiro de 2013), com variação de 9,57% no custo de mão de obra e de 6,43% 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, aumentou 1,3% em janeiro, em relação ao mês anterior, após recuar 1,4% em dezembro, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br ao longo dos últimos doze meses se deslocou para 2,5%. Neste início de ano, o PMI para o Brasil apontou expansão da atividade no setor manufatureiro, ao passo que, no setor de serviços, indicou contração em janeiro e expansão em fevereiro.

O ICC, da FGV, recuou em fevereiro, a exemplo do que havia ocorrido nos dois meses anteriores, permanecendo abaixo da média histórica do índice. O ICI também recuou em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados. Por outro lado, o ICS aumentou em fevereiro, impulsionado por melhora na percepção dos empresários sobre a situação corrente. Por seu turno, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), também medido pela FGV, registrou o segundo recuo consecutivo em fevereiro.

A atividade fabril expandiu 2,9% em janeiro, quando houve aumento da produção em todas as categorias de uso, bem como em 17 dos 27 ramos de atividade pesquisados, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. A produção geral foi 2,4% inferior à registrada em janeiro de 2013, mas, no acumulado em doze meses, observa crescimento de 0,5%. A produção de bens de capital registrou significativa taxa de expansão em doze meses (12,1%). Por outro lado, diminuiu a produção de bens duráveis (0,2%), semiduráveis e não duráveis (1,0%) e intermediários (0,5%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, de acordo com dados da CNI, houve crescimento de 2,4% no período de doze meses até janeiro, em termos reais, ao mesmo tempo que se observou recuo de 0,9% no número de horas trabalhadas.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 84,6% em fevereiro. Em termos de distribuição

setorial, a utilização da capacidade se apresenta mais intensa no de materiais de construção (88,8%, de acordo com a série livre de influências sazonais), apesar de recuos na margem, e menos no de bens de capital (81,1%). Já no setor de bens de consumo, o Nuci atingiu 84,4% em fevereiro, e no de bens intermediários, 85,6%. No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, mostrou estabilidade desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013. Em fevereiro, 8,7% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo, e 1,4%, nível de estoques insuficiente, de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, o nível de estoques permanece alto nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito aumentou 6,2% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Já as vendas do comércio ampliado tiveram expansão de 3,5% na mesma base de comparação. Dessa forma, a taxa de crescimento das vendas nos últimos doze meses foi de 4,3% para o comércio varejista restrito e de 3,3% para o comércio varejista ampliado. Houve expansão do volume de vendas em todos os dez segmentos pesquisados. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial e pela expansão moderada do crédito.

O PIB a preços de mercado cresceu 0,7% no quarto trimestre de 2013, após recuar 0,5% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, houve expansão de 1,9% (ante 2,2% no terceiro trimestre). Dessa forma, a economia brasileira cresceu 2,3% em 2013, resultado da expansão de 2,1% no valor adicionado e de 3,3% nos impostos diretos. A produção agropecuária aumentou 7,0%; a industrial, 1,3%; e a do setor de serviços, 2,0% no ano.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – cresceu 0,7% no quarto trimestre, ante o anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,9% em relação ao mesmo trimestre de 2012, quadragésima primeira expansão consecutiva nessa base de comparação. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 0,8% na margem e 2,0% em relação ao último trimestre do ano anterior. Já a FBCF avançou 0,3% em relação ao trimestre anterior e 5,5% em relação ao mesmo trimestre de 2012. O setor externo teve contribuição positiva para a taxa de crescimento no quarto trimestre, na medida em que as exportações cresceram

4,1% em relação ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada, e as importações recuaram 0,1%. No ano, no entanto, essa contribuição foi negativa, resultado do crescimento de 2,5% das exportações e de 8,4% das importações.

O IBGE divulgou os primeiros resultados da PNADC. De acordo com a pesquisa, a taxa de desocupação no Brasil no segundo trimestre de 2013 foi de 7,4%, o que representou recuo de 0,1 p.p. em relação ao mesmo trimestre de 2012. Já de acordo com a PME, que abrange apenas seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego sem ajuste sazonal foi de 4,8% em janeiro, o que representa redução de 0,6 p.p. em relação à taxa observada em janeiro de 2013. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu o mínimo (4,9%) da série histórica iniciada em 2002. Cabe notar que a redução da taxa de crescimento da PIA ao longo dos últimos anos tem contribuído para a manutenção da taxa de desocupação em níveis historicamente baixos. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 3,6% em janeiro, quando comparado a igual mês do ano anterior; e a massa salarial real, 3,3%, na mesma base de comparação. A evolução da renda real do trabalho tem apresentado dispersão regional considerável, com altas anuais significativas no rendimento médio real habitual em Porto Alegre (7,7%) e no Rio de Janeiro (7,3%), ao mesmo tempo em que se observa recuo expressivo em Salvador (-7,8%). Por sua vez, o emprego formal celetista continua em expansão, embora tenha havido moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 731 mil postos de trabalho entre fevereiro de 2013 e janeiro de 2014.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.263,8 bilhões em janeiro, com crescimento nominal de 16,2% em relação a janeiro de 2013. Em particular, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são financiadas principalmente com recursos direcionados, cresceu 33,0% no mesmo período e atingiu R\$347,7 bilhões, o que corresponde a 7,2% do PIB. Os indicadores de inadimplência têm mostrado recuos na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo, haja vista a gradual recuperação do ritmo de atividade econômica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.453,4 bilhões em janeiro (13,7% superior ao observado em janeiro de 2013). A taxa de juros média praticada nesse segmento atingiu 15,9%, com alta de 1,9 p.p. em relação à taxa média observada em janeiro de 2013. Por sua vez, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos a pessoas jurídicas pelo BNDES alcançou R\$522,4 bilhões – crescimento de 16,5% em doze meses até janeiro. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$7,2 bilhões em 2013, ante a R\$12,0 bilhões em 2012. Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas as emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$83,2 bilhões em 2013 (ante R\$83,1 bilhões no ano anterior). No total, o financiamento das empresas no mercado de capitais mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e recebíveis de direito creditório atingiu R\$116,7 bilhões em 2013, ante R\$124,2 bilhões em 2012.

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$1,7 bilhão em fevereiro (US\$13,7 bilhões em fevereiro de 2013). Esse resultado adveio de US\$242,6 bilhões em exportações e US\$240,9 bilhões em importações, com variações de 1,1% e 6,5%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2013. Em doze meses até janeiro, o *quantum* exportado aumentou 3,3% e o preço médio das exportações recuou 3,2%, enquanto o *quantum* importado avançou 7,6% e o preço médio das importações diminuiu 1,3%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$81,6 bilhões em janeiro, equivalente a 3,7% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$26,5 bilhões em termos líquidos. Já as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos”, que, em grande parte, destinam-se à exploração de petróleo e de minerais alcançaram US\$19,4 bilhões em doze meses até janeiro (US\$18,7 bilhões em janeiro de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram, no mesmo período, US\$35,4 bilhões (US\$32,9 bilhões em janeiro de 2013). Note-se que os investimentos estrangeiros diretos – que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos – totalizaram US\$65,4 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,9% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013, indicadores de volatilidade e de aversão ao risco apresentaram deterioração

seguida, porém, de retorno aos patamares anteriores. A deterioração observada no início do ano, em certa medida, esteve relacionada à redução gradual do programa de compra de ativos do banco central norte-americano (*Federal Reserve*). Contudo, de modo geral, a perspectiva de manutenção de posturas acomodáticas em importantes economias maduras no médio prazo contribui para reduzir a volatilidade e a aversão ao risco.

Sobre atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência em economias maduras e emergentes. Nas economias emergentes, entretanto, observa-se alguma diminuição no ritmo de atividade. Na Europa, em que pese avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas ainda constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US\$110 desde a divulgação do Relatório anterior. 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*, houve queda de 0,6% nos preços das metálicas, e alta de 10,7% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 14 de março, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava aumento de 5,3% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de dezembro de 2013.

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

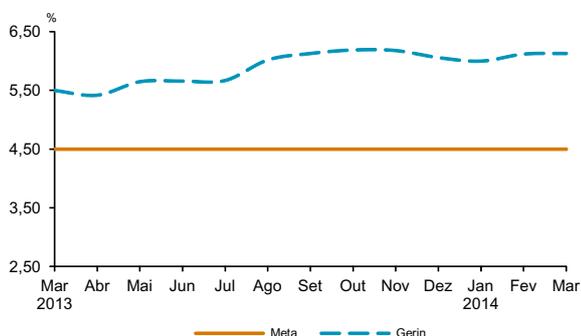
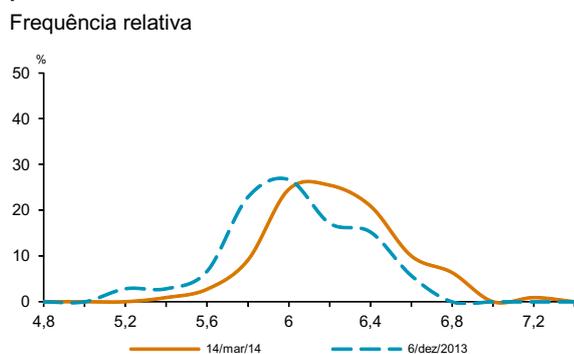


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 2,10% para 1,70%, entre 6 de dezembro, data de corte do Relatório anterior, e 14 de março. Para 2015, a taxa de crescimento recuou de 2,50% para 2,00%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 5,92% para 6,06% para 2014; e de 5,50% para 5,70%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,07% para 6,13%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013, houve estabilidade na dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2014, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções manteve-se em 0,31%.

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 Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária, apesar de evidências ainda apontarem taxas de crescimento para este ano, em algumas economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, apesar de pressões localizadas de preços observadas na margem, e tem se observado maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade relativamente estável, em comparação a 2013. Cabe notar que progressos adicionais em termos de ganhos esperados dependem do fortalecimento da confiança de firmas e de famílias. Também se apresenta como aspecto importante do contexto doméstico a dinâmica do mercado de trabalho, bem como a natural e esperada correção de preços relativos, resultante da depreciação e da volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres, que constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos.

No âmbito internacional, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal, as perspectivas de recuperação de algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento de outras continuam amparadas, entre outros, por dados positivos recentemente divulgados sobre o nível de atividade. Nos Estados Unidos, não obstante condições climáticas adversas registradas nos últimos meses, persiste a tendência de melhora no mercado de trabalho e de recuperação do mercado imobiliário, em ambiente que combina níveis moderados de inflação. Na Área do Euro, altas taxas de desemprego, aliadas aos esforços de consolidação fiscal e a incertezas políticas, ainda se traduzem em recuo de investimentos e em baixo crescimento. Não obstante a distribuição assimétrica entre países do centro e da periferia, as perspectivas indicam crescimento moderado este ano. Em relação a riscos para a atividade global, cabe

mencionar os decorrentes da estratégia de remoção, pelo *Federal Reserve*, de incentivos monetários introduzidos via ações convencionais e não convencionais de política no pós-crise de 2008. Na Área do Euro, no horizonte relevante pesam riscos para a atividade associados aos baixos níveis de inflação e ao ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região.

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 aos fluxos de capitais. Nesse sentido, eventos recentes – a melhora no ritmo de atividade global, a forte inclinação da curva de juros em importantes economias e a elevada volatilidade nos mercados financeiros internacionais – constituem forças que se contrapõem. 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. Nesse contexto, nas principais economias emergentes, a despeito da resiliência da demanda doméstica, de modo geral tem-se observado crescimento abaixo das expectativas. Entretanto, indicadores recentes sugerem esgotamento do processo de acomodação da atividade nessas economias, de modo que, no horizonte relevante para a política monetária, as taxas de crescimento tenderiam a permanecer relativamente elevadas, ainda que em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

O Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de tornar a dinâmica da demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

O Copom considera que, desde o Relatório de dezembro de 2013, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Nesse período, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos de economias maduras permaneceram em patamares historicamente elevados, especialmente no caso da Área do Euro. No que se refere a economias emergentes, de modo geral, os prêmios de risco implícitos em ativos financeiros também se mostraram elevados. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir à publicação de novos indicadores e/ou a sinalizações feitas por autoridades que apontem para o aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Na Área do Euro, têm sido foco de atenção os baixos níveis de inflação e a avaliação

do sistema bancário, aspectos que, eventualmente, podem demandar ações do BCE. Em resumo, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Nos mercados internacionais, os índices de preços de *commodities* apresentaram forte recuperação no início deste ano, atingindo todos os principais segmentos dos índices (energia, metálico e agrícola). O IC-BR composto, medido em dólares, está nos maiores níveis desde fevereiro do ano passado. O aumento nos preços de *commodities* ocorre a despeito da relativa estabilidade no preço do petróleo do tipo *Brent*. Entretanto, o Comitê destaca que, não obstante essas pressões recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre o preço do petróleo, é importante ressaltar que sua influência sobre a inflação doméstica não se materializa exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas de consumidores e de empresários.

O Copom pondera que as compras de produtos externos tendem a contribuir para o arrefecimento das pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque esses produtos competem com os produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo, porque as importações reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos, contribuem para o arrefecimento de pressões de custos e, por conseguinte, de seus eventuais repasses para os preços ao consumidor. A esse respeito, é importante adicionar que pressões de custos de fatores não amparadas por ganhos de eficiência contribuem para reduzir a competitividade das empresas domésticas no mercado internacional de bens e de serviços, em ambiente global no qual prevalece excesso historicamente elevado de capacidade ociosa.

No âmbito doméstico, os dados das Contas Nacionais referentes ao quarto trimestre de 2013 confirmaram a gradual recuperação da economia brasileira. Cabe notar que as variações, tanto na margem como acumulada em doze meses, sustentam a visão de que estaria em curso mudança na composição da demanda agregada, com expansão mais moderada do consumo e maior participação das exportações líquidas e investimentos. Apesar da estabilidade da produção agropecuária e da produção industrial, na margem, antecipa-se, no horizonte relevante para a política monetária, continuidade da mudança na composição da oferta agregada.

Nesse contexto, ao tempo em que emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária, o setor de serviços tende a mostrar algum grau de acomodação no horizonte relevante, com taxas de crescimento menores do que as observadas em anos anteriores. As evidências de mudanças na composição da demanda e da oferta fortalecem as perspectivas de continuidade do atual ciclo de crescimento neste e nos próximos anos, processo este que tende a se apoiar na robustez do mercado interno e no ambiente de intensificação da atividade global.

O Copom avalia que, nesse ambiente, a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos.

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 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. Nesse contexto, não obstante a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos. Entretanto, no horizonte relevante para a política monetária, antecipam-se desenvolvimentos que tendem a contribuir para o arrefecimento de riscos originados no mercado de trabalho, como menores reajustes do salário mínimo e dos salários dos servidores públicos. Esses desenvolvimentos tendem 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.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento apresentou crescimento pelo terceiro trimestre seguido ao final de 2013, posicionando-se em 18,4% do PIB no acumulado em doze meses. Dessa forma, combinado com o nível de utilização da capacidade instalada com leve tendência de crescimento nos últimos trimestres, as perspectivas para o uso do fator capital continuam positivas. Para o Comitê, condições financeiras favoráveis, os programas de concessão de serviços públicos – em especial, no segmento de infraestrutura e logística – e as permissões para exploração do petróleo da camada do Pré-Sal sugerem intensificação dos investimentos nos próximos semestres.

No que se refere à política fiscal, 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. Para o Comitê, a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Nesse sentido, o indicador fiscal utilizado nas projeções de inflação (o *superavit* primário estrutural) tenderia a manter certa estabilidade, portanto, com impulsos fiscais (a variação do *superavit* primário estrutural entre dois períodos) de magnitude desprezível. Em termos de impactos sobre a demanda agregada, o Comitê avalia que se criam condições para que o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom pondera que, diferentemente do ocorrido quando a solvência do setor público era motivo de preocupação, hoje não se faz necessária a geração de *superavit* primários de ampla magnitude. Para o Comitê, entretanto, *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes são necessários para manter a dívida pública em trajetória sustentável. Atendida essa condição, o Comitê entende que o custo de financiamento da dívida pública tenderia a recuar, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.

O Comitê avalia que depreciação e volatilidade da taxa de câmbio, conforme verificadas nos últimos trimestres, ensejam um natural e esperado processo de correção de

preços relativos, ou seja, de preços domésticos em relação a preços praticados no resto do mundo. Por outro lado, a materialização desse processo se torna mais complexa pelo fato de os preços administrados – uma cesta, em parte, composta por bens e serviços não comercializáveis – encontrarem-se desalinhados, em patamares baixos. Não obstante isso, o Comitê reconhece que esses movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, são parte de fenômeno global e refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Para o Comitê, esse processo de correção de preços relativos constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. Somem-se a isso pressões localizadas que ora se manifestam, especialmente no segmento de alimentos *in natura*, embora, em princípio, trate-se de choque temporário e que tende a se reverter nos próximos meses. De qualquer maneira, o Comitê reafirma seu entendimento de que os efeitos secundários decorrentes desses desenvolvimentos, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.

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, pela dispersão de aumentos de preços e pelas incertezas que cercam a trajetória de preços com grande visibilidade, como o da gasolina e os de alguns serviços públicos, como eletricidade. A esse respeito, o Comitê tem agido no sentido de fazer com que a elevada variação dos índices de preços observada nos últimos doze meses seja percebida pelos agentes econômicos como um processo de curta duração. Com isso, a persistência da inflação tenderia a diminuir, bem como os danos que causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos.

O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, em particular, no caso do segmento de pessoas físicas, que tende a crescer em ritmo 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 lembra que a transmissão das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens. Neste processo, diversos canais – por exemplo, da demanda, do crédito, do câmbio, e das expectativas – estão envolvidos, e operam não necessariamente com a mesma intensidade e de forma simultânea. Considerando ainda que, antes de alcançar os preços, as ações de política monetária interferem nas decisões de consumo e de investimento de famílias e de firmas, em qualquer circunstância, há certo grau de incerteza sobre a intensidade com que a inflação reage às ações de política. Para o Comitê, essa incerteza pode aumentar – e de fato tem aumentado – em ambiente como o atual, em que a volatilidade dos mercados financeiros tem sido ampliada pela forte inclinação da curva de juros nas economias maduras, em particular, nos Estados Unidos.

Ainda sobre transmissão da política monetária, considerando a experiência brasileira na vigência do Regime de Metas, infere-se que a resposta da economia ao atual ciclo de ajuste da taxa Selic, combinada às perspectivas para os próximos trimestres, segue em linha com o que se poderia antecipar. Dito de outra forma, as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários têm se propagado normalmente por intermédio dos principais canais de transmissão, e que assim continuarão nos próximos trimestres.

O Copom pondera que, não obstante moderação observada na margem, a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência, que, a propósito, tem se mostrado ligeiramente acima daquela que se antecipava. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido.

Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,50% a.a., sem viés, na reunião de janeiro; e para 10,75% a.a., sem viés, na reunião de fevereiro.

Votaram pela elevação da taxa Selic para 10,50% a.a. e para 10,75% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir

Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

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

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. Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam com defasagens.

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 14 de março de 2014 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,35/US\$, e a meta para a taxa Selic em 10,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de fevereiro de 2014 – ante R\$2,35/US\$ e 10,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

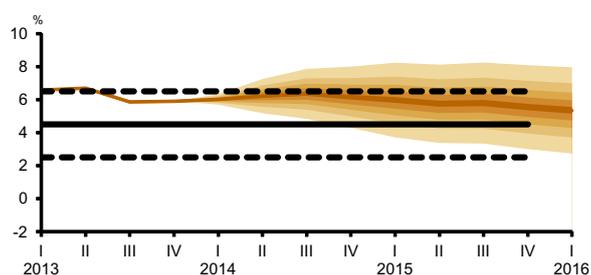
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média elevaram-se para 2014 e para 2015, em comparação aos valores divulgados no Relatório de dezembro de 2013. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R\$2,40/US\$ para R\$2,48/US\$. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio

média de R\$2,54/US\$, ante R\$2,43/US\$, valor considerado no último Relatório. Para o primeiro trimestre de 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,54/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2014 e 2015 elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do Relatório de dezembro de 2013. Para o último trimestre de 2014, a expectativa para a taxa Selic média deslocou-se de 10,33% a.a. para 11,00% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, de 11,29% a.a. para 12,00% a.a. Para o primeiro trimestre de 2016, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,79% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 29 p.b. e de 144 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (10,75% a.a.), no quarto trimestre de 2014 e 2015, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 5,0% para 2014, ante 4,5% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até fevereiro, nos preços da gasolina (0,6%) e do gás de bujão (0,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de estabilidade nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 9,5% nos preços da eletricidade. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, 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 5,0% para 2015, ante 4,5% considerados no Relatório anterior.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 10,75% 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 10,75% a.a. (Cenário de referência)

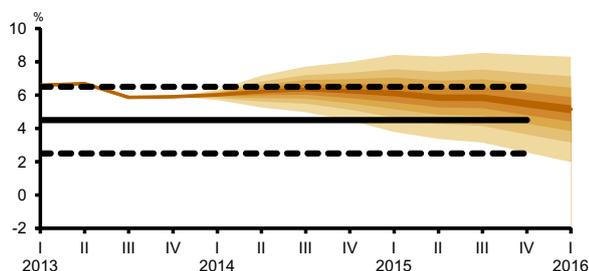
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2014 1	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,0
2014 2	5,8	6,0	6,1	6,3	6,5	6,6	6,2
2014 3	5,7	6,0	6,2	6,5	6,7	7,0	6,4
2014 4	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	6,1
2015 1	5,0	5,4	5,8	6,2	6,5	6,9	6,0
2015 2	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,8
2015 3	4,8	5,2	5,6	6,0	6,4	6,8	5,8
2015 4	4,5	5,0	5,4	5,7	6,1	6,6	5,5
2016 1	4,3	4,7	5,2	5,6	6,0	6,4	5,4

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

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na LDO/2014. Conforme explicitado nos últimos Relatórios, para determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis até a data de corte, foram construídas projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

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.).

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%		
2014 1	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,0
2014 2	5,8	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6	6,2
2014 3	5,8	6,0	6,2	6,5	6,7	6,9	6,4
2014 4	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7	7,0	6,2
2015 1	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	7,1	6,1
2015 2	4,8	5,3	5,7	6,0	6,4	6,9	5,9
2015 3	4,7	5,2	5,6	6,1	6,5	7,0	5,8
2015 4	4,3	4,8	5,3	5,7	6,2	6,7	5,5
2016 1	3,9	4,4	4,9	5,4	5,9	6,4	5,2

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,1% em 2014, 0,5 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro 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 parte de 6,0% no primeiro trimestre de 2014; desloca-se para 6,2% e 6,4% no segundo e terceiro trimestres de 2014, respectivamente; e encerra o ano em 6,1%. Para o primeiro trimestre de 2015, a projeção se encontra em 6,0%; recua para 5,8% no segundo e terceiro trimestres de 2015; e encerra o ano em 5,5%. No primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 5,4%.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 se situa em torno de 38% e, em 2015, de 27%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2014 se encontra em 6,2%, 0,1 p.p. maior que o valor projetado no cenário de referência e 0,6 p.p. maior do que o valor constante no Relatório anterior. 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, encerra o ano de 2014 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,0% no primeiro trimestre de 2014; desloca-se para 6,2% e 6,4% no segundo e terceiro trimestres de 2014, respectivamente; e encerra o ano em 6,2%. A projeção se encontra em 6,1% no primeiro trimestre de 2015; e recua para 5,5% no último trimestre de 2015. No primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 5,2%.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 situa-se em torno de 40%, e em 2015, de 29%.

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 2014 e para 2015. Esse aumento se deve, em parte, a taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevaletentes por ocasião da publicação do Relatório anterior; e à elevação da projeção dos preços administrados por contrato e monitorados para 2014 e 2015. No cenário de mercado, a projeção também apresenta elevação, refletindo, em parte, taxas de câmbio para 2014 e 2015 acima das consideradas por ocasião da publicação do Relatório de dezembro de 2013.

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

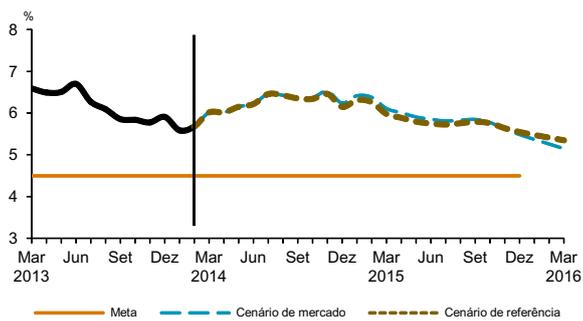
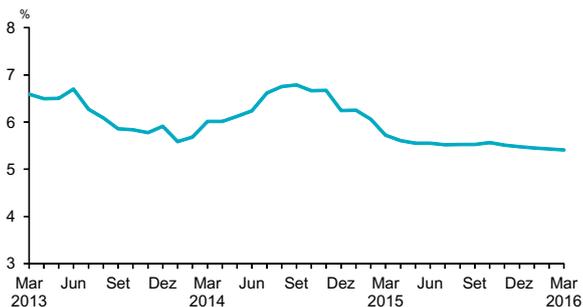


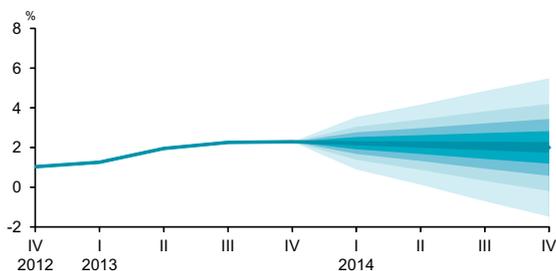
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 10,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



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 primeiro trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2014, 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 da meta, com tendência de declínio a partir do terceiro trimestre de 2014, mas se posicionando acima da meta em todo o horizonte de projeção, em ambos os cenários.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.6. Até fevereiro de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação apresenta trajetória de elevação até o terceiro trimestre de 2014, com tendência declinante a partir de então, convergindo 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 2,0% para 2014, 0,3 p.p. menor do que o crescimento observado em 2013.

Decomposição da Inflação de 2013

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este boxe apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em 2013, com base nos modelos de projeção do Banco Central. A taxa de inflação é decomposta em seis componentes¹: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; (iii) diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; (iv) choque de oferta²; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”³. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Inflação e alguns de seus determinantes em 2013

Conforme a Tabela 1, a inflação de 5,91% medida pelo IPCA em 2013 foi ligeiramente superior aos 5,84% observados em 2012. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 7,29% (6,56% em 2012), e os preços administrados, em 1,54% (3,65% em 2012). Considerando variações trimestrais, no primeiro e terceiro trimestres de 2013, a inflação de preços administrados foi negativa devido à redução nas tarifas de energia elétrica e a revogações de reajustes de tarifas de ônibus urbano, respectivamente. Por outro lado, no segundo e quarto trimestres do ano, a inflação de administrados foi superior às médias dos respectivos trimestres calculadas desde 2005. Note-se ainda que a inflação de preços livres, em 2013, foi maior que

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

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

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

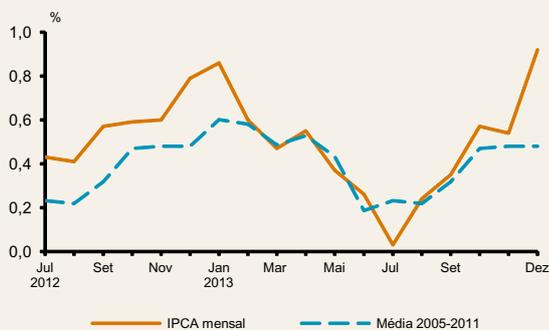
a de 2012, refletindo, entre outros fatores, a inércia (particularmente no primeiro trimestre) e as expectativas de inflação (particularmente no quarto trimestre).

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

Discriminação	2012				Ano	2013				Ano
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
Total	1,22	1,08	1,42	1,99	5,84	1,94	1,18	0,62	2,04	5,91
Preços livres	1,33	1,12	1,68	2,28	6,56	2,89	1,20	0,82	2,20	7,29
Preços administrados	0,91	0,94	0,62	1,12	3,65	-1,07	1,10	-0,02	1,54	1,54

Varição % no período

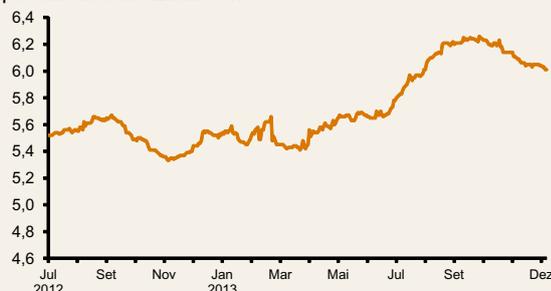
Gráfico 1 – Variação mensal do IPCA



O Gráfico 1 mostra a inflação mensal a partir de julho de 2012 e a inflação média ocorrida em cada um dos meses, calculada com base no período de 2005 a 2011. Observam-se valores acima das respectivas médias mensais em todo o segundo semestre de 2012, gerando um efeito inercial para o primeiro trimestre de 2013, principalmente via inflação de livres. O índice pleno, no entanto, aproxima-se da média a partir de fevereiro devido à mencionada contribuição negativa dos preços administrados no primeiro trimestre (Tabela 1).

Gráfico 2 – Expectativas para o IPCA 12 meses à frente

Expectativas suavizadas em %



O Gráfico 2 mostra o comportamento, desde julho de 2012, das expectativas de mercado coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a inflação doze meses à frente. As expectativas iniciaram 2013 em patamar próximo à média de 2012 e se mantiveram estáveis ao longo do primeiro semestre. No início do segundo semestre se elevaram, mas recuaram a partir de outubro.

Gráfico 3 – Taxa nominal de câmbio

R\$/US\$



A evolução da taxa de câmbio desde julho de 2012 é ilustrada no Gráfico 3. Após certa estabilidade no início de 2013, observa-se depreciação significativa entre maio e agosto. Nos meses subsequentes houve apreciação, seguida de nova rodada de depreciação. Considerando a taxa média de câmbio, a depreciação foi de 10,5% em 2013 em relação a 2012. Entre fevereiro, mês em que a taxa média mensal atingiu o vale, e agosto, quando foi máxima, a depreciação alcançou 18,7%.

O Gráfico 4 mostra aumento considerável dos preços de alimentos *in natura* nos primeiros meses de 2013. Entretanto, dada a baixa representatividade desse

Gráfico 4 – Preço das commodities em R\$

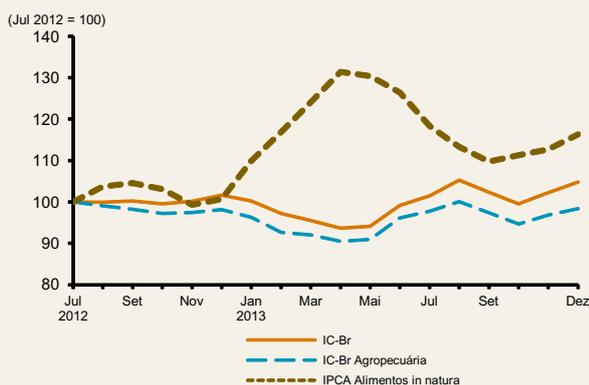
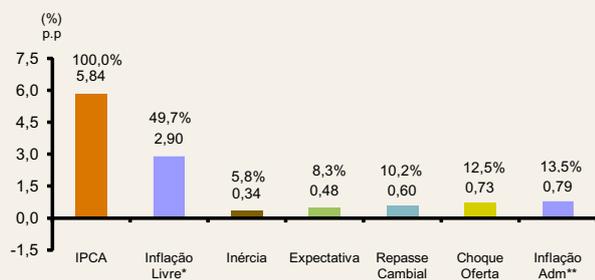


Gráfico 5 – Decomposição da taxa de inflação de 2013



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

Gráfico 6 – Decomposição da taxa de inflação de 2012



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

componente no IPCA e o posterior recuo a partir do segundo trimestre do ano, essa alta não se traduziu em pressões inflacionárias expressivas em 2013. Por outro lado, de maneira geral, os preços das *commodities* constantes do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) e, em particular, das que constam do IC-Br Agropecuária, após alta significativa em 2012, estabilizaram-se em 2013.

Decomposição da inflação de 2013

Considerando os seis componentes inicialmente mencionados, conforme o Gráfico 5, a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA em 2013 adveio dos preços livres (3,80 pontos percentuais (p.p.)), seguida pela contribuição da inércia (0,79 p.p.) e pela das expectativas (0,63 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 64,3%, 13,4% e 10,7% da inflação total em 2013, respectivamente. Por sua vez, o repasse cambial, o choque de oferta e a inflação de administrados contribuíram com 0,35 p.p., 0,19 p.p. e 0,15 p.p.; ou seja, com 5,9%, 3,2% e 2,5% da variação total do IPCA, respectivamente.

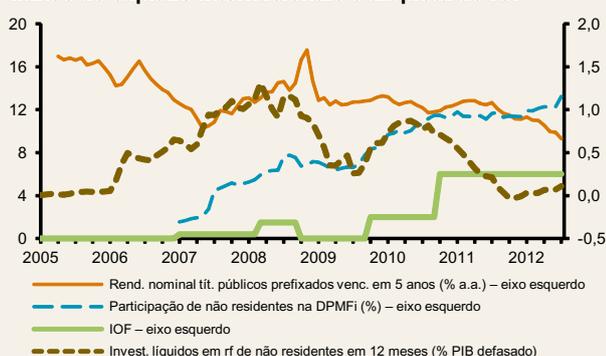
Analisando a decomposição da inflação de 2013 e de 2012 (Gráfico 6), nota-se maior contribuição dos preços livres. Especificamente sobre 2013, a segunda maior contribuição veio da inércia e a terceira, das expectativas (inverso da ordem verificada em 2012). Note-se ainda que, em 2013, a contribuição do repasse cambial foi inferior à observada em 2012.

Em suma, este box apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo IPCA, em 2013. Os exercícios sugerem que os componentes de maior contribuição foram os preços livres, a inércia e as expectativas.

Fluxos de Capitais Internacionais e Taxa de Juros dos Títulos Públicos

A evidência internacional recente acerca da relação entre fluxos de capitais internacionais e preços de ativos tem mostrado efeito significativo desses fluxos sobre os preços dos títulos de dívida pública interna¹. O estudo desse efeito é relevante, na medida em que súbitos e fortes movimentos de entradas ou saídas líquidas de capitais podem causar instabilidade no mercado financeiro local.

Gráfico 1 – Rendimento nominal de títulos públicos, fluxos de capitais internacionais e alíquota do IOF



Especificamente sobre o Brasil, entre 2006 e 2012, a participação de títulos da dívida pública brasileira na carteira de investidores estrangeiros aumentou de 11% para 31% (Cemec, 2013). Dados do Tesouro Nacional também revelam que a participação de não residentes no total da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) passou² de 1,6%, em janeiro de 2007, para 12%, em março de 2012. Conforme o Gráfico 1, as evidências apontam relação negativa, de forma mais clara a partir de agosto de 2009, entre a participação de não residentes na DPMFi e a taxa de juros dos títulos públicos prefixados com vencimento em cinco anos.

Com o intuito de avaliar o impacto da participação de não residentes na DPMFi sobre o rendimento nominal de títulos públicos prefixados no Brasil, com vencimento em cinco anos, estima-se neste boxe³ um modelo semelhante ao de Warnock e Warnock (2005) e de Pradhan *et. al* (2011), para o período de janeiro de 2007 a julho de 2012⁴. Uma variável explicativa alternativa, apresentada no Gráfico 1, corresponde a investimentos líquidos de não residentes em renda fixa de longo prazo em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) defasado, semelhante à do trabalho de Warnock e Warnock (2005).

1/ Warnock e Warnock (2005) mostram esses efeitos para os títulos da dívida do Tesouro dos Estados Unidos; Peiris (2010) e Pradhan *et al.* (2011) para os de economias emergentes; e Vale (2012) para os do Brasil.

2/ A demanda crescente beneficiou-se da isenção de imposto de renda sobre rendimentos dos títulos públicos adquiridos por não residentes (Medida Provisória nº 281, de 15/02/2006, convertida em Lei nº 11.312, de 27/06/2006).

3/ Exercício baseado em Leon (2014).

4/ A série de dados sobre participação de não residentes na DPMFi inicia-se em janeiro de 2007.

O modelo é estimado conforme abaixo:

$$(1) \quad r_t^{LT} = c + \beta_1 r_t^{ST} + \beta_2 \pi_t^e + \beta_3 x_t^e + \beta_4 \rho_t + \beta_5 f_t + \beta_6 y_t^e + \beta_7 d_t + \beta_8 r_t^* + \beta_9 \theta_t + \beta_{10} B_t + \varepsilon_t$$

r_t^{LT} – rendimento nominal dos títulos da DPMFi com vencimento em cinco anos;

r_t^{ST} – taxa de juros de curto prazo dada pela meta Selic do último dia do mês em termos anuais;

π_t^e – taxa de inflação esperada um ano à frente;

x_t^e – taxa de depreciação cambial esperada nos próximos 12 meses;

ρ_t – prêmio de risco da taxa de juros (alternativamente, *spread* dos CDS, EMBI *stripped* e VIX);

f_t – saldo governamental sazonalmente ajustado (NFSP/PIB em percentual);

y_t^e – taxa de crescimento esperada da economia (produção industrial) nos próximos 12 meses ou hiato do produto (medido pelo IBC-Br);

d_t – taxa efetiva de recolhimentos compulsórios das instituições financeiras;

r_t^* – rendimento nominal de um ativo internacional sem risco (média mensal do rendimento nominal de cinco anos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América (EUA) com taxa de maturidade constante);

θ_t – alíquota da taxa do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF);

B_t – participação percentual de não residentes na DPMFi ou investimentos líquidos acumulados em 12 meses de não residentes em renda fixa de longo prazo negociados no país em relação ao PIB defasado.

Testes convencionais não rejeitam a hipótese de presença de raiz unitária para as taxas de juros longa e curta (r_t^{LT} e r_t^{ST}), para participação percentual de não residentes na DPMFi, para a fração do investimento estrangeiro no PIB e para o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA de cinco anos.

Considerando o vetor de cointegração encontrado entre o rendimento dos títulos brasileiros de cinco anos, r_t^{LT} , a taxa da meta Selic, r_t^{ST} , e a participação de não residentes na DPMFi, B_t , a correspondente representação do vetor de correção de erros é especificada como:

$$(2) \quad \Delta r_t^{LT} = \alpha_0 + \alpha_1 (r_{t-1}^{LT} - \beta_0 - \beta_1 r_{t-1}^{ST} - \beta_2 B_{t-1}) + \xi_1^{(1)} \Delta r_{t-1}^{LT} + \xi_2^{(1)} \Delta r_{t-1}^{ST} + \xi_3^{(1)} \Delta B_{t-1} + \dots + \xi_1^{(p-1)} \Delta r_{t-(p-1)}^{LT} + \xi_2^{(p-1)} \Delta r_{t-(p-1)}^{ST} + \xi_3^{(p-1)} \Delta B_{t-(p-1)} + \Theta Z + \varepsilon_t$$

Após testar amplo conjunto de variáveis de controle (Z), as três especificações finais incluem saldo governamental, índice de volatilidade, hiato do produto, alíquota do IOF, a primeira diferença do rendimento dos títulos dos EUA e a taxa efetiva de depósitos compulsórios⁵. Uma *dummy* para dezembro de 2008 também é utilizada, a fim de eliminar a observação com resíduo mais elevado na estimação da equação do rendimento nominal dos títulos públicos (efeito possivelmente relacionado à crise financeira de 2007/2008). A Tabela 1 apresenta os resultados das estimações para as três especificações. Os critérios de informação Hannan-Quinn e Schwarz indicam que o modelo com apenas uma defasagem deve ser escolhido⁶.

Ao estimar o modelo de cointegração (equação de longo prazo em conjunto com os termos de correção de erros), baseado em Johansen e Juselius (1990), os resultados mostram que a participação de não residentes na DPMFi reduz, no longo prazo, o rendimento nominal dos títulos da dívida pública interna com vencimento em cinco anos. Resultados similares foram obtidos anteriormente em Vale (2012) e Peiris (2010, p. 13). O coeficiente da participação dos não residentes na DPMFi apresenta o sinal esperado e magnitude similar à obtida em outros estudos. Conforme a Tabela 1, a equação de cointegração sugere que, nas especificações (1) e (2), o aumento de um ponto percentual na participação de não residentes reduz o rendimento dos títulos públicos com vencimento em cinco anos em sete pontos base no longo prazo ($\beta_2 = -0,0712$ no modelo (1) e $\beta_2 = -0,0700$ no modelo (2)), sendo compatível com resultados obtidos em estudos anteriores⁷. Além disso, o coeficiente da equação de cointegração do modelo de correção de erros, conhecido

5/ r^* é incluído em primeira diferença, porque apresenta sinal contrário ao esperado, quando incluído na equação de cointegração.

6/ Na Tabela 2, testes de normalidade dos resíduos não rejeitam esta hipótese a 10% de significância. Além disso, a hipótese de que a assimetria e a curtose da distribuição não sejam diferentes das da normal não é rejeitada a 10%.

7/ Pradhan *et al.* (2010) estima 4 pontos base (p.b.) e Vale (2011), 6,58 p.b. Peiris (2010), com dados trimestrais, encontra redução em 6 p.b.

como velocidade de ajuste aos desvios em relação ao equilíbrio de longo prazo, é significativo a 1%, negativo e com módulo menor do que a unidade. Dessa forma, os desequilíbrios são corrigidos a uma velocidade razoável e sua significância garante que as especificações (1) e (2) têm representação de correção de erros.

Tabela 1 – Estimativas do modelo de correção de erros

Equação de cointegração	[1]	[2]	[3]
Constante	-9,676	-8,668	-9,773
Rendimento nominal dos títulos da DPMFi com vencimento 5 anos	1	1	1
Participação percentual de não residentes na DPMFi	0,071	0,070	
Investimentos líquidos acumulados 12 meses de não residentes em renda fixa longo prazo negociados no país em relação PIB defasado			1,237 *
Taxa de juros de curto prazo dada pela Meta Selic	-0,309 **	-0,399 **	-0,272
Rendimento nominal de um ativo internacional sem risco (título do Tesouro dos EUA de 5 anos)			-0,200
Correção de erros	[1]	[2]	[3]
Constante	1,088 *	0,736	1,236 **
Equação de cointegração	-0,253 ***	-0,159 **	-0,214 ***
Defasagem (participação de não residentes na DPMFi)	-0,175	-0,106	
Defasagem (investimentos líquidos acumulados 12 meses de não residentes em renda fixa longo prazo negociados no país em relação PIB defasado)			-1,287 *
Saldo governamental sazonalmente ajustado (% PIB)	-0,071 **	-0,051 *	-0,098 ***
VIX	0,032 ***	0,028 ***	0,027 ***
Hiato do produto (medido pelo IBC-Br)	27,250 ***	21,820 ***	26,650 ***
Alíquota da taxa do IOF	0,074 **		0,034
Defasagem (alíquota da taxa do IOF)		0,053	
Defasagem (rendimento nominal de um ativo internacional sem risco - título do Tesouro dos EUA de 5 anos)	0,534 **	0,351	
Taxa de recolhimentos compulsórios das instituições financeiras	-0,071 ***	-0,054 **	-0,067 ***
<i>Dummy</i> dezembro 2008		-1,771 ***	
Número de observações	65	65	65
R ² Ajustado	0,593	0,653	0,577
Máxima verossimilhança	-29,088	-23,358	-30,346
Estatística F	10,340	11,934	9,743
Intervalo de defasagem para variáveis endógenas	1	1	1

Obs: *, ** e *** denotam significância a 10%, 5% and 1%, respectivamente.

Tabela 2 – Teste dos resíduos. Hipótese nula: normalidade dos resíduos da equação

Modelos	[1]	[2]	[3]
Assimetria (qui-quadrado)	0,191 (0,662)	0,167 (0,683)	0,031 (0,860)
Curtose (qui-quadrado)	0,705 (0,401)	2,044 (0,116)	0,188 (0,664)
Normalidade (Jarque-Bera)	0,896 (0,639)	2,639 (0,267)	0,219 (0,896)

Obs: Os números entre parênteses são *p-values*.

Quando a razão entre investimentos líquidos de não residentes (em renda fixa de longo prazo negociados no país) e PIB defasado é utilizada como alternativa à participação de não residentes na DPMFi, a nova variável explicativa é significativa no longo prazo, quando a relação de cointegração inclui o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA com vencimento em cinco anos. A especificação (3), que a inclui, destaca-se por apresentar coeficiente significativo a 10%, na equação de cointegração bem como no modelo de correção de erros. De acordo com a equação de cointegração, um aumento de 10 p.b. nas entradas líquidas de não residentes como fração do PIB reduz o rendimento dos títulos públicos brasileiros com vencimento em cinco anos em 12,4 p.b. no longo prazo^{8,9}.

Em resumo, os exercícios apresentados neste box indicam que o rendimento nominal dos títulos públicos federais com vencimento em cinco anos é afetado, no longo prazo, tanto pela participação de não residentes na DPMFi, como, alternativamente, pelos investimentos líquidos de não residentes em renda fixa relativos ao PIB. No curto prazo, seis variáveis impactam significativamente a taxa de variação do rendimento nominal dos títulos públicos federais: saldo governamental, índice de volatilidade, hiato do produto, alíquota do IOF, a primeira diferença do rendimento dos títulos dos EUA e a taxa efetiva de depósitos compulsórios.

Referências

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADOS DE CAPITAIS DO IBMEC – CEMEC (2013). Contas Financeiras: Retrospecto 2000 – 2012, abril.

JOHANSEN, S. e JUSELIUS, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - with Applications to the Demand for Money. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52, 2, 169-210.

8/ Para o período de análise, a série de entradas líquidas de capitais de não residentes em relação ao PIB tem uma variação máxima mensal absoluta de 0,24 pontos percentuais (p.p.).

9/ Warnock e Warnock (2005, Tabela 2) verificam que o aumento de 0,1 p.p. nas entradas de capitais públicos e privados de não residentes em relação ao PIB decresce o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA em 0,023 p.p. Isto representa a quinta parte do resultado encontrado para o Brasil. No entanto, a omissão do fluxo de saída de capitais pode causar um viés negativo na estimação do coeficiente.

LEON, M. S. (2014). International Capital Flows and Yields of Public Debt Bonds. Banco Central do Brasil. Working Paper no. 345.

PEIRIS, S. (2010). Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets. International Monetary Fund. IMF Working Paper WP/10/88.

PRADHAN, M.; BALAKRISHNAN, R.; BAQIR, R.; HEENAN, G.; VOWAK, S.; ONER, C.; PANTH, S. (2011). Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets. International Monetary Fund. IMF Staff Discussion Note, April 21.

VALE, E. M. do (2012). Melhorias para a Dívida Pública e para a Sociedade Decorrentes da Participação Estrangeira na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Tesouro Nacional. Textos para Discussão no. 6.

WARNOCK, F. e WARNOCK, V. (2005). International Capital Flows and U.S. Interest Rates. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper no. 840.

Anexo

Notas da 180ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 14 e 15/01/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (14/01) e do 20º andar (15/01) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h31 (14/01) e 16h48 (15/01)

Horário de término: 19h36 (14/01) e 19h57 (15/01)

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 14/01)

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 15/01)

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 14/01)

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 do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 0,92%

em dezembro, 0,13 ponto percentual (p.p.) maior do que a registrada em dezembro de 2012. Dessa forma, a inflação acumulada em 2013 atingiu 5,91% (ante 5,84% em 2012). Os preços livres aumentaram 7,29% em 2013 (6,56% em 2012); e os preços administrados, 1,54% (3,65% em 2012). Especificamente sobre os preços livres, os de bens comercializáveis aumentaram 6,01% em 2013 (4,47% no ano anterior), e os de bens não comercializáveis, 8,43% (8,46% em 2012). Por sua vez, os preços do segmento de alimentos e bebidas aumentaram 8,48% em 2013 (9,86% em 2012); e os dos serviços, 8,75% (mesmo valor observado em 2012). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete em parte o fato de a inflação de serviços seguir em níveis elevados.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, passou de 0,54% em novembro para 0,76% em dezembro. Assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,28% (0,68 p.p. acima da registrada em dezembro de 2012). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização se deslocou de 0,45% em novembro para 0,58% em dezembro; o núcleo por dupla ponderação, de 0,52% para 0,79%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,60% para 0,96%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,55% para 0,72%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,57% para 0,74%. O índice de difusão ficou em 69,3% em dezembro (ante 70,7% no mesmo mês do ano anterior).
3. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,69% em dezembro, na comparação mensal, e 5,52% no acumulado em doze meses (8,10% em 2012). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), aumentou 5,07% em 2013 (9,13% em 2012), com recuo de 1,76% nos preços de produtos agropecuários em 2013 e elevação de 7,87% nos de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,63% em 2013 (5,74% em 2012); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 8,09% (7,12% em 2012), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 9,77% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), aumentou 0,62% em novembro em relação ao mês anterior (5,47% 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 impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em outubro, o IBC-Br variou 0,8% em relação ao mês anterior e 2,7% em relação a outubro de 2012. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto referente ao Brasil apontou intensificação da atividade econômica pelo quarto mês consecutivo em dezembro. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou em dezembro e, dessa forma, reverteu avanço observado no mês anterior, de acordo com a série livre de influências sazonais. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), aumentou em dezembro, a exemplo do que havia ocorrido em novembro. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) também avançou em dezembro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta crescimento de 0,7% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.
5. A economia brasileira cresceu 2,2% no terceiro trimestre de 2013, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após crescer 3,3% no segundo trimestre, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, após crescer 1,8% no segundo trimestre, o Produto Interno Bruto (PIB) diminuiu 0,5% no terceiro trimestre, na comparação com o trimestre imediatamente anterior. Dessa forma,

a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres se deslocou de 2,0% para 2,3%. Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias continuou em expansão, com crescimento de 1,0% no terceiro trimestre, ante o anterior, e de 2,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012 – quadragésimo aumento consecutivo nessa base de comparação. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 1,2% em relação ao trimestre anterior e 2,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) aumentou 7,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012, não obstante haver recuado 2,2% em relação ao trimestre anterior.

6. Após crescimento de 0,6% em outubro, a atividade fabril recuou 0,2% em novembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, a produção industrial em novembro superou em 0,4% a observada em novembro de 2012. Entre janeiro e novembro, a produção física da indústria aumentou 1,4% em comparação ao mesmo período de 2012, com destaque para a produção de veículos automotores (com expansão de 9,0%), bem como para a de outros equipamentos de transporte, e refino de petróleo e produção de álcool (com expansão de 7,8% e 7,7%, respectivamente). Note-se ainda que a produção aumentou em 16 ramos de atividade, dos 27 pesquisados, nessa mesma base de comparação. O indicador PMI do setor industrial aponta expansão em dezembro. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 4,6% entre janeiro e outubro de 2013, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, e o número de horas trabalhadas cresceu 0,1%.
7. Entre as categorias de uso, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital recuou em novembro (2,6%); ao passo que a de bens intermediários, a de bens de consumo duráveis e a de bens semiduráveis e não duráveis aumentaram 1,2%, 0,3% e 0,3%, respectivamente. No que se refere à variação acumulada em doze meses até novembro, houve crescimento de 11,6% na produção de bens de capital e de 0,8% na de bens de consumo duráveis; recuo de 0,4% na produção do setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis; e estabilidade na produção do setor de bens intermediários.
8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, recuou para 4,6% em novembro, repetindo, assim, o mínimo da série histórica observado em dezembro de 2012. A taxa de desocupação também atingiu o mínimo da série histórica iniciada em 2002, de acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central (5,1%), o que, em parte, reflete redução da população economicamente ativa (PEA). Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 3,0% em novembro, comparado a igual mês do ano anterior; e a massa salarial real, 2,3%, na mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 47,5 mil postos de trabalho formais em novembro (ante 46,1 mil em novembro de 2012). Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora existam 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 varejista ampliado cresceu 2,2% em outubro de 2013, em relação ao mesmo mês do ano anterior, e o do comércio varejista restrito, 5,3%. As variações mês a mês foram de 1,8% e de 0,2%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 3,9%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, registrou a quinta alta consecutiva em dezembro, em razão de melhoras na percepção da situação atual. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará sendo 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, alcançou 84,9% em dezembro (84,8% em dezembro de 2012) e, na série dessazonalizada pela FGV, 84,2%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital ficou em 81,8%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização da capacidade se posicionou em 84,6%, 85,1% e 90,1%, respectivamente. Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 11,3% no período de doze meses até novembro.
11. O saldo da balança comercial alcançou US\$2,6 bilhões em 2013 (US\$19,4 bilhões em 2012). Esse resultado adveio de exportações de US\$242,2 bilhões e de importações de US\$239,6 bilhões, com recuo de 0,2% e avanço de 7,4%, respectivamente, em relação ao ano anterior. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$81,1 bilhões em novembro, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$62,8 bilhões em doze meses até novembro, equivalentes a 2,8% do PIB.
12. Na economia global, as perspectivas apontam ritmo mais intenso da atividade em importantes economias maduras. Na Europa, em que pese avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Note-se que indicadores antecedentes compostos, divulgados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referentes a novembro, e indicadores coincidentes PMI, referentes a dezembro, apontam melhoras na margem em diversas economias avançadas e emergentes, em especial no setor manufatureiro, com perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência ou acima desta. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) iniciou processo de redução gradual do programa de compra de ativos, no entanto, de modo geral, prevalecem posturas acomodáticas nas economias maduras. Da mesma forma, nas economias emergentes, a política monetária se apresenta predominantemente expansionista. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nos Estados Unidos (EUA), na Zona do Euro e no Japão.
13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou ligeiramente desde a última reunião do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de 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. Desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 3,3%, e os preços das *commodities* metálicas aumentaram 4,9%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 3,5% em doze meses até dezembro 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) projeta-se estabilidade nos preços da gasolina e do gás de bujão, para o acumulado de 2014;
 - b) a projeção aponta elevação de 7,5%, para o acumulado de 2014, na tarifa residencial de eletricidade;
 - c) projeta-se estabilidade da tarifa de telefonia fixa, para o acumulado de 2014;
 - d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de novembro; e

- e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2015, é de 4,5%. Essas projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).
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 0 ponto base (p.b.) e 42 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2014. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.
17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2014 elevou-se de 5,92% para 6,00%. Para 2015, a mediana das projeções de inflação encontra-se em 5,50%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,40/US\$ e da taxa Selic em 10,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 aumentou em relação ao valor considerado na última reunião, e permanece acima da meta de 4,5% 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 2014 também aumentou em relação ao valor considerado na reunião de novembro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, em ambos os cenários, a projeção de inflação se posiciona acima da meta.

Implementação da política monetária

19. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
20. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, amparadas em dados positivos recentemente divulgados, mantiveram-se as

perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. De fato, há avanços nas economias maduras, inclusive em países da Área do Euro, não obstante, de modo geral, 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 não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca ainda evidências de acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais, bem como de focos de tensão e de volatilidade nos mercados de moeda.

21. O Copom pondera que o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade doméstica relativamente estável este ano, em comparação a 2013, e que informações recentes indicam, no horizonte relevante para a política monetária, mudanças na composição da demanda e da oferta agregada. A absorção interna vem se expandindo a taxas maiores do que as de crescimento do PIB e, na visão do Comitê, tende a ser beneficiada pelos efeitos de ações de política fiscal, da expansão moderada da oferta de crédito (especialmente, do crédito ao consumo), do programa de concessão de serviços públicos e do programa de permissão para exploração de petróleo, entre outros fatores. Para o Comitê, entretanto, delinea-se ambiente em que o consumo tenderia a continuar em crescimento, porém, em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos ganhariam impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária e que, no horizonte relevante para a política monetária, o setor de serviços tenderia a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços em termos de qualificação da mão de obra – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.
22. 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 e que se criam condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.
23. 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.
24. 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 a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.

25. O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos semestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, os movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.
26. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência, que, a propósito, tem se mostrado ligeiramente acima daquela que se antecipava. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Dessa forma, o Copom entende ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições monetárias ora em curso.
27. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu por unanimidade, neste momento, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 10,50% a.a., sem viés.
28. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.
29. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.
30. O Copom 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.
31. 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. Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que a transmissão dos efeitos das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 25 de fevereiro de 2014, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 24.064, de 12 de junho de 2013.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

33. O IPCA variou 0,92% em dezembro, ante 0,54% em novembro, alta de 5,91% em 2013, ante 5,77% nos doze meses até novembro e 5,84% em 2012, de acordo com o IBGE. A aceleração mensal refletiu os avanços de 0,36 p.p., para 0,92%, na variação dos preços livres e de 0,43 p.p., para 0,91%, na dos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu as acelerações dos preços dos bens não comercializáveis, de 0,61% para 1,13%, com destaque para serviços, com variação de 1,16%, ante 0,65% no mês anterior, e dos produtos comercializáveis, de 0,50% para 0,68%. A aceleração mensal do IPCA foi favorecida, principalmente, pelos avanços de 0,36% para 1,85% nos preços do grupo transportes, com contribuição de 0,35 p.p. para o índice, ante 0,07 p.p. em outubro, e de 0,56% para 0,89% no grupo alimentação e bebidas, com contribuição de 0,22 p.p., ante 0,14 p.p. no mês anterior. O índice de difusão atingiu 69,32% em dezembro, ante 68,22% em novembro.
34. Considerados períodos de doze meses, os preços livres desaceleraram de 7,31%, em novembro, para 7,29% em dezembro, reflexo da evolução de 6,20% para 6,01% na variação dos preços dos bens comercializáveis, enquanto os preços dos bens não comercializáveis aceleraram de 8,29% para 8,43%. A elevação dos preços monitorados atingiu 1,54%, ante 0,95% no período de doze meses encerrado em novembro. Os preços dos serviços aumentaram 8,75%, ante variações de 8,55% e 8,74%, nos períodos de doze meses finalizados em novembro e outubro, respectivamente.
35. O IGP-10 variou 0,58% em janeiro, após alta de 0,44% em dezembro, de acordo com a FGV, refletindo acelerações nos seus três componentes. O indicador acumula aumento de 5,55% em doze meses, comparativamente a 5,39% até dezembro.
36. O IPA-10 avançou 0,55% em janeiro, ante 0,38% em dezembro, acumulando alta de 5,19% em doze meses. Os preços dos produtos industriais aumentaram 0,81% no mês, ante 0,35% em dezembro, acumulando alta de 8,00% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 0,14% em janeiro, ante alta de 0,45% no mês anterior, acumulando queda de 1,68% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou o aumento dos derivados de petróleo e álcool, 3,58%, com contribuição de 0,29 p.p. para o índice. Em relação aos produtos agropecuários, ressaltem-se as variações dos itens café, 13,37%, e bovinos, 2,62%, exercendo contribuições de 0,11 p.p. e 0,10 p.p., respectivamente.
37. O IPC-10 variou 0,76% em janeiro, ante 0,68% em dezembro, acumulando alta de 5,48% em doze meses. A aceleração do IPC-10 em janeiro refletiu especialmente as elevações nos grupos transportes, 1,17% ante 0,41% em dezembro, e educação, leitura e recreação, 1,72% ante 0,48%, com contribuições respectivas de 0,20 p.p. e 0,13 p.p. O INCC-10 variou 0,36% em janeiro, ante 0,26% em dezembro, com aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,20% para 0,26%, e alta de 0,45% nos custos de mão de obra, ante 0,32% no mês anterior. O INCC-10 acumulou variação de 8,18% em doze meses.
38. O IPP/IT variou 0,62% em novembro, ante -0,45% em outubro, acumulando variação de 5,04% no ano, ante 6,84% no mesmo período de 2012. O resultado mensal do IPP/IT refletiu, especialmente, as elevações de 1,22%, 1,20% e 0,72% nos preços dos segmentos alimentos, metalurgia e veículos automotores, reboques e carrocerias, com contribuições respectivas para o índice de 0,25 p.p., 0,09 p.p. e 0,08 p.p. Em doze meses, o IPP/IT aumentou 5,47% em novembro, ante 5,09% no mês anterior, destacando-se as contribuições dos itens alimentos, 1,42 p.p.; metalurgia, 0,61 p.p.; e coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, 0,47 p.p.
39. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 2,49% em dezembro, após alta de 2,73% em novembro, com

avanços respectivos de 1,53%, 3,31% e 6,10% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Em 2013, o IC-Br avançou 3,12%, resultado de valorizações de 0,23%, 4,88% e 14,70%, na ordem, nas *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

Atividade econômica

40. O PIB recuou 0,5% no terceiro trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 1,8% (revisado), de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Em relação ao terceiro trimestre de 2012, o PIB cresceu 2,2%. Pela ótica da oferta, considerados dados dessazonalizados, o resultado refletiu variações de -3,5% na agropecuária, 0,1% na indústria e 0,1% nos serviços. O componente doméstico da demanda registrou elevações no consumo das famílias, 1,0%, e do governo, 1,2% contrastando com a queda de 2,2% na FBCF, enquanto no âmbito do setor externo as exportações e as importações retraíram 1,4% e 0,1%, respectivamente. No acumulado do ano, o PIB elevou-se 2,4%, com crescimentos de 8,1% na agropecuária, 2,1% nos serviços e 1,2% na indústria. A análise da demanda revela, no mesmo período, contribuições de 3,6 p.p. do componente doméstico, com ênfase nas variações respectivas de 6,5%, 2,4% e de 1,8% na FBCF e nos consumos das famílias e do governo, respectivamente; e de -1,2 p.p. do setor externo, reflexo de elevações de 1,4% nas exportações e de 9,6% nas importações.
41. O IBC-Br cresceu 0,77% em outubro em relação a setembro, quando registrara estabilidade, considerados dados dessazonalizados. O indicador variou 0,43% no trimestre encerrado em outubro, ante o finalizado em julho, quando havia aumentado 0,16% no mesmo tipo de comparação. Na série com dados observados, o IBC-Br cresceu 2,74%, em relação a outubro de 2012, ante 3,33% em setembro, na mesma base de comparação, e acumulou elevações de 2,81% no ano e de 2,44% no período de doze meses terminado em outubro.
42. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceram 1,8% em outubro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após queda de 0,7% em setembro e alta de 0,3% em agosto. As vendas aumentaram 1,2% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, quando haviam crescido 0,5%, no mesmo tipo de comparação. Ocorreram elevações mensais nas vendas de sete dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos e motos, partes e peças, 6,2%; equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 3%; e livros jornais, revistas e papelaria, 1,5%. Em oposição, ressaltam-se as retrações de 0,4% nas vendas de hipermercados, supermercados e produtos alimentícios e nas de tecidos, vestuários e calçados. As vendas do comércio varejista cresceram 0,2% em outubro, comparativamente ao mês anterior, após altas de 0,5% em setembro e de 0,9% em agosto, acumulando expansão de 2,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho.
43. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram expansão interanual de 2,2% em outubro, com ênfase no crescimento de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 11,9%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 11,4%; e equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 10,5%. Em oposição, ressalte-se o recuo de 4,2% nas vendas de veículos e motos, partes e peças, no mesmo tipo de comparação. O comércio ampliado cresceu 3,9% no período de doze meses encerrado em outubro, destacando-se o aumento das vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 10,9%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,2%; e material de construção, 7%. Na comparação interanual e no período de doze meses encerrado em outubro, o comércio varejista cresceu 5,3% e 4,5%, respectivamente.
44. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões, e ônibus, atingiram 353,9 mil unidades em dezembro, elevação de 5,2% em relação a novembro, de acordo com

dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas vendas recuaram 0,9% no quarto trimestre, em relação ao terceiro, quando decresceram 4,3% no mesmo tipo de comparação. Em 2013, as vendas de autoveículos diminuíram 1,6% relativamente ao ano anterior, refletindo, principalmente, a retração de 4% na venda de automóveis. Em oposição, as vendas de ônibus, caminhões e comerciais leves aumentaram 20,6%, 13% e 3,6%, respectivamente.

45. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, recuou 0,8% em novembro, na comparação com o mês anterior. A análise dos dados observados indicou variações de -5,1% em relação a novembro de 2012, de 2,7% no ano e de 2,8% no intervalo de doze meses terminado em novembro.
46. A produção de bens de capital recuou 2,6% em novembro, acumulando expansão de 2,9% no trimestre encerrado em novembro, relativamente ao finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal refletiu, sobretudo, as retrações na produção das indústrias de bens de capital para fins industriais, 6,5%; e de equipamentos de uso misto, 2,9%. Em oposição, ressalte-se o crescimento de 11,9% da indústria de peças agrícolas. Considerando dados observados, a expansão de 9,6%, em relação a novembro de 2012, repercutiu, especialmente, a elevação da produção de bens de capital para construção, 55,7%; de equipamentos agrícolas, 18,3%; e de equipamentos de transporte, 9%.
47. A produção de insumos típicos da construção civil retraiu 1,9% em novembro, acumulando elevação de 0,2% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, considerando dados dessazonalizados. No período de doze meses encerrado em novembro, a produção do segmento cresceu 1,7%.
48. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$194,4 bilhões no intervalo de doze meses encerrado em outubro, elevação de 35,1% em relação a igual período de 2012. Aumentaram os recursos destinados a todos os segmentos: agropecuária, 71%; comércio e serviços, 66%; infraestrutura, 30%; e indústria, 11%. No período, o setor de infraestrutura absorveu 33% do total dos recursos liberados, seguido pelo comércio e serviços, 30%; indústria, 28%; e agropecuária, 9%.
49. A produção física da indústria geral decresceu 0,2% em novembro, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após alta de 0,6% em outubro. As indústrias extrativa e a de transformação variaram -3,1% e 0,1%, respectivamente, no mês. Entre as categorias de uso, destaque para a produção de bens de capital, que recuou 2,6% em novembro, contrastando com as elevações em bens intermediários, 1,2%; e em bens de consumo, 0,5%. Treze das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa aumentaram a produção, com destaque para a farmacêutica, 9,6%; de fumo, 5,4%; e de refino de petróleo e álcool, 4%. Em oposição, a produção diminuiu nos segmentos de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, -16%; edição, impressão e reprodução, -5,3%; perfumaria, sabões, detergentes e outros produtos de limpeza, -4,6%; vestuário, -3,5%; têxtil, -3,5%; produtos de metal, -3,4%; e veículos automotores, -3,2%. A produção da indústria aumentou 0,3% no trimestre encerrado em novembro, ante o finalizado em agosto, quando declinara 0,2%, resultado das expansões de 1,9% na indústria extrativa e de 0,2% na de transformação. Destacaram-se os aumentos das indústrias de diversos, 12,6%; de fumo, 9,5%; de perfumaria, sabões, detergentes e outros produtos de limpeza, 7,5%; e de madeira, 5%; e as retrações das indústrias de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, -8%; de edição, impressão e reprodução, -5,2%; de bebidas, -5,2%, e de vestuário, -5,1%. Considerados dados observados, a produção física da indústria geral aumentou 0,4%, em relação a novembro de 2012, refletindo elevações de 0,1% na indústria extrativa e de 0,4% na de transformação, com destaque para a expansão de 9,6% da produção de bens de capital, seguida pelo crescimento de 1,3% na indústria de bens intermediários, em contraposição à

redução de 4,1% na produção de bens de consumo duráveis e de 1,6% na de bens de consumo semi e não duráveis. As elevações respectivas de 1,1% e 1% registradas no trimestre encerrado em novembro e no período de doze meses finalizado em novembro, relativamente a igual período do ano anterior, foram influenciadas, sobretudo, pelo crescimento de 17% e 11,5%, respectivamente, da indústria de bens de capital.

50. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,2% em dezembro, queda de 0,1 p.p. em relação ao observado em novembro, segundo dados dessazonalizados pela FGV. Ocorreram retrações de 1,5 p.p. na indústria de bens de capital, de 0,8 p.p. na de bens de consumo não duráveis e de 0,4 p.p. na de material de construção; elevação de 0,1 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis; e estabilidade na relativa a bens intermediários. Considerada a série observada, o Nuci elevou-se 0,1 p.p. em relação a dezembro de 2012, atingindo 84,9%, resultado de elevações de 1,7 p.p. em material de construção e de 0,2 p.p. em bens intermediários, e de reduções respectivas de 3,1 p.p., 1,6 p.p. e 0,2 p.p. nos segmentos de bens de consumo duráveis, bens de consumo não duráveis e bens de capital.
51. A produção de autoveículos atingiu 235,9 mil unidades em dezembro, redução de 5,7% em relação a novembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. No quarto trimestre, a produção de autoveículos recuou 9,5% em relação ao terceiro, quando declinara 8,7%, no mesmo tipo de comparação. Considerando dados observados, a produção variou -12,1% em relação a dezembro de 2012 e 9,9% no acumulado do ano.
52. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais variou 7,5% em relação a novembro e -0,1% no trimestre encerrado em dezembro, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve expansão de 0,1% em relação a dezembro de 2012 e de 1,5% em 2013. As exportações de autoveículos montados somaram 40,3 mil unidades em dezembro, variando -2,2% em relação a igual mês do ano anterior e 26,5% no ano. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações recuaram 8,9% em relação a novembro, acumulando contração de 25% no quarto trimestre, ante o terceiro.
53. De acordo com o LSPA, do IBGE, referente a dezembro, a safra de grãos do país deverá totalizar 188,2 milhões de toneladas em 2013, variando 16,2% em relação a 2012 e 0,7% em relação ao levantamento de novembro. A projeção para o ano reflete, principalmente, o aumento de 24,3% estimado para a produção de soja, seguindo-se os prognósticos de crescimento de 30,4%, 13,0%, 4,1% e 3,2% para as culturas do trigo, milho, feijão e arroz, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, elevação de 10,0% na safra de cana-de-açúcar e retrações respectivas de 14,8% e 4,7% nas de laranja e de café, na mesma base de comparação. Ainda segundo o instituto, que elaborou o terceiro prognóstico para a safra de 2014, estima-se que a produção de grãos atingirá 189,6 milhões de toneladas, 0,7% superior à projetada para 2013, influenciada principalmente pela expansão esperada de 10,5% na produção de soja, parcialmente compensada pela retração estimada de 9,2% para a cultura do milho.
54. De acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE, a receita nominal do setor cresceu 8,8% em outubro, ante igual mês de 2012, após variações de 9,7% em setembro e de 6,6% em agosto. O desempenho interanual em outubro repercutiu expansão de todos os segmentos analisados: serviços prestados às famílias, 12,6%; transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 9,9%; serviços de informação e comunicação, 7,9%; e serviços profissionais, administrativos e complementares, 7,2%. No acumulado do ano até outubro, a receita nominal do setor de serviços aumentou 8,5%, com destaque para o segmento de transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 10,8%.

Expectativas e sondagens

55. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de

Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, atingiu 111,5 pontos em dezembro. A retração de 1,2% em relação a novembro refletiu recuos de 1,3% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,4% no Índice de Expectativas (IE). O ICC variou -6,3% em relação a dezembro de 2012, resultado das quedas de 10,6% no ISA e de 3,5% no IE.

56. O ICS, da FGV, considerados dados dessazonalizados, atingiu 118,9 pontos em dezembro. A expansão de 2,6% em relação a novembro refletiu acréscimos de 4,1% no IE e de 0,6% no ISA. O ICS recuou 3,6% em relação a dezembro de 2012, resultado das reduções de 3,4% no IE e de 3,8% no ISA.

57. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 126,9 pontos em dezembro. A expansão mensal de 1,2%, em relação ao mesmo mês de 2012, decorreu das variações de 2,9%, no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de -0,3% no Índice de Expectativas (IE-COM). O ICOM registrou contração de 3% no quarto trimestre, em relação ao mesmo período de 2012, resultado das quedas de 6,4% no ISA-COM e de 0,4% no IE-COM.

58. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, atingiu 100,1 pontos em dezembro. A elevação mensal de 1,1% foi resultado dos aumentos de 2,2% no IE e de 0,1% no ISA. O indicador recuou 5,8% em relação a dezembro de 2012, refletindo retrações de 5,5% no IE e de 5,9% no ISA.

59. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 115,6 pontos em dezembro, retração de 5% em relação a igual mês de 2012. O resultado refletiu reduções de 5% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 4,9% no Índice de Expectativas (IE-ICST). O ICST também registrou retração no quarto trimestre de 2013, 3,9%, comparativamente a igual período de 2012, em decorrência das contrações de 6,2% no ISA-ICST e de 1,6% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

60. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram gerados 47,5 mil empregos formais em novembro, ante 46,1 mil em igual mês de 2012, dos quais 103,3 mil no comércio e 44,8 mil em serviços, parcialmente compensados pelas contrações de 34,3 mil na indústria de transformação, de 33,2 mil na agropecuária e de 31,8 mil na construção. No acumulado do ano foram abertos 1,2 milhão de postos e no período de doze meses encerrado em novembro, 683,2 mil, ante 1,4 milhão e 957 mil, respectivamente, nos períodos equivalentes em 2012. O nível de emprego formal registrou aumento mensal de 0,1% em relação a outubro, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.

61. A taxa de desemprego atingiu 4,6% em novembro, redução de 0,6 p.p. em relação a outubro e de 0,3 p.p. comparativamente a novembro de 2012, de acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O resultado mensal refletiu aumento de 0,1% da população ocupada e queda de 0,5% da PEA. Em relação a novembro de 2012, a ocupação decresceu 0,7%, ante 0,4% em outubro, na mesma base de comparação. A taxa de desemprego, ajustada sazonalmente, diminuiu de 5,3% em outubro para 5,1% em novembro. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores cresceu 2% no mês e 3% na comparação interanual, enquanto a massa salarial real – definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal – variou 2% e 2,2%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

Crédito e inadimplência

62. O saldo total de crédito do sistema financeiro, incluindo-se as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.647 bilhões em novembro, com expansões de 1,5% no mês e de 14,5% em doze meses. A relação crédito/PIB aumentou 0,5 p.p. em relação a outubro, ao alcançar 55,6%, e cresceu 2,7 p.p. comparativamente a novembro de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 55,9% do estoque total do sistema financeiro, cresceu 1% no mês e 7,8% em doze meses, refletindo variações de 0,3% e 7,7%, respectivamente, no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,7% e de 8% no relativo a pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 2,1% e 24,4%, nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,6% e 28,3%, respectivamente, do crédito rural, e de 2,3% e 34,2% dos financiamentos imobiliários, destinados a pessoas físicas, e de 2,5% e 31,1%, na ordem, do crédito rural, entre as operações destinadas a pessoas jurídicas.
63. A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 20% a.a. em novembro, elevação de 0,2 p.p. em relação a outubro e de 1,1 p.p. ante novembro de 2012. A taxa média atingiu 26,1% nas operações com pessoas físicas, com variações de -0,1 p.p. no mês e de 1 p.p. em doze meses, e 15,1% no segmento de pessoas jurídicas, com expansões respectivas de 0,3 p.p. e de 0,9 p.p., para o mesmo tipo de comparação.
64. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu 94,8 meses em novembro, recuando 0,8 mês em relação a outubro e aumentando 8,1 meses na comparação com novembro de 2012. No segmento de pessoas físicas, o prazo médio situou-se em 137,8 meses, elevando-se 1,6 mês e 17 meses, respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas, o prazo médio alcançou 61 meses, com retração de 2,7 meses em relação a outubro e acréscimo de 0,3 mês relativamente novembro de 2012.
65. A taxa de inadimplência do sistema financeiro, correspondente às operações com atrasos superiores a noventa dias, atingiu 3,1% em novembro, recuando 0,1 p.p. em relação a outubro e 0,7 p.p. ante novembro de 2012. Os indicadores referentes às operações com pessoas físicas e jurídicas situaram-se em 4,5% e 1,9%, respectivamente, em novembro, ambos com redução de 0,1 p.p. em relação a outubro e de 1,2 p.p. e 0,4 p.p., na ordem, em doze meses.

Ambiente externo

66. Nos EUA, a variação trimestral anualizada do PIB do terceiro trimestre foi revisada para cima, 4,1%, ante de 2,8% e 3,6%, respectivamente, nas duas estimativas anteriores. A taxa de desemprego recuou em dezembro para 6,7%, enquanto a geração de postos de trabalho não rurais desacelerou para 74 mil em dezembro, de 241 mil em novembro. Os preços dos imóveis residenciais seguem em elevação, o que, junto com a alta das ações, tem proporcionado elevação da riqueza das famílias. Em dezembro, a confiança do consumidor, medida pelo índice Thomson Reuters/Universidade de Michigan, atingiu o maior valor em cinco meses. Na Área do Euro, a taxa de desemprego mantém-se há oito meses em 12,1%. O índice de sentimento econômico expandiu-se pelo oitavo mês consecutivo, e o PMI composto subiu para 52,1 em dezembro, com média de 51,9 no último trimestre de 2013, ante 51,4 no trimestre anterior. No Japão, as exportações seguem em expansão, beneficiadas pelo crescimento da atividade econômica global e pela desvalorização do iene, o que tem favorecido a expansão dos lucros corporativos e dos investimentos empresariais. A produção industrial média do bimestre outubro/novembro registrou alta de 1,7% frente à média do terceiro trimestre. Em dezembro, o PMI manufatura subiu para 55,2, o maior valor desde julho de 2006, quando havia assinalado 55,4. Na China, a atividade econômica permanece sólida, com as exportações crescendo de forma consistente, impulsionadas pela alta das vendas para a Área do Euro. A despeito do recuo, na

margem, do PMI composto (51,2 em dezembro), no trimestre encerrado em dezembro, o índice registrou média de 51,8, ante 50,8 no trimestre anterior.

67. Desde o último Copom, os mercados acionários se valorizaram na maior parte das economias avançadas, enquanto que, nas economias emergentes, o comportamento foi mais volátil, com altas nos índices da África do Sul, Índia e Indonésia, e recuos nos índices do Brasil, China, Tailândia e Turquia. Os rendimentos anuais dos títulos de dez anos do Tesouro dos EUA subiram no período entre reuniões, tendo registrado trajetória de alta até o final de 2013, e de baixa desde então. O dólar avançou em relação às moedas da África do Sul, Canadá, Japão, Tailândia e Turquia; mas recuou frente ao euro e ao dólar neozelandês.

68. No mercado internacional de *commodities*, as agropecuárias apresentaram trajetórias distintas, com destaques para as altas nos preços do café, algodão, milho e da carne bovina, e recuos nos preços do trigo e do açúcar. Os preços das *commodities* metálicas, com exceção de minério de ferro e estanho, avançaram. Dentre as energéticas, ressaltou-se o recuo no preço do barril do tipo *Brent*, refletindo a retomada da produção na Líbia.

69. De acordo com o *International Financial Statistics*, do Fundo Monetário Internacional (FMI), a variação anual do IPC global declinou para 3,1% em outubro, de 3,2% em setembro e 3,6% em julho, refletindo a desaceleração nos aumentos de preços nas economias avançadas, de 1,6% para 1,2% e 1,0%, respectivamente, enquanto nas em desenvolvimento as taxas foram, na ordem, de 6,6%, 6,2% e 6,4%. Desde a última reunião do Copom, os bancos centrais dos EUA, Área do Euro, Japão e Reino Unido conservaram as respectivas taxas de juros oficiais nas mínimas históricas. Nos EUA, em reunião de 18 de dezembro, o Fed decidiu reduzir a magnitude de seu programa de compras mensais de ativos em US\$10 bilhões, para US\$75 bilhões. As autoridades monetárias da Tailândia, Hungria, Suécia e Romênia ampliaram a postura expansionista de suas políticas, reduzindo suas respectivas taxas básicas.

Comércio exterior e reservas internacionais

70. A balança comercial brasileira apresentou *superavit* de US\$2,7 bilhões em dezembro, resultado de exportações de US\$20,8 bilhões e importações de US\$18,2 bilhões. O *superavit* somou US\$2,6 bilhões em 2013, ante *superavit* de US\$19,4 bilhões em 2012, refletindo retração de 1% das exportações e aumento de 6,5% das importações, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio totalizou US\$481,8 bilhões em 2013, expansão de 2,6% na comparação com o ano anterior, pelo critério de média diária.

71. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra, totalizaram US\$375,8 bilhões em dezembro, reduções de US\$302 milhões no mês e US\$2,8 bilhões na comparação com o final de 2012. No conceito caixa, o estoque atingiu US\$358,8 bilhões, redução de US\$3,6 bilhões em relação a novembro e de US\$14,3 bilhões comparativamente a dezembro de 2012. No mês, as liquidações de operações de linhas com compromisso de recompra somaram vendas de US\$3,3 bilhões, enquanto o estoque das operações registrou US\$17 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

72. Após a reunião do Copom de novembro, a curva de juros doméstica apresentou significativa oscilação, terminando o período em alta no trecho curto e com relativa estabilidade no médio e longo prazo. Os principais fatores que contribuíram para a elevação das taxas foram a divulgação de índices de inflação acima do esperado, o movimento de valorização do dólar, as preocupações com a condução da política fiscal e, no âmbito externo, a decisão do *Federal Reserve* de iniciar em janeiro a redução dos estímulos

monetários. Entre 25 de novembro de 2013 e 13 de janeiro de 2014, as taxas de juros de um, três e seis meses aumentaram 0,42 p.p., 0,35 p.p. e 0,14 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um e dois anos recuaram 0,09 p.p. e 0,08 p.p., respectivamente, enquanto a de três anos subiu 0,08 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, apresentou elevação de 4,42%, em 25 de novembro, para 4,46%, em 13 de janeiro, devido, principalmente, ao recuo das expectativas inflacionárias.

73. No período de 26 de novembro de 2013 a 13 de janeiro de 2014, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial tradicional com vencimentos entre março e setembro de 2014. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$22,6 bilhões, dos quais US\$12,0 bilhões referentes à rolagem de contratos com vencimentos em 2 de dezembro de 2013 e 2 de janeiro de 2014. Em 13 de janeiro, o saldo líquido da posição passiva em câmbio do Banco Central, nesse instrumento, alcançou o equivalente a US\$77,0 bilhões em valor nocional.
74. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 26 de novembro de 2013 a 13 de janeiro de 2014, diariamente, operações compromissadas de prazo de três meses, tomando recursos no valor total de R\$48,3 bilhões e, semanalmente, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$19,7 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou de R\$267,4 bilhões, entre 8 de outubro e 25 de novembro, para R\$194,3 bilhões, entre 26 de novembro e 13 de janeiro. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 33 dias úteis, no montante de R\$296,6 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas tomadoras de recursos de curtíssimo prazo, em 33 ocasiões. O saldo diário médio tomador dessas operações de curtíssimo prazo foi de R\$116,4 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central recuou de R\$666,7 bilhões, entre 8 de outubro e 25 de novembro, para R\$610,0 bilhões, entre 26 de novembro e 13 de janeiro. Considerando-se o período de 25 de novembro a 13 de janeiro, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$631,9 bilhões para R\$705,7 bilhões. O principal fator que contribuiu para a expansão da liquidez foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

Notas da 181ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 25 e 26/2/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (25/2) e do 20º andar (26/2) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h10 (25/2) e 17h10 (26/2)

Horário de término: 19h50 (25/2) e 20h32 (26/2)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente (presente somente em 26/2)

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Luiz Awazu Pereira da Silva (presente somente em 26/2)

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 25/2)

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 26/02)

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 25/2)

Enrico Bezerra Ximenes de Vasconcelos – Chefe Adjunto da Assessoria Econômica da Presidência

Gustavo Ênio Falcão Freire – Assessor de Imprensa

Maurício Barreto Campos – Chefe de Subunidade do Departamento Econômico

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 do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 0,55% em janeiro, 0,31 ponto percentual (p.p.) menor do que a registrada em janeiro de 2013 e 0,37 p.p. menor que a de dezembro de 2013. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses recuou para 5,59% em janeiro (ante 6,15% em janeiro de 2013), com os preços livres aumentando 6,65% (7,20% em janeiro de

2013) e os preços administrados, 2,15% (2,94% em janeiro de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,64% em doze meses (5,54% em janeiro de 2013), e os de não comercializáveis, 7,56% (8,69% em janeiro de 2013). Por sua vez, os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 7,25% no mesmo período (11,09% em janeiro de 2013); e os dos serviços, 8,26% (8,61% até janeiro de 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete em parte a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, se deslocou de 0,76% em dezembro para 0,53% em janeiro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,07% (0,25 p.p. acima da registrada em janeiro de 2013). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização se deslocou de 0,58% em dezembro para 0,55% em janeiro; o núcleo por dupla ponderação, de 0,79% para 0,55%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,96% para 0,52%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,72% para 0,54%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,74% para 0,50%. O índice de difusão ficou em 72,1% em janeiro (3,0 p.p. abaixo do registrado em janeiro de 2013).
3. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,40% em janeiro, após alta de 0,69% em dezembro, e 5,62% no acumulado em doze meses (8,11% em janeiro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), aumentou 5,19% em doze meses (9,12% em janeiro de 2013), com recuo de 1,70% nos preços de produtos agropecuários e elevação de 7,95% nos preços de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,61% em doze meses até janeiro (5,95% em janeiro de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 8,34% (6,86% em janeiro de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 10,35% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), aumentou 0,65% em dezembro, impulsionado pela elevação de preços de produtos derivados do petróleo, e 5,75% em 2013 (7,28% em 2012). O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor 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 impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em dezembro de 2013, o IBC-Br variou -1,4% em relação ao mês anterior, 0,7% em relação a dezembro de 2012, e registrou crescimento de 2,5% em 2013 (0,6% em 2012). Já o *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil apontou desaceleração da atividade econômica em janeiro, com expansão no setor manufatureiro e recuo no de serviços. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou em fevereiro e permanece abaixo da média histórica do índice. Do mesmo modo, a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), apontou retração em fevereiro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta crescimento de 3,0% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.
5. Construídos pelo Banco Central em consulta trimestral realizada com instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito, os Indicadores de Condições de Crédito sugerem, para o primeiro trimestre de 2014, em comparação ao último de 2013, pequena redução no ritmo de aprovação de concessões para pessoas jurídicas, explicada tanto por menor demanda como por oferta mais restritiva. Em relação ao crédito às pessoas físicas, a análise aponta estabilidade no ritmo de aprovação de crédito voltado ao consumo e ligeira redução no de crédito habitacional.

6. A atividade fabril recuou 3,5% em dezembro, após recuo de 0,6% em novembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, houve queda de 2,3% em dezembro. Dessa forma, a produção física da indústria em 2013 foi 1,2% superior à registrada em 2012, com expansão em 17 dos 27 ramos de atividade pesquisados. O indicador PMI do setor industrial aponta expansão em janeiro, com crescimento no número de novos pedidos. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 3,8% em 2013, o número de horas trabalhadas, 0,1%, o nível de emprego, 0,8%, e o rendimento médio real, 0,9%.
7. Entre as categorias de uso, a produção de bens de capital em dezembro superou em 1,8% a produção registrada em dezembro de 2012. Ao mesmo tempo, a atividade no setor de bens intermediários, de bens de consumo duráveis e de bens semiduráveis e não duráveis recuou 2,0%, 3,5% e 3,1%, respectivamente, nessa mesma base de comparação. No que se refere à variação anual observada em 2013, houve crescimento de 13,3% na produção de bens de capital; e de 0,6% na de bens de consumo duráveis. Em contrapartida, registrou-se recuo de 0,5% na produção do setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis; e estabilidade na produção do setor de bens intermediários.
8. O IBGE divulgou os primeiros resultados da nova Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD Contínua). De acordo com a pesquisa, a taxa de desocupação no Brasil no segundo trimestre de 2013 foi de 7,4%, o que representou recuo de 0,1 p.p. em relação ao mesmo trimestre de 2012. A taxa de desemprego foi maior na região Nordeste (10,0% da força de trabalho), e menor na região Sul (4,3%). Já de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange apenas seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego sem ajuste sazonal foi de 4,8% em janeiro, o que representa redução de 0,6 p.p. em relação à taxa observada em janeiro de 2013. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu o mínimo (4,9%) da série histórica iniciada em 2002, o que reflete, em parte, a redução da População Economicamente Ativa (PEA) no período recente. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 3,6% em janeiro, quando comparado a igual mês do ano anterior, e a massa salarial real, 3,3%, na mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 29,6 mil postos de trabalho formais em janeiro. A geração líquida foi similar à observada em janeiro de 2013 (28,9 mil), mas significativamente inferior à geração de empregos formais ocorrida nesse mesmo mês nos três anos anteriores. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora existam 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 varejista restrito cresceu 4,3% em 2013, após expansão de 8,4% em 2012. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, aumentou 3,6% em 2013, após crescimento de 8,0% no ano anterior. Em 2013, houve expansão do volume de vendas em todos os dez segmentos pesquisados, assim como ocorreu em 2012. Na margem, as variações mensais do comércio restrito e do comércio ampliado foram de -0,2% e de -1,5% em dezembro, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Após cinco altas consecutivas, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou em janeiro, em função principalmente de moderação nas expectativas. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará sendo 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, alcançou 83,8% em fevereiro (83,3% em fevereiro de 2013) e, na série dessazonalizada pela FGV, 84,6%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital ficou em 81,2%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização da capacidade se posicionou

em 82,9%, 85,6% e 88,8%, respectivamente. Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 12,2% em 2013 (queda de 9,7% em 2012), enquanto a produção de insumos para a construção civil aumentou 2,3% (1,3% no ano anterior).

11. O saldo da balança comercial atingiu US\$2,5 bilhões em doze meses até janeiro. Esse resultado adveio de exportações de US\$242,2 bilhões e de importações de US\$239,7 bilhões, com recuo de 0,1% e avanço de 6,2%, respectivamente, em relação ao acumulado até janeiro de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$81,6 bilhões em janeiro, equivalente a 3,7% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$65,4 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,9% do PIB.
12. No que se refere à economia global, as perspectivas apontam ritmo mais intenso da atividade em importantes economias maduras. Especificamente sobre a Europa, em que pese avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Os indicadores antecedentes compostos, divulgados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referentes a dezembro, e indicadores coincidentes PMI, referentes a janeiro e fevereiro, apontam melhoras na margem em importantes economias - em especial, no setor manufatureiro - com perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) continuou processo de redução gradual do programa de compra de ativos, no entanto, de modo geral, prevalecem posturas acomodáticas nas economias maduras. Nas economias emergentes, a política monetária se apresenta menos expansionista, e em alguns casos contracionista. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nos Estados Unidos (EUA), na Zona do Euro e no Japão.
13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* aumentou desde a última reunião do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de 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. Desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas aumentaram 8,1%, enquanto os preços das *commodities* metálicas recuaram 1,3%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 4,4% em doze meses até janeiro de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:
 - a) as projeções para o reajuste nos preços da gasolina e do gás de bujão, para o acumulado de 2014, foram mantidas em 0%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro;
 - b) a projeção de reajuste da tarifa residencial de eletricidade, para o acumulado de 2014, foi mantida em 7,5%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro;
 - c) a projeção de reajuste da tarifa de telefonia fixa, para o acumulado de 2014, foi mantida em 0%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro;
 - d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e

monitorados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro; e

e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2015, foi mantida em 4,5%, valor considerado na reunião do Copom de janeiro. Essas projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).

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 -1 ponto base (p.b.) e 33 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.
17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2014 manteve-se em 6,00%. Para 2015, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,50% para 5,70%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,40/US\$ e da taxa Selic em 10,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 se manteve relativamente estável, comparativamente ao valor considerado na última reunião, e permanece acima da meta de 4,5% 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 2014 aumentou em relação ao valor considerado na reunião de janeiro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, no cenário de referência, a projeção de inflação reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro, mas se encontra acima do valor central da meta. Já no cenário de mercado, a projeção de inflação para 2015 manteve-se estável em relação ao valor considerado na reunião do Copom de janeiro e se posiciona acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

19. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

20. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, amparadas em dados positivos recentemente divulgados, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. De fato, há avanços nas economias maduras, inclusive em países da Área do Euro, não obstante, de modo geral, 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 não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca ainda que, não obstante pressões localizadas, recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais; bem como que, nos mercados de moeda, há evidências de tensão e de volatilidade.
21. O Copom pondera que o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade doméstica relativamente estável este ano, em comparação a 2013, e que informações recentes indicam, no horizonte relevante para a política monetária, mudanças na composição da demanda e da oferta agregada. A absorção interna se expande a taxas maiores do que as taxas de crescimento do PIB (mas que paulatinamente se aproximam) e, na visão do Comitê, tende a ser beneficiada pelos efeitos de ações de política fiscal, da expansão moderada da oferta de crédito (especialmente, do crédito ao consumo), do programa de concessão de serviços públicos e do programa de permissão para exploração de petróleo, entre outros fatores. Para o Comitê, entretanto, delinea-se ambiente em que o consumo tenderia a continuar em crescimento, porém, em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos ganhariam impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária e que, no horizonte relevante para a política monetária, o setor de serviços tenderia a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços em termos de qualificação da mão de obra – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.
22. 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 e que se criam condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.
23. 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.
24. 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 a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.

25. O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos semestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, os movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.
26. O Copom pondera que, não obstante moderação observada na margem, a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência, que, a propósito, tem se mostrado ligeiramente acima daquela que se antecipava. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Dessa forma, o Copom entende ser apropriada a continuidade do ajuste das condições monetárias ora em curso.
27. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 10,75% a.a., sem viés.
28. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.
29. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.
30. O Copom 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.

31. 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. Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam com defasagens.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 1º de abril de 2014, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 24.064, de 12 de junho de 2013.

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

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico – Depec

Eduardo José Araújo Lima
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

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

Daso Maranhão Coimbra
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais – Depin

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

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPC	Despesas Pessoais de Consumo
EC	Efeito Composição
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
ET	Efeito Taxa
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
FTSE MIB	<i>FTSE Milano Italia Borsa Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBEX 35	<i>Índice Bursatil Español</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil

ICC	Índice de Confiança do Consumidor
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
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
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
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LOA	Lei Orçamentária Anual
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
ONS	Operador Nacional do Sistema
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PEA	População Economicamente Ativa
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RFB	Secretaria da Receita Federal do Brasil
RMV	Renda Mensal Vitalícia

S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>