ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Junho 2011
Volume 13 | Número 2



BANCO CENTRAL DO BRASIL

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Junho 2011

Volume 13 | Número 2



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05
BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação	Brasília	v. 13	nº 2	jun.	2011	p. 1-147

Relatório de Inflação

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

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

Departamento Econômico (Depec)
(*E-mail*: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)
(*E-mail*: conep.depep@bcb.gov.br)

Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)
(*E-mail*: gerin@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 13, nº 2.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Cogiv
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565
Fax: (61) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 780 exemplares

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação 5

Sumário executivo 7

Nível de atividade 11

1.1 Comércio 11
1.2 Produção 14
Produção industrial 14
Serviços 15
Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil 15
1.3 Mercado de trabalho 16
Emprego 16
1.4 Produto Interno Bruto 16
1.5 Investimentos 17
1.6 Conclusão 18

Preços 19

2.1 Índices gerais 19
2.2 Índices de preços ao consumidor 20
2.3 Monitorados 21
2.4 Núcleos 21
2.5 Expectativas de mercado 22
2.6 Conclusão 22

Políticas creditícia, monetária e fiscal 27

3.1 Crédito 27
Operações de crédito com recursos direcionados 28
Operações de crédito com recursos livres 29
Taxa de juros e inadimplência 29
3.2 Agregados monetários 30
Taxas de juros reais e expectativas de mercado 30
Mercado de capitais 31
3.3 Política fiscal 31
Necessidades de financiamento do setor público 32

Operações do Banco Central no mercado aberto 34
Dívida mobiliária federal 34
Dívida líquida do setor público 35
3.4 Conclusão 36

Economia internacional 45

4.1 Atividade econômica 45
4.2 Política monetária e inflação 47
4.3 Mercados financeiros internacionais 49
4.4 *Commodities* 51
4.5 Conclusão 52

Setor externo 57

5.1 Movimento de câmbio 57
5.2 Comércio de bens 58
5.3 Serviços e renda 59
5.4 Conta financeira 61
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa 63
5.6 Projeções para o balanço de pagamentos relativas a 2011 63
5.6 Conclusão 64

Perspectivas para a inflação 71

6.1 Determinantes da inflação 72
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária 81
6.3 Pressupostos e previsão de inflação 87

Boxes

Pressões de Demanda e de Custos sobre os Preços de Serviços no IPCA 23
Impulso Fiscal 37
Expansão do Crédito e Medidas Macroprudenciais 41
Evolução dos Preços das *Commodities* e Inflação Mundial 53
Fluxos Recentes de Capitais para o Brasil 65
Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos 92
Medidas Macroprudenciais – Impactos dos Recolhimentos Compulsórios 98
Indicadores das Condições de Crédito no Brasil 104

Anexo 113

Apêndice 141

Apresentação

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

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

Sumário executivo

A respeito do ritmo da atividade econômica global, consolida-se a perspectiva de recuperação em ritmo mais moderado do que se antecipava, com assimetria entre os blocos econômicos. A mudança de percepção sobre a consolidação da recuperação global, em relação ao divulgado no Relatório de Inflação de março de 2011, reflete de modo importante a visão sobre a economia americana, cuja demanda doméstica parece ter sido impactada pela elevação dos preços do petróleo, somando-se aos efeitos decorrentes da fragilidade do mercado de trabalho. Ressalte-se ainda a interrupção de importantes cadeias produtivas em decorrência dos eventos trágicos ocorridos no Japão em março deste ano. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro ainda se mostram assimétricas, com forte ritmo de expansão na Alemanha, por exemplo, e recuos da atividade em países da periferia. De um modo geral, as pressões inflacionárias têm se intensificado, tanto em economias maduras quanto em emergentes.

No Brasil, o mercado de crédito deve continuar contribuindo, em ritmo mais moderado, para a expansão do investimento e do consumo. De fato, as operações de crédito do sistema financeiro nacional têm registrado ritmo de expansão mais moderado, em resposta a ações macroprudenciais e ações de política monetária recentemente implementadas.

A evolução do Produto Interno Bruto (PIB) nos dois últimos trimestres de 2010 e no primeiro trimestre de 2011 confirma a avaliação do Banco Central, expressa nos últimos Relatórios de Inflação, de que as taxas de crescimento têm se deslocado para níveis mais compatíveis com o crescimento de longo prazo.

No que se refere à demanda, observou-se continuidade do crescimento das vendas do comércio, impulsionadas pela confiança dos consumidores, pelo desempenho do mercado de trabalho e pela ampliação, ainda que com certa moderação, do crédito. Importante destacar

que, após significativo recuo decorrente da crise financeira internacional, os investimentos se recuperaram forte e rapidamente e continuam a apresentar taxas robustas de crescimento.

O mercado de trabalho se mostra aquecido, a despeito de sinais incipientes de moderação. O nível de emprego tem crescido de forma vigorosa e gerado as mais baixas taxas de desemprego desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002).

O comércio exterior tem se expandido e, assim, se ajustado à diferença entre o ritmo de expansão da oferta e da demanda doméstica, com o crescimento das importações sendo relevante para atenuar o descompasso entre a demanda e a oferta agregada. A expansão das importações e as remessas de renda para o exterior, associadas à rentabilidade de investimentos estrangeiros na economia brasileira, são fatores que contribuem para a geração de déficit nas transações correntes, em parte, contrabalançados por termos de troca em patamares favoráveis.

As perspectivas favoráveis quanto ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo volume de capital externo superior ao déficit em conta corrente, possibilitando a continuidade da política de fortalecimento da posição externa.

Nesse cenário, a inflação mensal mostra certa moderação, em parte, reflexo do arrefecimento dos preços dos alimentos e da reversão, em casos específicos, de reajustes de preços administrados ocorridos no primeiro trimestre deste ano. Ressalte-se que as taxas de inflação acumuladas em doze meses seguem em elevação, mas com perspectiva de reversão no segundo semestre de 2011.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponível até 10 de junho de 2011 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$1,60/US$ e meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em 12,25% a.a., projeta inflação de 5,8% em 2011 e de 4,8% em 2012. Para o segundo trimestre de 2013, a projeção se encontra em 4,4%.

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 são de 5,8% para a inflação em 2011, assim como no cenário de referência, e de 4,9% para 2012. Para o segundo trimestre de 2013, a projeção atinge 4,5%.

Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação para 2011 se encontra em 5,8%, e em 4,7% para 2012. No segundo trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,3%.

Considerando o balanço de riscos para a inflação, o ritmo ainda incerto de moderação da atividade doméstica, bem como a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Copom entende que a implementação de ajustes das condições monetárias por um período suficientemente prolongado continua sendo a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2011 é de 4,0%, mesmo valor projetado no Relatório de Inflação de março de 2011. O Comitê avalia que a economia se encontra em novo ciclo de expansão, após a recuperação pós-crise de 2008/2009, em ritmo de crescimento mais condizente com taxas sustentáveis no longo prazo, e que devem levar à diminuição do descompasso existente entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta.

1 Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Variação percentual

Discriminação	2011			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês[1/]				
Comércio varejista	1,3	0,1	1,0	-0,2
Combustíveis e lubrificantes	0,1	0,5	-1,0	-1,6
Hiper, supermercados	0,9	0,2	1,0	-0,2
Tecidos, vestuário e calçados	0,6	2,0	0,8	-3,2
Móveis e eletrodomésticos	4,0	-1,5	1,6	1,7
Artigos farmacêuticos, médicos	0,2	-0,6	-0,2	1,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	-12,1	-3,4	1,6	-2,0
Equipamentos e materiais para escritório	-5,3	-1,9	13,2	-13,6
Outros artigos de uso pessoal	-2,1	2,7	2,7	1,7
Comércio ampliado	-0,3	-0,4	1,9	1,1
Materiais de construção	0,8	0,3	2,1	0,2
Automóveis e motocicletas	-7,4	-1,2	4,0	1,7
Trimestre/trimestre anterior[1/]				
Comércio varejista	1,4	1,5	2,0	1,6
Combustíveis e lubrificantes	1,1	1,3	0,8	-0,2
Hiper, supermercados	-0,1	0,4	1,3	1,4
Tecidos, vestuário e calçados	-0,5	2,1	2,9	2,8
Móveis e eletrodomésticos	6,8	6,1	5,4	3,3
Artigos farmacêuticos, médicos	2,6	2,8	1,4	0,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	10,1	0,7	-9,2	-10,4
Equipamentos e materiais para escritório	4,6	1,1	2,8	-1,1
Outros artigos de uso pessoal	-0,7	-0,9	0,6	3,5
Comércio ampliado	3,0	1,7	1,0	1,1
Materiais de construção	3,7	4,7	4,2	3,4
Automóveis e motocicletas	7,1	2,9	-3,4	-1,4
No ano				
Comércio varejista	8,2	8,4	6,8	7,6
Combustíveis e lubrificantes	6,3	7,3	5,6	4,4
Hiper, supermercados	4,2	3,5	2,7	4,7
Tecidos, vestuário e calçados	9,8	11,8	9,6	7,3
Móveis e eletrodomésticos	19,1	19,7	16,8	17,4
Artigos farmacêuticos, médicos	12,7	11,7	9,4	9,5
Livros, jornais, revistas e papelaria	12,5	13,6	9,3	8,1
Equipamentos e materiais para escritório	7,4	11,0	8,3	5,5
Outros artigos de uso pessoal	4,9	8,5	7,1	8,4
Comércio ampliado	11,2	12,9	7,0	8,2
Materiais de construção	16,5	17,8	13,5	12,5
Automóveis e motocicletas	16,4	21,0	6,3	8,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A evolução do PIB no primeiro trimestre de 2011 apontou crescimento nos três setores produtivos da economia, com ênfase no dinamismo da agropecuária, influenciado pelo desempenho favorável da safra de grãos.

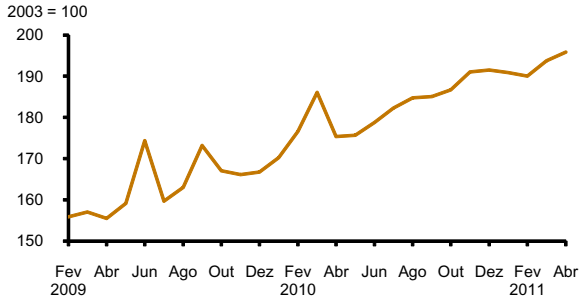
A expansão econômica foi sustentada pela demanda doméstica, ressaltando-se a continuidade no crescimento dos investimentos, embora em ritmo menos acentuado do que em 2010. O setor externo persiste exercendo contribuição negativa para a expansão do produto, em linha com a diferença entre os ritmos de crescimento das economias interna e mundial.

1.1 Comércio

Os indicadores do comércio varejista revelaram, ao término do primeiro e início do segundo trimestre do ano, continuidade da expansão das vendas nos segmentos mais sensíveis às condições do mercado de trabalho e relativo arrefecimento naqueles onde as operações de crédito são mais relevantes.

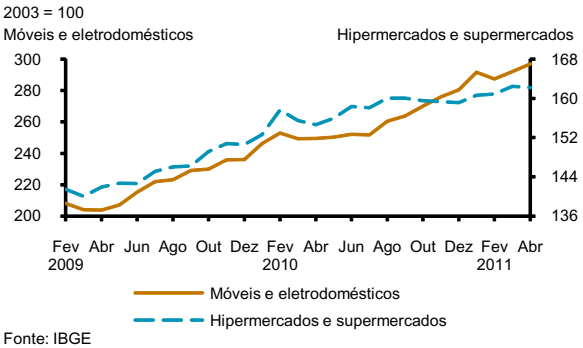
De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas do comércio ampliado aumentaram 1,1% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando se elevaram 3%, na mesma base de comparação, considerados dados dessazonalizados. Esse resultado decorreu de crescimentos em seis dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a outros artigos de uso pessoal e doméstico, 3,5%; material de construção, 3,4%; móveis e eletrodomésticos 3,3%; tecidos, vestuário e calçados, 2,8%, contrastando com os recuos assinalados nas vendas relativas a livros, jornais revistas e papelaria, 10,4%, e de automóveis, motocicletas, partes e peças, 1,4%.

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



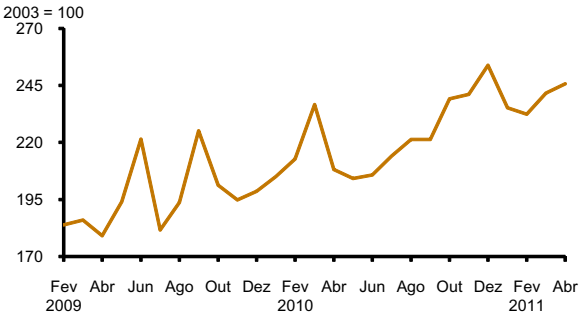
Fonte: IBGE

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



Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas (veículos, motos, partes e peças)
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, registraram aumentos respectivos de 1,6% e 1,4% nos períodos mencionados, ressaltando-se, no trimestre finalizado em abril, as elevações assinaladas no Nordeste, 2,6% e no Sudeste, 1,9%.

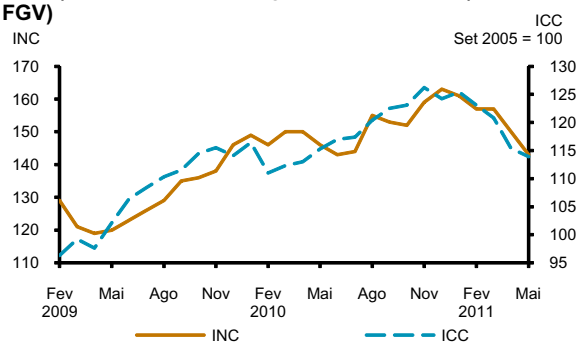
Os segmentos relacionados à alimentação, mais sensíveis às condições de emprego e renda dos consumidores, mostram maior dinamismo. Considerados dados dessazonalizados, as vendas reais do setor supermercadista, que detém participação aproximada de 32% na PMC, cresceram 3,6% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, de acordo com a Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Adicionalmente, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, aumentou 0,7% na mesma base de comparação.

As vendas dos setores mais relacionados às condições de crédito apresentaram acomodação, em patamar elevado. Nesse contexto, as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), cresceram 1% no trimestre encerrado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando se elevaram na mesma magnitude, em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados.

Os indicadores de inadimplência registraram aumento moderado no trimestre. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,2% em maio, ante 5,6% em igual mês do ano anterior, ressaltando-se as elevações respectivas de 1,4 p.p. e de 1,1 p.p. observadas nas regiões Norte e Nordeste. No mesmo sentido, o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor[1] cresceu 21,7%, no período, ressaltando-se que as dívidas com financeiras, cartões de crédito e empresas não financeiras, que detêm participação de 36% no indicador geral, exerceram a principal contribuição para a elevação do indicador. Adicionalmente, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), a taxa de inadimplência no estado atingiu 8,1% em maio, ante 6,6% em igual mês de 2010.

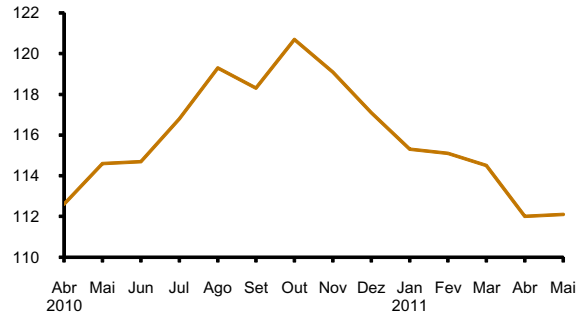
1/ O indicador incorpora anotações negativas junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras, bancos, títulos protestados e segunda devolução de cheques por insuficiência de fundos.

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



Fontes: ACSP e FGV

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Os indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores, embora sigam em patamar elevado, registraram retração na margem. Considerados dados dessazonalizados, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), atingiu 115,4 pontos em maio de 2011, assinalando recuo mensal de 2,4%, o terceiro nesta base de comparação, ressaltando que o Índice da Situação Atual (ISA) e o Índice de Expectativas (IE) experimentaram retrações idênticas, no período. Apesar da retração na margem, o ICC supera a respectiva média histórica em 5,2 pontos, situando-se 8,8 pontos abaixo do recorde de novembro de 2010.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou estabilidade em maio, interrompendo sequência de seis retrações mensais. Ocorreram, no mês, melhoras nos componentes que avaliam as expectativas em relação ao desemprego e à própria renda, e deterioração no relacionado às expectativas de inflação.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, totalizou 143 pontos em maio, recuando 4,7% em relação a abril e 2,1% comparativamente a igual mês de 2010. A evolução mensal do INC apresentou reduções mais acentuadas nas classes C, 10 pontos, e D/E, 6 pontos, enquanto segmentado por regiões o indicador registrou retrações nas regiões Nordeste, 18,2%; Sudeste, 3,2%, Norte/Centro-Oeste, 2,9% e aumento na região Sul 11,6%.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, após registrar recuo mensal de 4% em maio, elevou-se 0,5%, para 153,8 pontos, em junho, resultado de variações respectivas de 0,5% tanto no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) quanto no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC).

O IEC, calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ) para a região Metropolitana do Rio de Janeiro, atingiu 118 pontos em maio, recuando 1,1% em relação a abril, quinto recuo consecutivo nesta base de comparação.

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior[1/]

%

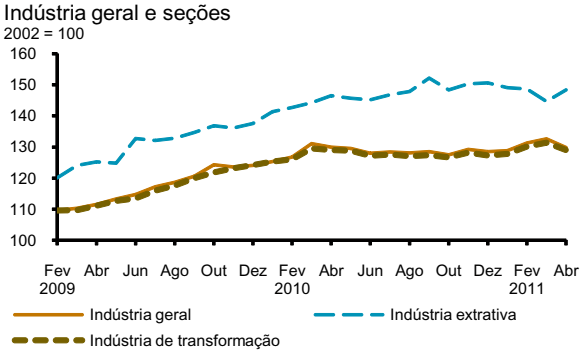
Discriminação	2011			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Indústria geral	0,6	0,9	1,9	1,9
Por seção				
Indústria extrativa	0,3	-0,5	-1,5	-1,8
Indústria de transformação	0,6	0,8	1,9	1,9
Por categoria de uso				
Bens de capital	2,5	3,2	4,9	4,6
Bens intermediários	0,6	0,7	0,9	0,9
Bens de consumo	0,4	0,2	1,6	1,3
Duráveis	2,6	3,3	5,4	1,3
Semi e não duráveis	-0,1	-0,2	1,1	1,2

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial[1/]

Indústria geral e seções

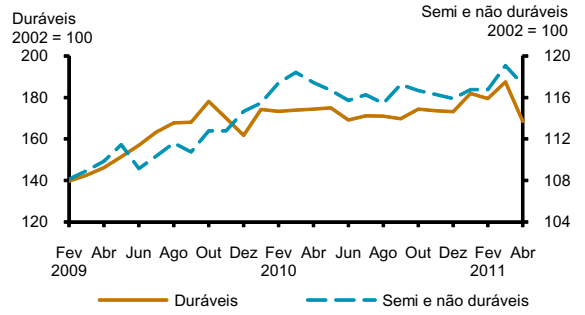


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial[1/]

Bens de consumo

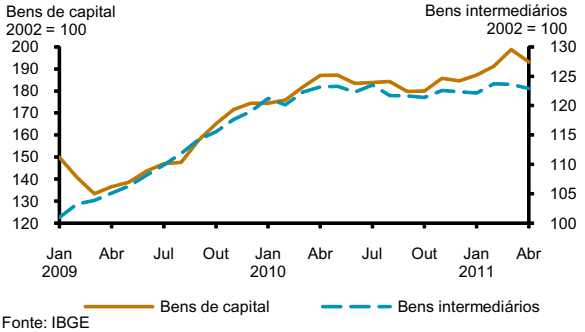


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial[1/]

Bens de capital e intermediários



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria aumentou 1,9% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia crescido 0,6%, na mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa recuou 1,8% no período, enquanto a de transformação assinalou expansão de 1,9%, com ênfase no dinamismo dos segmentos material eletrônico e equipamentos de comunicação, 15,8%; farmacêutico, 11,1%; e produtos de metal, 10,2%, neutralizado, em parte, pelas retrações nas indústrias de fumo, 11,2%; mobiliário, 3,2%; e de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 3%.

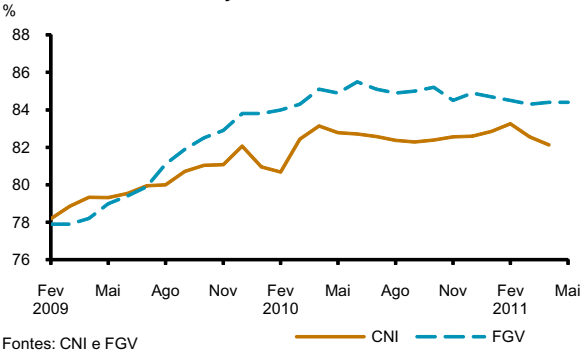
A análise por categorias de uso revela que a indústria de bens de capital cresceu 4,6% no trimestre, seguindo-se as elevações nas produções de bens de consumo duráveis, 1,3%; bens de consumo semi e não duráveis, 1,2%; e bens intermediários, 0,9%.

O índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE, aumentou 0,4% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, ante expansão de 1,9% da produção física industrial, contribuindo para que a produtividade do fator trabalho aumentasse 1,5% no período. A folha de pagamento real cresceu 3,2%, na mesma base de comparação.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84,4% em maio, de acordo com a Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. A UCI média recuou 0,3 p.p. no trimestre finalizado em maio, em relação ao encerrado em janeiro, considerados dados dessazonalizados, resultado de decréscimos respectivos de 1,1 p.p., 0,7 p.p., 0,2 p.p. e 0,1 p.p. nas indústrias de material de construção, bens de consumo não duráveis, duráveis e de bens intermediários, e de aumento de 0,3 p.p. na indústria de bens de capital.

O Índice de Confiança da Indústria[2] (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, atingiu 109,9 pontos em maio, decrescendo 1,3% em relação ao mês anterior. Embora se mantendo em patamar de otimismo, a trajetória recente do indicador sinaliza tendência de acomodação.

Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada
Indústria de transformação
%

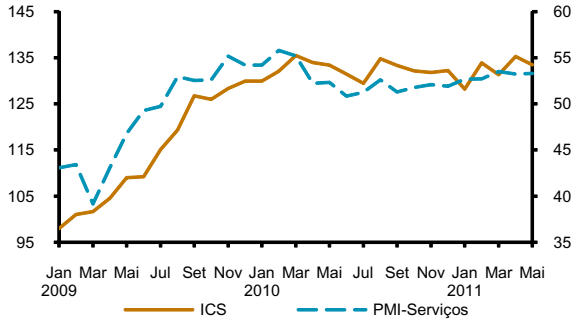


Fontes: CNI e FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

O ICI médio da indústria de transformação recuou 2,1 pontos no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, resultado de decréscimos nas indústrias de material de cosntrução, 5,7 p.p.; bens intermediários, 2,4 p.p.; bens de consumo não duráveis, 1,2 p.p.; e bens de consumo duráveis, 0,2 p.p., e elevação de 2,3 p.p. na indústria de bens de capital. O Índice de Gerentes de Compras[3] (PMI), considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 50,8 pontos em maio.

Serviços

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



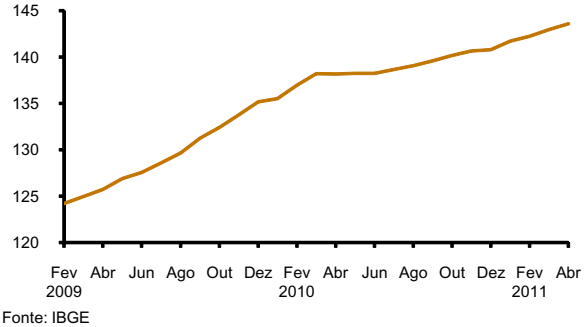
Fontes: FGV e Markit

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), que mensura a confiança do empresariado do setor de serviços, em patamar historicamente elevado, atingiu 133,5 pontos em maio, ante 135,3 pontos em abril e 133,4 pontos em igual mês de 2010. O resultado mensal do ICS refletiu as quedas de 2,1% e 0,7% registradas no Índice de Situação Atual (ISA-S) e no Índice de Expectativas (IE-S), respectivamente.

O Índice Gerente de Compras (PMI-Serviços)[4], calculado pela Markit e divulgado pelo HSBC, atingiu 53,3 pontos em maio no quesito atividade de negócios, sugerindo manutenção da tendência de elevação da atividade no setor. O indicador sem ajuste sazonal atingiu 55,5 pontos, maior patamar desde dezembro de 2009.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central
Dados dessazonalizados
2002 = 100



Fonte: IBGE

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) registrou elevação de 1,3% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando crescera 1%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. O indicador mensal, após registrar elevações de 0,4% em fevereiro e 0,5% em março, aumentou 0,4% em abril.

A comparação interanual revela que o IBC-Br cresceu 2,5% em relação a abril de 2010, ante 11,5% em março e 7,1% em fevereiro. O indicador registrou aumento

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

4/ O indicador é construído baseado em respostas mensais enviadas por executivos de cerca de 400 empresas privadas do setor de serviços, com painel selecionado de forma a replicar a real estrutura do setor, cobrindo as atividades de transporte e comunicação, intermediação financeira, serviços empresariais, serviços pessoais, informática e tecnologia da informação, e hotéis e restaurantes. Valores acima de 50 representam crescimento da atividade.

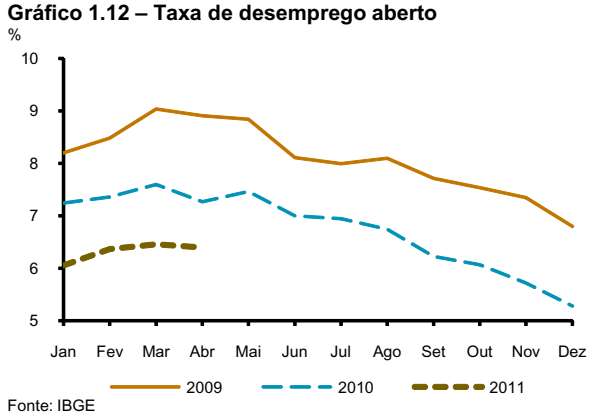
de 3,5% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual intervalo de 2010, acumulando expansão de 5,7% em 12 meses.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, que abrange as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 6,4% em abril, menor valor histórico para o mês, reduzindo-se 0,1 p.p. em relação a março e 0,9 p.p. em 12 meses. Considerados dados dessazonalizados, a taxa média de desemprego atingiu 6,1% no trimestre encerrado em abril, mesmo patamar registrado no trimestre encerrado em janeiro e o mais reduzido na análise trimestral. Observaram-se, no trimestre, elevações de 1% no total de pessoas ocupadas e de 0,9% na População Economicamente Ativa (PEA).

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)

Discriminação	2010	2011		
	No ano	1º Trim.	Abr	No ano
Total	2 136,9	525,6	272,2	797,8
Indústria de transformação	485,0	127,8	51,3	179,1
Comércio	519,6	-4,6	41,6	37,0
Serviços	864,3	267,9	114,4	382,3
Construção civil	254,2	67,4	29,9	97,3
Agropecuária	-25,9	40,6	28,1	68,7
Serviços ind. de util. pública	17,9	3,2	1,8	5,0
Outros[1/]	22,0	23,4	5,1	28,4

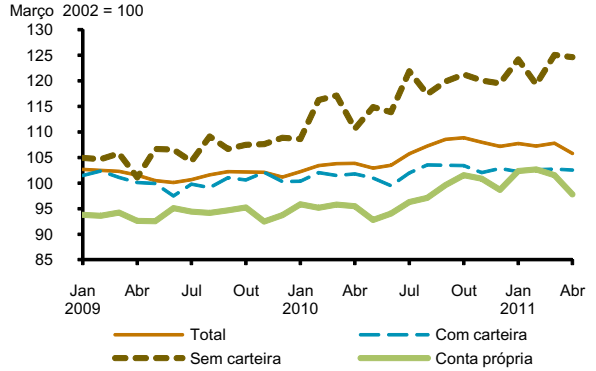
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 797,8 mil postos de trabalho no primeiro quadrimestre de 2011, ante 962,3 mil em igual intervalo do ano anterior, dos quais 382,3 mil no setor de serviços; 179,1 mil na indústria de transformação; e 97,3 mil na construção civil.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME cresceu 3,1% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período em 2010, com ênfase no aumento de 7,3% registrado no segmento de empregos informais. A segmentação por grupos de atividade revela que os aumentos mais acentuados nos rendimentos reais ocorreram na indústria, 8,1%; nos serviços domésticos, 5%; e na construção civil, 4,3%. A massa salarial aumentou 5,6%, na mesma base de comparação.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real



Fonte: IBGE

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 1,3% no primeiro trimestre, em relação ao quarto trimestre de 2010, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Variação %

Discriminação	2010				2011
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	2,2	1,6	0,4	0,8	1,3
Agropecuária	2,1	2,9	-2,7	-0,7	3,3
Indústria	3,1	2,0	-0,9	0,2	2,2
Serviços	1,5	1,1	1,0	0,8	1,1
Consumo das famílias	2,0	1,1	1,7	2,3	0,6
Consumo do governo	-0,1	1,7	-0,1	-0,3	0,8
Formação Bruta de Capital Fixo	4,2	4,1	2,9	0,4	1,2
Exportação	5,6	0,1	3,9	3,3	-3,2
Importação	10,3	6,9	6,0	1,5	-1,6

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante igual trimestre do ano anterior

Variação %

Discriminação	2010				2011
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	5,4	10,4	7,0	1,1	3,1
Indústria	15,1	14,1	8,3	4,3	3,5
Extrativa mineral	14,7	16,6	16,6	14,8	4,0
Transformação	17,3	14,1	7,1	2,4	2,4
Construção civil	15,1	16,6	9,6	6,2	5,2
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	8,4	10,0	8,0	5,1	4,9
Serviços	6,2	6,0	4,9	4,6	4,0
Comércio	15,3	12,1	9,0	7,5	5,5
Transporte, armazenagem e correio	12,5	11,1	7,5	5,3	4,7
Serviços de informação	2,9	3,5	4,0	4,8	5,1
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	9,6	10,2	11,4	11,4	6,4
Outros serviços	3,4	4,1	2,9	3,7	3,5
Atividades imobiliárias e aluguel	1,6	1,7	1,5	1,9	1,9
Administração, saúde e educação públicas	2,5	2,9	2,3	1,5	2,8
Valor adic. a preços básicos	8,4	8,5	5,9	4,2	3,8
Impostos sobre produtos	14,7	13,3	12,1	10,1	6,5
PIB a preços de mercado	9,3	9,2	6,7	5,0	4,2
Consumo das famílias	8,4	6,4	5,9	7,5	5,9
Consumo do governo	2,7	5,6	4,1	1,2	2,1
Formação Bruta de Capital Fixo	28,4	28,1	21,2	12,3	8,8
Exportação	14,7	7,2	11,3	13,5	4,3
Importação	39,6	38,9	40,9	27,2	13,1

Fonte: IBGE

A análise sob a ótica da oferta revela que o desempenho do PIB na margem decorreu de elevações respectivas de 3,3%, 2,2% e 1,1% no setor primário, na indústria e nos serviços. Ressalte-se que os dois primeiros segmentos haviam experimentado resultados negativos ou estabilidade nos trimestres finalizados em setembro e em dezembro de 2010, enquanto os serviços registram trajetória crescente desde o final de 2009.

Pela ótica da demanda, os crescimentos da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e dos consumos do governo e das famílias atingiram 1,2%, 0,8% e 0,6%, respectivamente, ante, na mesma ordem, variações de 0,4%, -0,3% e 2,3%, no último trimestre de 2010. Adicionalmente, ocorreram retrações respectivas de 3,2% e 1,6% nas exportações e nas importações.

O PIB registrou aumento de 4,2% em relação ao primeiro trimestre de 2010, resultado de crescimentos, segundo a ótica da produção, de 4% nos serviços; 3,5% na indústria e de 3,1% na agropecuária. No setor terciário, as atividades que apresentaram dinamismo mais acentuado foram intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, 6,4%; comércio, 5,5%; e serviços de informação, 5,1%. O desempenho da indústria foi impulsionado, em especial, pelos crescimentos da construção civil, 5,2%; da produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 4,9%; e da indústria extrativa, 4%, enquanto no setor primário foram relevantes as expansões nas culturas de soja, arroz, milho, algodão e fumo.

No âmbito da demanda, o componente interno contribuiu com 5,3 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 6,6 p.p. no trimestre encerrado em dezembro de 2010, resultado de expansões de 8,8% na FBCF, 5,9% no consumo das famílias e 2,1% no consumo do governo. O setor externo, traduzindo aumentos respectivos de 13,1% e 4,3% nas importações e nas exportações, exerceu contribuição negativa de 1,1 p.p., no período

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 8,8% no primeiro trimestre de 2011, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Esse resultado, acentuadamente superior ao crescimento do PIB, constitui indicativo importante de sustentabilidade do atual ciclo

Tabela 1.6 – Produção industrial

Variação % sobre mesmo período do ano anterior

Discriminação	2011			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Insumos da construção civil	6,0	12,1	-0,8	-1,9
Bens de capital	8,3	19,2	0,0	0,1
Tipicamente industrializados	5,3	-1,0	5,1	-2,0
Agrícolas	-7,3	1,3	0,5	-16,0
Peças agrícolas	5,3	10,1	8,0	28,7
Construção	23,2	28,8	21,5	12,1
Energia elétrica	-1,4	6,3	-17,1	-22,8
Equipamentos de transporte	8,2	30,1	5,5	7,0
Misto	7,5	15,3	-6,9	-3,5

Fonte: IBGE

de crescimento econômico. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF cresceu 1,2% em relação ao trimestre encerrado em dezembro de 2010, quando se elevara 0,4%, oitavo aumento consecutivo neste tipo de comparação.

A absorção de bens de capital aumentou 13,2% no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2010, resultado de aumentos respectivos de 8,4%, 7,3% e 27,1% na produção, exportação e importação desses bens. Vale ressaltar que a evolução da indústria de bens de capital refletiu, em especial, as expansões nos segmentos construção civil, 24,4%, e equipamentos de transporte, 13,9%, contrastando com os recuos registrados nas indústrias de bens agrícolas, 1,6%, e de bens destinados ao setor de energia elétrica, 5,2%.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R$24,9 bilhões no primeiro trimestre de 2011, recuando 2,2% em relação a igual período do ano anterior. Os recursos destinados à agropecuária e à indústria de transformação contraíram-se 19,7% e 8,4%, respectivamente, enquanto os desembolsos para a indústria extrativa aumentaram 259,4%. Os recursos absorvidos pelos segmentos comércio e serviços, e indústria de transformação representaram, na ordem, 60,3% e 27,9% do total dos desembolsos do período.

1.6 Conclusão

A economia brasileira manteve ritmo de crescimento no primeiro trimestre do ano, com condições favoráveis para o mercado de trabalho, consumo das famílias e investimentos. Em 2011, as informações disponíveis sugerem que a economia deverá crescer em ritmo menos intenso, cenário consistente com os efeitos das ações de política monetária e das medidas macroprudenciais adotadas recentemente.

Preços

2

A inflação recuou no trimestre encerrado em maio, com ênfase na moderação dos preços dos bens agrícolas, neutralizada, em parte, pelos aumentos nos custos da construção civil. A evolução dos preços ao consumidor traduziu, em especial, o arrefecimento das pressões no segmento de preços livres, notadamente dos grupos alimentação e, evidenciando a exaustão do impacto dos reajustes anuais das mensalidades escolares, educação. Ressalte-se que as taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses seguem em elevação, mas com perspectiva de reversão no segundo semestre de 2011.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,98	0,96	0,61	0,50	0,01
IPA	0,96	1,23	0,60	0,24	-0,63
IPC-Br	1,27	0,49	0,71	0,95	0,51
INCC	0,41	0,28	0,43	1,06	2,94

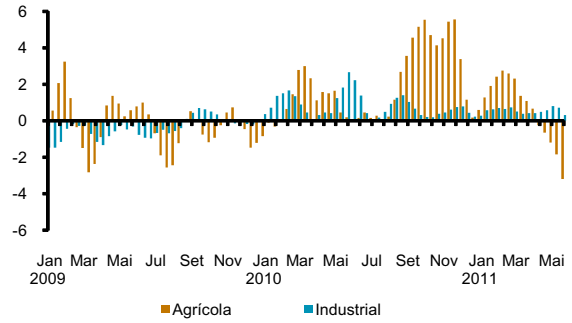
Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, variou 1,12% no trimestre encerrado em maio, ante 2,33% naquele finalizado em fevereiro, resultado do impacto mais acentuado das desacelerações nos preços ao consumidor e ao produtor, em relação ao do aumento na variação dos preços da construção. Considerados períodos de doze meses, o IGP-DI aumentou 9,14% em maio, menor taxa desde outubro de 2010, ante 11,12% em fevereiro, desaceleração associada, em grande parte, à trajetória do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA).

A elevação do IPA atingiu 0,22% no trimestre encerrado em maio, ante 2,42% naquele finalizado em fevereiro, recuo decorrente, em especial, da redução de 2,79% nos preços agrícolas, sobretudo, nos de soja, algodão, arroz, laranja, bovinos e aves. Os preços industriais cresceram 1,33%, ressaltando-se as elevações nos itens minerais metálicos, 12,13%; carvão mineral, 5,88%; e produtos farmacêuticos, 4,42%; e as retrações nos relativos a produtos alimentícios e bebidas, 2,00%, e metalurgia básica, 0,77%. A variação acumulada do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI)

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

em 12 meses atingiu 10,30% em maio, ante 13,69% em fevereiro.

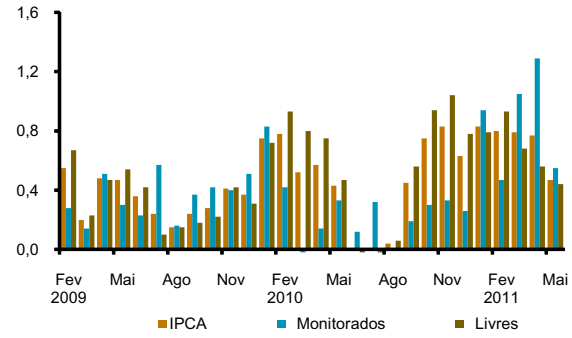
O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) variou 2,18% no trimestre encerrado em maio, ante 2,51% naquele terminado em fevereiro. Considerados períodos de 12 meses, o indicador apresentou elevações de 6,02% e 6,37%, em fevereiro e em maio, respectivamente.

O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) registrou variações respectivas de 4,48% e 1,37% nos períodos considerados. Considerados períodos de doze meses, o INCC apresentou elevações de 7,44% em fevereiro e de 8,52% em maio.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

Variação % mensal



Fonte: IBGE

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 2,04% no trimestre encerrado em maio, ante 2,28% naquele finalizado em fevereiro. A segmentação do IPCA revela que o desempenho trimestral do indicador refletiu a menor variação, de 2,52% para 1,69%, dos preços livres – favorecidos pelo arrefecimento na elevação nos preços da alimentação. Por outro lado, houve aumento, de 1,68% para 2,91%, na variação dos preços monitorados, ressaltando-se as contribuições dos itens taxa de água e esgoto, energia elétrica, passagem aérea, gasolina, remédios e ônibus urbano.

A trajetória dos preços livres refletiu os impactos das reduções, de 3,55% para 2,08%, na variação dos preços de bens e serviços não comercializáveis que refletiram, sobretudo, a sazonalidade dos preços nos segmentos alimentos *in natura* e educação, e de 1,36% para 1,23% na relativa aos preços comercializáveis.

Considerados períodos de doze meses, o IPCA registrou variação de 6,55% em maio, ante 6,01% em fevereiro, resultado do recuo, de 7,17% para 6,80%, na variação dos preços livres, e do aumento, de 3,29% para 5,96%, na dos monitorados. Assinale-se que a trajetória dos preços livres evidencia a redução nos preços dos bens duráveis e a desaceleração recente nos preços de não duráveis, contrastando com a maior variação, de 8,39% para 8,54%, dos preços dos serviços, que refletiu, em especial, as contribuições dos aumentos respectivos de 10,33% e 8,72% nos itens empregado doméstico e serviços de educação.

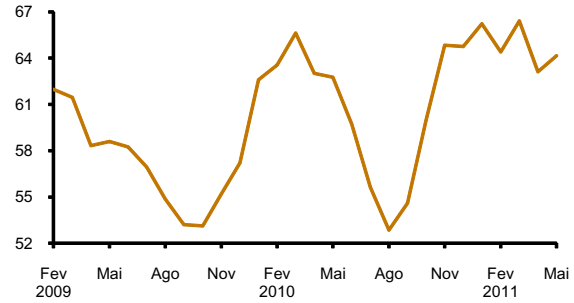
Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	0,83	0,80	0,79	0,77	0,47
Livres	0,79	0,93	0,68	0,56	0,44
Comercializáveis	0,43	-0,02	0,27	0,60	0,36
Não comercializáveis	1,10	1,78	1,05	0,52	0,50
Serviços	0,87	2,28	0,85	0,54	0,59
Monitorados	0,94	0,47	1,05	1,29	0,55

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA
Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral
%



Fonte: IBGE

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Variação % mensal

Discriminação	Pesos	2011					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	0,83	0,80	0,79	0,77	0,47	3,71
Livres	70,94	0,78	0,93	0,68	0,56	0,44	2,99
Monitorados	29,06	0,94	0,47	1,05	1,29	0,55	4,37
Principais itens							
Gasolina	4,18	0,62	0,50	1,97	6,26	0,85	10,50
Ônibus urbano	3,90	4,13	1,30	0,95	0,22	0,79	7,56
Gás encanado	0,10	6,21	1,13	0,07	0,00	-0,12	7,36
Água e esgoto	1,58	0,07	0,42	0,66	1,00	2,32	4,54
Remédios	2,77	-0,06	-0,22	0,15	2,41	1,20	3,50
Telefone celular	1,27	0,00	1,69	0,67	0,02	0,83	3,24
Gás veicular	0,10	-1,95	-0,36	1,25	1,35	2,74	3,00
Plano de saúde	3,45	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	2,99
Energia elétrica	3,12	-0,38	0,09	0,34	0,94	0,87	1,87
Óleo diesel	0,08	0,71	0,65	0,37	0,07	-0,03	1,78
Gás de bujão	1,14	0,12	0,03	0,29	0,08	0,21	0,73
Pedágio	0,12	0,15	0,02	0,00	0,00	0,00	0,17

Fonte: IBGE

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,83	0,80	0,79	0,77	0,47
Exclusão	0,76	0,96	0,70	0,52	0,54
Médias aparadas com suavização	0,54	0,40	0,49	0,60	0,64
Dupla ponderação	0,80	0,70	0,70	0,68	0,59
IPC-Br (cheio)	1,27	0,49	0,71	0,95	0,51
Médias aparadas	0,41	0,32	0,43	0,55	0,48

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

O índice de difusão atingiu, em média, 64,15% no trimestre encerrado em maio (62,76% em igual período do ano anterior), ante 64,41% naquele finalizado em fevereiro.

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 2,91% no trimestre finalizado em maio, respondendo por 0,84 p.p. da variação de 2,04% registrada pelo IPCA no período, com ênfase nas pressões exercidas pelos reajustes nos itens gasolina, remédios, ônibus urbano e passagem aérea. Adicionalmente, as tarifas de energia elétrica aumentaram 2,16%, com elevações em Recife, 7,20%; Salvador, 8,31%; Porto Alegre, 4,02%; e Belo Horizonte, 4,58%. Por sua vez, os preços das passagens de ônibus interestadual recuaram 2,11%.

A variação dos preços monitorados atingiu 4,37% nos cinco primeiros meses do ano, ante 1,59% em igual período do ano anterior, enquanto, considerados períodos de doze meses, totalizou 5,96% em maio, ante 3,29% em fevereiro.

2.4 Núcleos

O núcleo por exclusão[5] variou 1,77% no trimestre encerrado em maio, ante 2,34% naquele terminado em fevereiro. Em doze meses, a variação atingiu 6,30% em maio, ante 5,92% em fevereiro. O núcleo calculado por médias aparadas com suavização[6] registrou aumentos respectivos de 1,74% e 1,47% nos trimestres considerados, acumulando variações em doze meses de 5,86% em maio e 5,70% em fevereiro. O núcleo de dupla ponderação[7] cresceu 1,98% no trimestre finalizado em maio, ante 2,23% naquele encerrado em fevereiro, enquanto, consideradas variações em doze meses, aumentou 6,68% em maio, ante 6,07% em fevereiro.

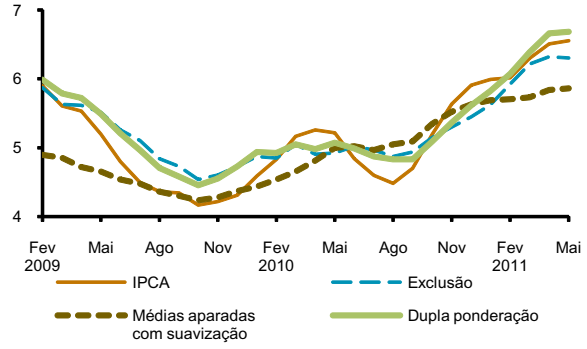
O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,47% no trimestre encerrado em maio, ante 1,29% naquele

5/ Calculado a partir da exclusão de dez itens do subgrupo alimentação no domicílio (tubérculos, raízes e legumes; cereais, leguminosas e oleaginosas; hortaliças e verduras; frutas; carnes; pescados; açúcares e derivados; leites e derivados; aves e ovos; e óleos e gorduras) e dos itens combustíveis domésticos e veiculares.

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 2.4 – Núcleos de inflação
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

finalizado em fevereiro. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos de 5,13% em maio e de 5,02% em fevereiro.

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 3 de junho, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2011 e 2012 atingiram 6,2% e 5,1%, respectivamente, ante 6% e 5%, ao final de março. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,04%, ante 5,34% em 31 de março.

A mediana relativa à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) para 2011 deslocou-se de 6,9%, ao final de março, para 6,7%, em 3 de junho, e a referente ao IPA-DI, de 7,4% para 6,7%. No mesmo período, a mediana da variação para 2012 do IGP-M passou de 4,9% para 5,0%, e a relativa ao IPA-DI, de 4,8% para 4,7%.

A mediana, para 2011, das expectativas relacionadas à evolução dos preços administrados ou monitorados por contratos atingiu 5% em 3 de junho, ante 4,6% ao final de março. Para 2012, as projeções mantiveram-se em 4,5%.

A mediana da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2011 passou de R$1,70/US$, ao final de março, para R$1,61/US$, em 3 de junho, enquanto a relativa ao final de 2012 foi revisada de R$1,75/US$ para R$1,70/US$. As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias em 2011 e em 2010 recuaram, na ordem, de R$1,67/US$ e R$1,73/US$, em 31 de março, para R$1,61/US$ e R$1,67/US$, em 3 de junho.

2.6 Conclusão

O comportamento dos preços ao consumidor nos últimos meses refletiu, em parte, o esgotamento de pressões sazonais relacionadas ao grupo educação e a desaceleração dos preços livres, em especial, no grupo alimentação. Vale ressaltar, entretanto, que a inflação acumulada em doze meses deve permanecer em patamar elevado, mas com tendência de recuo no segundo semestre.

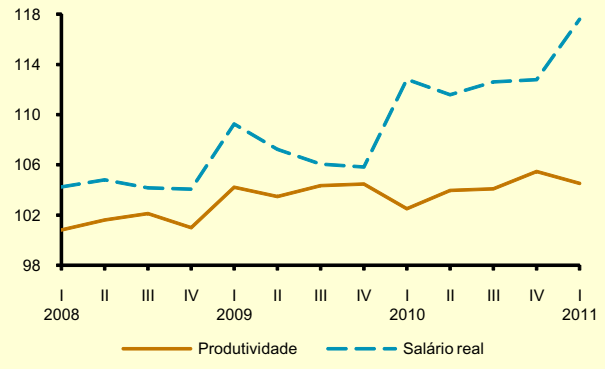
Pressões de Demanda e de Custos sobre os Preços de Serviços no IPCA

A evolução dos preços dos serviços, em ambiente de aumento da massa salarial real e relativa rigidez de oferta de serviços no curto prazo, vem se destacando entre os principais determinantes da inflação plena. Nessas circunstâncias, este boxe objetiva contribuir para a compreensão do desempenho recente dos preços ao consumidor, ao analisar a trajetória de indicadores que identificam pressões de demanda e de custos sobre o setor de serviços.

A análise de pressões de custos no segmento serviços considera a evolução dos índices de produtividade e de salários reais[1], estimados segundo a metodologia apresentada no boxe "Salário Real e Produtividade: alterações recentes", do Boletim Regional de abril de 2011[2]. Observe-se que os serviços considerados nesta análise correspondem a 23,7% da cesta do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), uma vez que não incluem todos os serviços contemplados pelo índice, em especial: (i) os serviços constantes do grupo de monitorados e administrados por contrato, a exemplo de transportes públicos, e (ii) os serviços em que salários têm pouca relevância na composição dos custos, a exemplo de aluguéis.

O Gráfico 1 apresenta a evolução dos indicadores de produtividade e de salários reais, ressaltando-se o descolamento mais acentuado entre as duas trajetórias a partir do início de 2010. Considerando 2007 como base, o índice do salário

Gráfico 1 – Brasil – Serviços (cesta IPCA)
2007 = 100



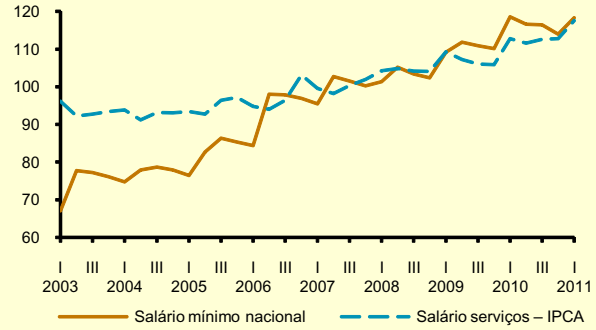
1/ Para o cálculo dos índices de produtividade e de salários reais, foi considerada a atividade "Outros Serviços", das Contas Nacionais Trimestrais, que abrange serviços prestados às empresas, saúde/educação mercantis, serviços às famílias e associativas, alojamento e alimentação, manutenção e reparação e serviços domésticos.

2/ Em relação aos dados, foram incluídos, neste boxe, os referentes à Pesquisa Mensal de Emprego (PME) da Região Metropolitana de Curitiba (RMC), elevando a abrangência dos indicadores de população ocupada e rendimentos médios de 39% para 42% do PIB nacional, de acordo com dados do Produto Interno Bruto dos Municípios, estimados pelo IBGE para 2008

real atingiu 117,6 no primeiro trimestre de 2011, patamar 13,1 p.p. superior ao relativo ao índice da produtividade.

Esse afastamento, que pode ser atribuído a um ambiente em que prevalece certa rigidez de oferta, está associado essencialmente à evolução dos salários reais no segmento. A propósito, conforme o Gráfico 2, os salários reais, após registrarem relativa estabilidade de 2003 a 2006, passaram a apresentar correções semelhantes às do salário mínimo, registrando-se[3] aumentos reais respectivos de 5% e 6,7%, em 2009; 6,6% e 7,7% em 2010; e 4,3% e 3,8% em 2011.

Gráfico 2 – Salários reais
2007 = 100



Fontes: IBGE (PME) e MTE

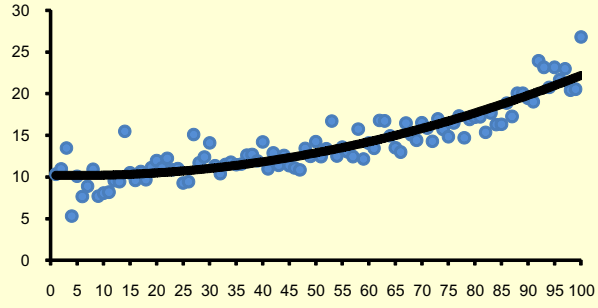
Pelo lado da demanda, a análise de pressões no segmento de serviços é conduzida a partir da comparação entre a oferta do segmento de serviços considerados na cesta do IPCA e a demanda potencial por tais serviços.

O indicador de oferta corresponde à agregação do Valor Adicionado Bruto (VAB) dos subsetores outros serviços e atividades imobiliárias e aluguéis, das contas nacionais trimestrais. O indicador de demanda potencial por serviços (DPS) admite condições usuais de maximização de utilidade dos agentes sujeita a restrição orçamentária, com a participação de um bem *i* na cesta de consumo de uma família *k* como função dos preços, da renda e do quadrado da renda (modelo QUAIDS)[4], com θ representando a participação; *p*, os preços; e *w*, a renda:

$$(1) \quad \theta_i^k = f\left(p_{i,j}, w^k, (w^2)^k\right)$$

O Gráfico 3 apresenta, no eixo das abscissas, os *percentis* das famílias ordenadas de acordo com a renda domiciliar *per capta* do trabalho e, no eixo das ordenadas, a participação da despesa de serviços na despesa total das famílias. Identifica-se, segundo dados de 2008 da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF), do IBGE, aumento do peso dos serviços nas despesas das famílias com níveis mais altos de renda, especificamente, dos itens serviços pessoais (empregada doméstica, cabeleireiro, entre outros),

Gráfico 3 – Participação dos serviços no consumo das famílias por *percentil* da distribuição da renda domiciliar *per capita* (%)



Fonte: IBGE (POF-2008)

3/ Consideradas médias dos trimestres encerrados em março do ano t e em dezembro do ano t-1.

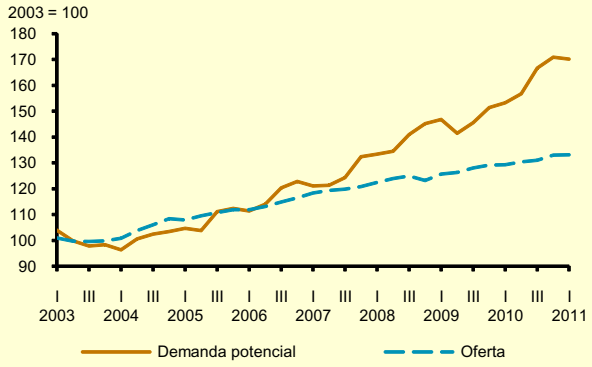
4/ Modelo QUAIDS: Blundell, R.; Pashardes, P.; Weber, G. *What do we learn about consumer demand patterns from micro data*? The American Economic Review, 83(3), p. 570-597, June 1993

educação e saúde. Ressalte-se, ainda, que, de acordo com o exercício, a demanda por serviços se apresenta mais sensível a aumentos de renda das famílias de renda mais alta.

A estimativa dos pesos do setor de serviços no orçamento familiar permite, portanto, relacionar o consumo de serviços com a renda domiciliar *per capita*, que foi segmentada em *decis*. Assumindo, por simplicidade, que as mudanças dos preços relativos no período analisado não implicaram alterações relevantes no comportamento do consumidor, a DPS é dada pela expressão (2), explicita a participação dos serviços, $\theta = f(w_t^k)$ como função da renda domiciliar *per capita* média do k-ésimo decil no trimestre t:

$$(2) \quad DPS_t = \sum_{k=1}^{10} \theta w_t^k$$

Gráfico 4 – Serviços (cesta IPCA) – Pressões de demanda



Com base nos pressupostos acima, a evolução da oferta e da demanda "potencial" para o segmento de serviços considerados no IPCA encontra-se no Gráfico 4. Observe-se que, após registrarem aumentos semelhantes até o terceiro trimestre de 2007, a oferta se expandiu à taxa média de 0,8% a.t. até o quarto trimestre de 2010 e a DPS, de 2,5% a.t. Esse descompasso é consistente com a visão de que houve mudanças nos padrões de consumo das famílias em decorrência da ascensão social de parte da população, bem como com a hipótese de certa rigidez da oferta.

Em síntese, este boxe contribui para o entendimento da dinâmica recente dos preços ao consumidor, ao analisar a trajetória de indicadores que identificam pressões de demanda e de custos sobre o setor de serviços. Os indicadores de pressões de custo sugerem, no período considerado, ganhos de produtividade inferiores aos aumentos reais de salário, o que, em parte, seria explicado pela vinculação dos salários do setor ao salário mínimo, que, em termos reais, aumentou 76,5% no período amostral. Adicionalmente, o exercício sugere que pressões de demanda observadas a partir do final de 2007 teriam contribuído para o descolamento entre a inflação de serviços e a plena.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3

3.1 Crédito

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	1 735,0	1 753,6	1 776,6	1 804,5	4,0	20,4
Recursos livres	1 132,9	1 145,1	1 161,5	1 179,6	4,1	18,1
Direcionados	602,0	608,6	615,2	624,9	3,8	25,1
Participação %:						
Total/PIB	46,2	46,4	46,6	46,9		
Rec. livres/PIB	30,2	30,3	30,5	30,6		
Rec. direc./PIB	16,0	16,1	16,1	16,2		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

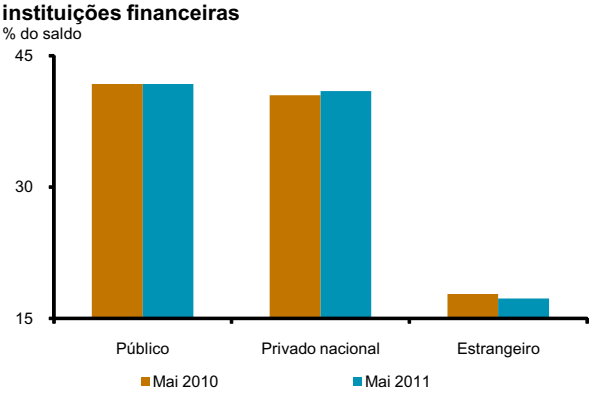
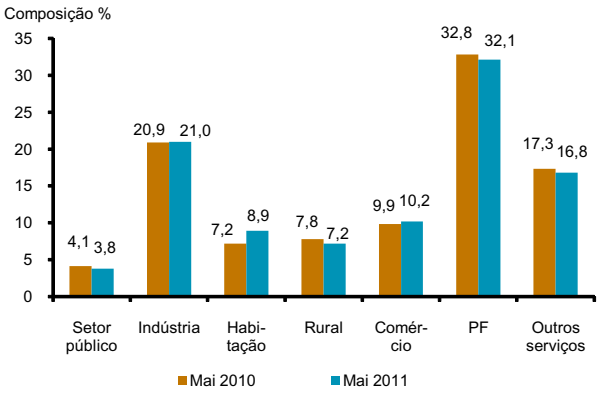


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



As operações de crédito do sistema financeiro registraram moderação no trimestre encerrado em maio, evolução consistente com as ações de política monetária e ações macroprudenciais recentemente implementadas. Vale ressaltar que esse movimento ocorre em cenário de elevação das taxas de juros e *spreads* bancários, relativa estabilidade dos prazos médios das carteiras e aumento marginal das taxas de inadimplência.

O crescimento do crédito se mostrou equilibrado entre as carteiras fundamentadas em recursos livres e em recursos direcionados, observando-se relativo arrefecimento nas contratações por parte das famílias, as mais afetadas pelas medidas, em particular, no que se refere a financiamentos de veículos e crédito pessoal. No segmento de pessoas jurídicas, apresentaram maior dinamismo as modalidades capital de giro e conta garantida.

O saldo total das operações de crédito, computados recursos livres e direcionados, atingiu R$1.804 bilhões em maio, elevando-se 4% no trimestre e 20,4% em doze meses, e passando a representar 46,9% do PIB, ante 46,2% em fevereiro e 44% em igual período do ano anterior. As representatividades dos bancos públicos, dos bancos privados nacionais e das instituições estrangeiras no total das operações de crédito totalizaram 41,8%, 41% e 17,2%, respectivamente, registrando, na ordem, variações trimestrais de -0,2 p.p., 0,3 p.p. e -0,1 p.p.

O crédito ao setor privado somou R$1.736 bilhões em maio, expandindo-se 4,2% no trimestre e 20,8% em doze meses. Os financiamentos destinados ao comércio, somaram R$183,9 bilhões, aumentando 4,4% no trimestre. As operações relacionadas à indústria cresceram 3,5%, para R$378,5 bilhões, com relevância para os ramos de siderurgia, energia e agronegócios. As operações direcionadas a outros serviços, evidenciando a demanda dos segmentos

transportes, consultoria de negócios e energia, atingiram R$303,3 bilhões, expandindo-se 3,2% no trimestre.

O volume de crédito ao setor público situou-se em R$68,2 bilhões, recuando 0,3% no trimestre, mas registrando alta de 10,4% em doze meses. A redução trimestral refletiu a diminuição de 3,8% no saldo das operações envolvendo o governo federal e a expansão de 3,3% na dívida bancária dos estados e municípios, que, traduzindo o impacto de financiamentos do BNDES para investimentos em infraestrutura urbana, na esfera estadual, totalizou R$34,8 bilhões.

O volume de provisões constituídas pelas instituições financeiras somou R$100,7 bilhões em maio, equivalendo a 5,6% do total da carteira de empréstimos do sistema financeiro. O saldo provisionado cresceu 4,5% no trimestre, em linha com o aumento de 0,1 p.p. na taxa de inadimplência do sistema financeiro, que atingiu 3,4%.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	602,0	608,6	615,2	624,9	3,8	25,1
BNDES	363,4	363,7	364,6	368,2	1,3	21,2
Direto	179,7	178,6	178,0	179,4	-0,2	9,0
Repasses	183,7	185,2	186,6	188,8	2,8	35,6
Rural	86,6	88,6	89,7	90,4	4,4	10,7
Bancos e agências	82,0	83,4	84,6	85,1	3,8	9,9
Cooperativas	4,6	5,2	5,1	5,3	14,1	24,9
Habitação	138,1	142,2	146,6	151,8	9,9	48,2
Outros	13,9	14,1	14,2	14,5	4,2	24,7

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

R$ milhões

Discriminação	Jan-mar		Variação %
	2010	2011	
Total	25 463	24 898	-2,2
Indústria	7 811	7 751	-0,8
Extrativa	223	800	258,7
Produtos alimentícios	2 526	1 703	-32,6
Veículo, reboque e carroceria	615	504	-18,0
Coque, petróleo e combustível	467	639	36,8
Produtos químicos	319	484	51,7
Equipamentos de transportes	444	398	-10,4
Comércio/serviços	15 010	15 026	0,1
Transporte terrestre	6 039	6 274	3,9
Eletricidade e gás	2 511	2 189	-12,8
Comércio	2 240	2 249	0,4
Atividades auxiliares de transportes	488	599	22,7
Construção	1 254	1 282	2,2
Telecomunicações	115	123	6,8
Agropecuária	2 642	2 121	-19,7

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

Os créditos direcionados totalizaram R$624,9 bilhões em maio, expandindo-se 3,8% no trimestre e 25,1% em doze meses. Os financiamentos habitacionais com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) somaram R$151,8 bilhões, registrando aumentos respectivos de 9,9% e 48,2%, nas bases de comparação mencionadas. Incluídos os financiamentos com recursos livres, o volume de crédito habitacional totalizou R$161,4 bilhões, correspondendo a 4,2% do PIB e elevando-se 10,3% no trimestre e 49,8% em doze meses.

O crédito rural, excluídas as operações do BNDES, atingiu R$90,4 bilhões, com aumentos de 4,4% no trimestre e de 10,7% em doze meses. A expansão trimestral refletiu, em especial, o impacto dos aumentos respectivos de 3,8% e 3,1% nos segmentos custeio e investimento, neutralizado, em parte, pelo recuo de 4,3% nas operações destinadas à comercialização. As participações dessas modalidades no total do crédito rural situaram-se, respectivamente, em 40,7%, 51% e 8,3%.

Os financiamentos do BNDES, consideradas as operações diretas e os repasses a instituições financeiras, atingiram R$368,2 bilhões em maio, aumentando 1,3% no trimestre e 21,2% em doze meses. Os desembolsos

acumulados no primeiro trimestre do ano somaram R$24,9 bilhões, recuando 2,2% em relação a igual período de 2010, evolução condicionada, fundamentalmente, pelo recuou de 19,7% nas contratações do setor agropecuário. As concessões para micro, pequenas e médias empresas foram responsáveis por 44,8% do total desembolsado no trimestre.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	1 132,9	1 145,1	1 161,5	1 179,6	4,1	18,1
Pessoa jurídica	561,8	569,0	578,5	586,7	4,4	17,8
Referencial[1/]	471,0	476,4	484,9	492,2	4,5	18,9
Rec. domésticos	419,1	424,9	431,5	435,8	4,0	20,5
Rec. externos	51,9	51,5	53,4	56,4	8,8	8,1
Leasing[2/]	39,1	38,7	37,6	37,1	-5,1	-19,1
Rural[2/]	3,5	3,2	3,3	3,4	-3,9	-3,2
Outros[2/]	48,1	50,7	52,7	54,1	12,3	54,7
Pessoa física	571,2	576,0	583,0	592,8	3,8	18,4
Referencial[1/]	437,0	443,0	451,3	460,7	5,4	27,4
Cooperativas	26,5	26,7	27,2	27,6	4,3	21,0
Leasing	42,2	40,5	39,1	37,8	-10,3	-33,8
Outros	65,5	65,7	65,3	66,7	1,8	12,3

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular nº 2.957, de 30 de dezembro de 1999.

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

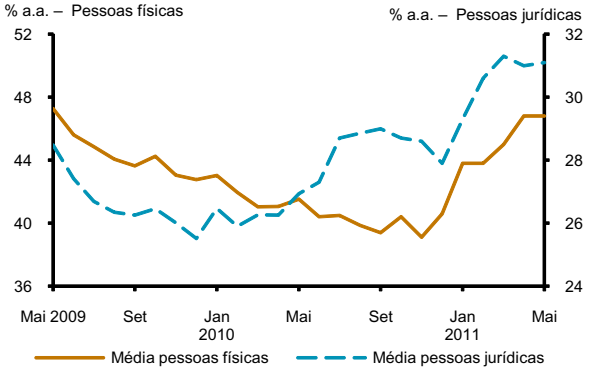
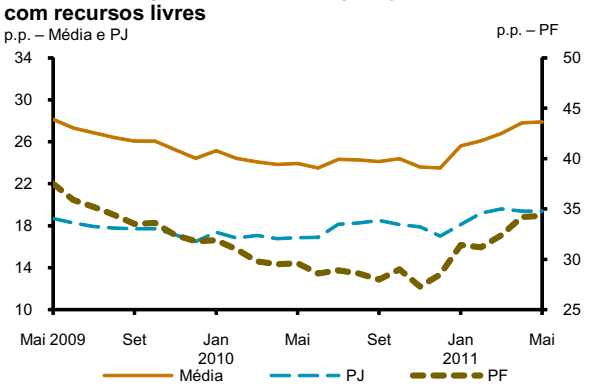


Gráfico 3.4 – *Spread* médio das operações de crédito com recursos livres



Operações de crédito com recursos livres

O estoque das operações de crédito com recursos livres somou R$1.180 bilhões em maio, aumentando 4,1% no trimestre e 18,1% em doze meses. A carteira das pessoas jurídicas totalizou R$586,7 bilhões, crescendo 4,4% no trimestre e 17,8% em doze meses, com ênfase no dinamismo das modalidades capital de giro e conta garantida. A carteira de pessoas físicas somou R$592,8 bilhões, com expansões de 3,8% no trimestre e de 18,4% em doze meses, ante, na ordem, 4% e 19,4% no trimestre encerrado em fevereiro, ressaltando-se que a desaceleração registrada na variação trimestral evidenciou, em especial, o decréscimo de 10,4% nas concessões para aquisição de bens, sobretudo, de veículos.

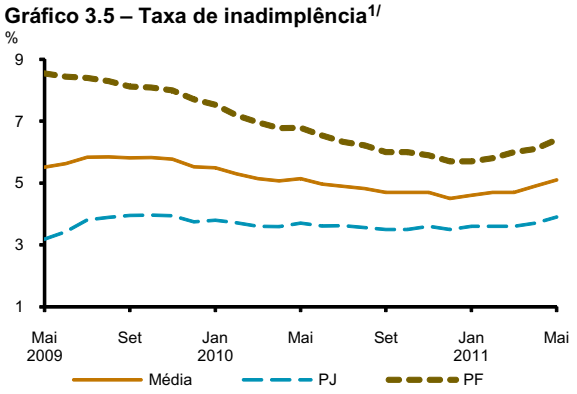
Taxa de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 40% a.a. em maio, aumentando 1,9 p.p. no trimestre e 5,1 p.p. em doze meses. A trajetória ascendente refletiu os impactos das medidas macroprudenciais adotadas recentemente e dos aumentos da taxa básica de juros. Nesse contexto, o *spread* bancário situou-se em 27,9 p.p., crescendo 1,8 p.p. no trimestre e 3,9 p.p. em doze meses.

A taxa média de juros no segmento de pessoas físicas atingiu 46,8% em maio, elevando-se 3 p.p. no trimestre e 5,3 p.p. em doze meses, ressaltando-se os aumentos trimestrais respectivos de 3,1 p.p. e 1,7 p.p. nas modalidades aquisição de veículos e crédito pessoal. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 31,1%, aumentando 0,5 p.p. no trimestre e 4,2 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência relativa ao crédito referencial, considerados atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 5,1% em maio, variando 0,4 p.p. no trimestre e mantendo estabilidade em doze meses. A evolução

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência[1/]



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

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

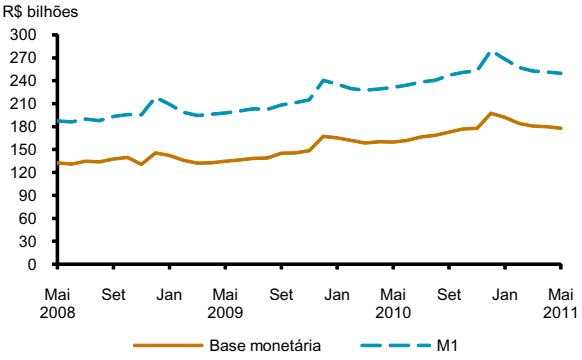


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

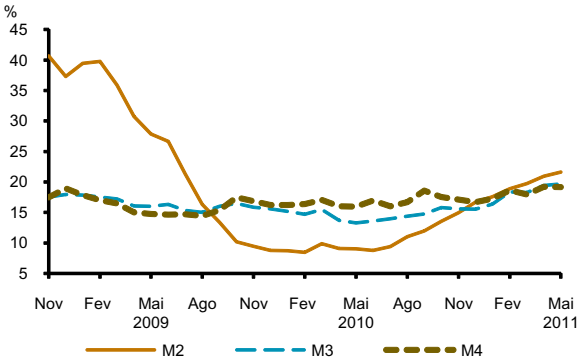
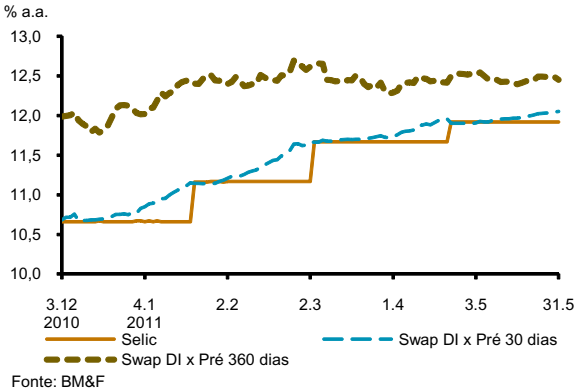


Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Fonte: BM&F

trimestral refletiu as elevações respectivas de 0,6 p.p. e 0,3 p.p. registradas nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas. Os atrasos de 15 a 90 dias apresentaram acréscimos trimestrais respectivos de 0,4 p.p. e de 0,1 p.p. nos segmentos mencionados, situando-se, na ordem, em 6,3% e 2,2%.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R$249,8 bilhões em maio. O recuo de 2,9% relativamente a fevereiro refletiu as retrações registradas nos saldos médios do papel-moeda em poder do público, 3,1%, e dos depósitos à vista, 2,7%, enquanto a expansão anual de 7,9% decorreu de acréscimos respectivos de 11,1% e 5,6%. O saldo médio da base monetária atingiu R$177,6 bilhões, com redução trimestral de 3,4% e aumento anual de 11,1%.

Considerados saldos em final de período, a base monetária totalizou R$178,3 bilhões em maio. A retração trimestral de R$7,3 bilhões refletiu o impacto contracionista das operações com o Tesouro Nacional, R$38,6 bilhões; das operações com títulos públicos federais, R$1,9 bilhão; e dos recolhimentos compulsórios, R$1,2 bilhão, neutralizado, em parte, pelas compras líquidas de divisas pelo Banco Central, R$31,7 bilhões, e pelos ajustes nas operações do Banco Central no mercado de derivativos, R$1,1 bilhão.

Os meios de pagamento, no conceito M2, somaram R$1,4 trilhão, aumentando 4,3% no trimestre e 21,6% em doze meses, enquanto o M3 atingiu R$2,7 trilhões, representando altas de 3,4% e 19,7% nos mesmos períodos e o M4, R$3,2 trilhões, elevando-se, na ordem, 3,3% e 19,2%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de prazo mais curto apresentou aumento ao longo do trimestre e, ao final de maio, tendência de estabilidade, passando a acompanhar os contratos de prazo mais longo. A taxa de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias registrou queda de 129 p.b. no trimestre, atingindo 12,4% a.a. ao final de maio.

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

% a.a.

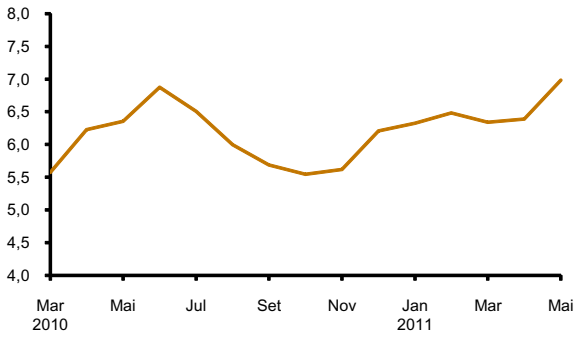
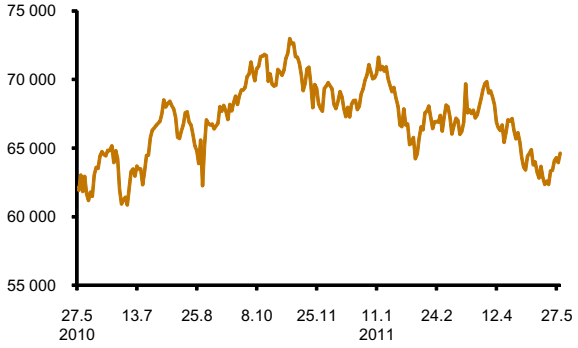


Gráfico 3.10 – Ibovespa

Pontos



Fonte: Bovespa

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores

Dez 2009 = 100

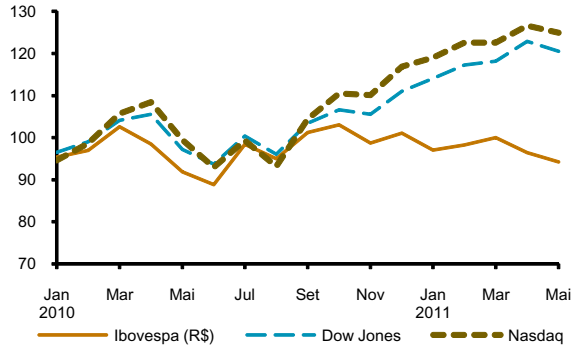
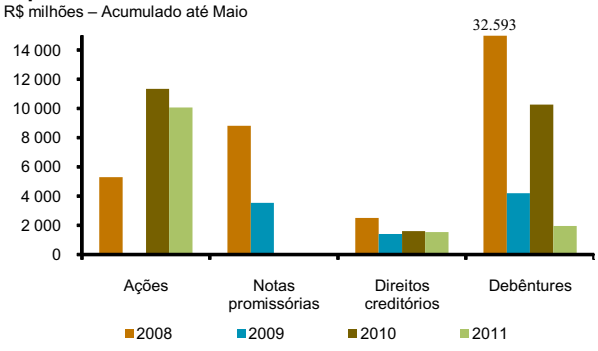


Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais

R$ milhões – Acumulado até Maio



Fonte: CVM

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 31 de maio, atingiu 7% a.a, ante 6,5% a.a. ao final de fevereiro. Contribuiu para esse resultado principalmente a redução de 5,6%, em abril, para 5,1%, em maio, das expectativas para a variação do IPCA nos próximos doze meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) apresentou acentuada volatilidade ao longo do trimestre, atingindo 64.620 pontos no final de maio. O valor de mercado das empresas listadas no índice se manteve estável em R$1,9 trilhão, enquanto a média diária do volume transacionado diminuiu 4,2% em relação ao trimestre anterior. Avaliado em dólares, o Ibovespa subiu 0,8% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq elevaram-se 2,8% e 1,9%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, totalizou R$13,6 bilhões até maio de 2011, ante R$23,2 bilhões em igual período de 2010, ressaltando-se a contração, de R$10,3 bilhões para R$2 bilhões, nas emissões de debêntures.

3.3 Política fiscal

O governo elevou a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre compras de bens e serviços realizadas no exterior com cartão de crédito para 6,38%, ao final de março. Adicionalmente, introduziu, em abril, a cobrança de IOF de 6% sobre as operações de empréstimos externos, contratadas na forma direta ou mediante a emissão de títulos no mercado internacional com prazo inferior a dois anos, e aumentou, de 1,5% para 3%, a alíquota sobre as operações de crédito domésticas com pessoas físicas, exceto as referentes a financiamentos imobiliários.

Objetivando aumentar o nível de formalização dos microempresários, foi editada, em abril, medida provisória reduzindo, de 11% para 5% do valor do salário mínimo, a alíquota de contribuição previdenciária a que está sujeito o

empresário individual com receita bruta anual de até R$36 mil.

O governo encaminhou ao Congresso Nacional projeto de lei de diretrizes orçamentárias para 2012. A meta de superávit primário para o setor público consolidado foi fixada em R$139,8 bilhões, 3,1% do PIB estimado para aquele ano, dos quais 2,15% na esfera do Governo Central e 0,95% na relativa aos governos regionais. O projeto prevê, de forma semelhante ao ocorrido nos últimos anos, a possibilidade de abatimento da meta de superávit das despesas relativas ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), estimadas em 0,9% do PIB.

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

Segmento	2009		2010		Abr 2011[1/]	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,1	-94,5	-2,5
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-24,1	-0,6
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-1,0	-0,0
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-119,6	-3,2

1/ Acumulado em doze meses até abril.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Jan-abr

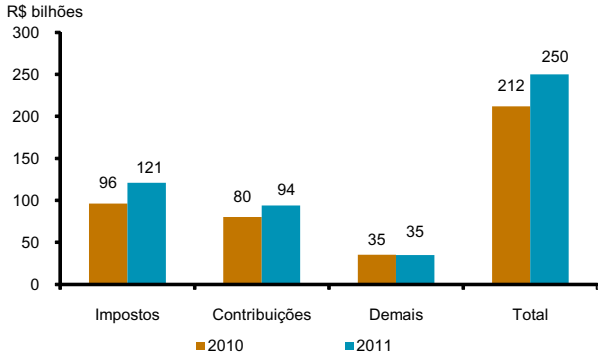


Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Jan-abr

Discriminação	2010		2011	
	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB
Total	123 560	11,0	135 320	10,7
Pessoal e encargos sociais	53 494	4,7	59 400	4,7
Custeio e capital	69 679	6,2	75 252	6,0
FAT	7 279	0,6	7 772	0,6
Subsídio e subvenções	3 453	0,3	3 005	0,2
Loas/RMV	7 231	0,6	8 121	0,6
Investimento	12 803	1,1	13 381	1,1
Outras	38 913	3,5	42 973	3,4
Transferências ao Bacen	388	0,0	668	0,1

Fonte: Minifaz/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado atingiu R$57,3 bilhões, 4,54% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2011, ante 3,50% do PIB no período correspondente do ano anterior. Essa evolução refletiu o aumento dos superávits do Governo Central e dos governos regionais, neutralizado, em parte, pela inversão, de superávit para déficit, no resultado das empresas estatais.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R$249,9 bilhões no quadrimestre, elevando-se 18%, 1 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010. Esse resultado também reflete a base deprimida, haja vista que isenções tributárias introduzidas durante a crise de 2008/2009 ainda estavam em vigor no primeiro trimestre de 2010. A arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), refletindo os aumentos da produção industrial e das importações, cresceu 30,1%, enquanto a relativa ao Imposto de Renda – Pessoa Jurídica, evidenciando o desempenho favorável das empresas no último trimestre de 2010 e o impacto da declaração de ajuste relativa àquele ano, elevou-se 25,8%.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R$135,3 bilhões no quadrimestre finalizado em abril, aumentando 9,5% em relação a igual intervalo de 2010. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 11%, impulsionados pela elevação de R$4,8 bilhões das despesas no Poder Executivo, e os referentes a custeio e capital, 8%, destacando-se o aumento de 39,3% nos dispêndios com o PAC. Consideradas como proporção do PIB, as despesas com pessoal e as relativas a custeio e capital registraram recuos respectivos de 0,04 p.p. e 0,23 p.p., no período.

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social
Jan-abr

R$ bilhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Arrecadação bruta	69,2	80,7	16,6
Restituição/devolução	-0,2	-0,2	17,3
Transferência a terceiros	-7,5	-9,0	19,5
Arrecadação líquida	61,5	71,5	16,2
Benefícios previdenciários	78,7	86,7	10,1
Resultado primário	-17,2	-15,2	-11,8
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,7%	
Benefícios/PIB	7,0%	6,9%	
Resultado primário/PIB	-1,5%	-1,2%	

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Tesouro Nacional
Acumulado no ano até abril
%

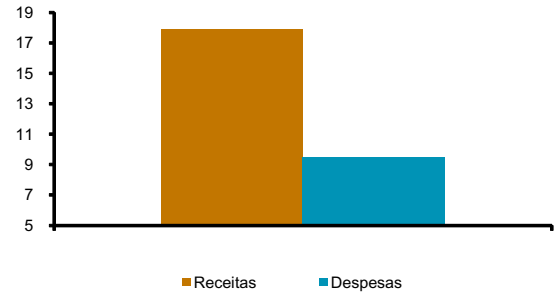


Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios em 2011
Jan-abr

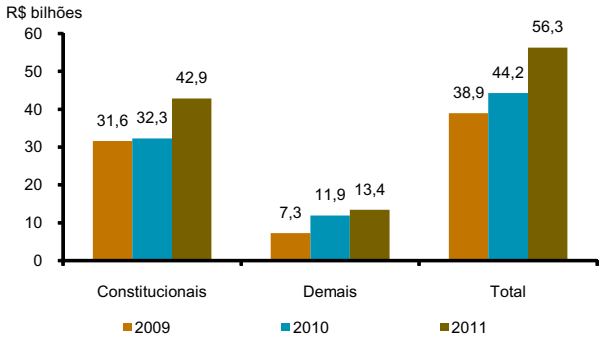
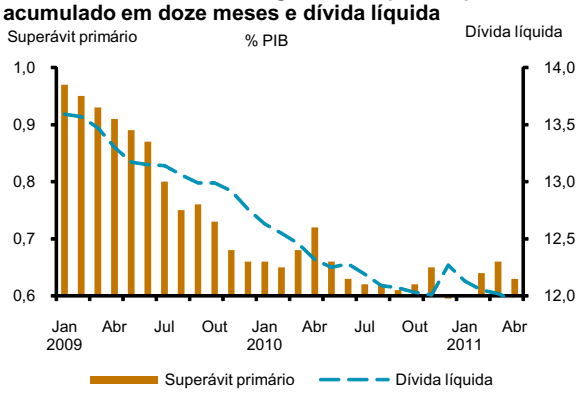


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida



O déficit da Previdência Social somou R$15,2 bilhões no quadrimestre, reduzindo-se 11,8%, 0,33 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010. A arrecadação líquida da Previdência, refletindo o aumento da massa salarial, cresceu 16,2% enquanto as despesas com benefícios previdenciários, traduzindo o impacto da correção no salário mínimo sobre o valor médio das aposentadorias e auxílios pagos, 10,1%.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 16% nos quatro primeiros meses de 2011, em relação a igual período de 2010, e as despesas, 9,7%, resultando em elevação de 62% no respectivo superávit.

As transferências para os governos regionais totalizaram R$56,3 bilhões no período, elevando-se 27,3% em relação ao intervalo correspondente de 2010, com ênfase no impacto dos aumentos nos recursos transferidos por meio dos fundos de participação, 32,8%, e nos repasses de recursos do Fundeb, 132,2%. Ressalte-se que no primeiro quadrimestre de 2010 a União havia repassado aos estados e municípios, a título de apoio financeiro, R$1,3 bilhão, sem correspondência em 2011.

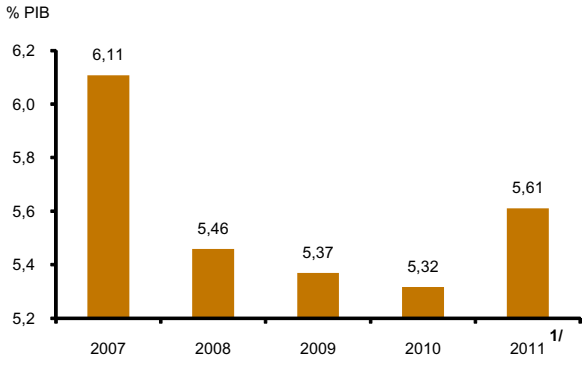
A arrecadação do principal tributo regional, o Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), cresceu 13,6% no primeiro trimestre de 2011, em relação a igual período de 2010, enquanto a relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) recuou 5,6%.

O superávit primário dos governos regionais atingiu R$16,3 bilhões no quadrimestre encerrado em abril, elevando-se 0,15 p.p. do PIB em relação ao período equivalente do ano anterior. Houve melhora nos resultados dos governos estaduais e dos municipais.

As empresas estatais registraram déficit de R$189 milhões no período, ante R$1,1 bilhão no quadrimestre finalizado em abril de 2010, resultado de inversão, de superávit de R$116 milhões para déficit de R$540 milhões, no âmbito das empresas estatais federais, e de recuo de 68% no superávit das empresas estatais estaduais.

Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R$78,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2011, 6,23% do PIB, elevando-se 0,9 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2010. Esse aumento foi influenciado pela aceleração do IPCA e pelo aumento da taxa Selic,

Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados



1/ Valores acumulados em doze meses até abril.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2009		2010		Abr 2011	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Usos	106,2	3,3	93,7	2,5	21,3	6,7
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-57,3	-18,2
Juros	171,0	5,4	195,4	5,3	78,6	24,9
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,5	21,3	6,7
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	83,1	26,4
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	137,3	43,5
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,7	-22,2	-7,1
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-31,9	-10,1
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-61,9	-19,6

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

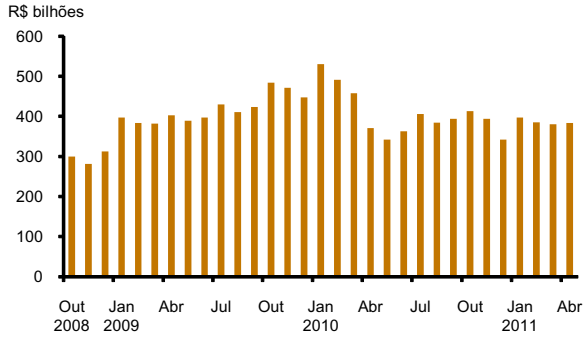
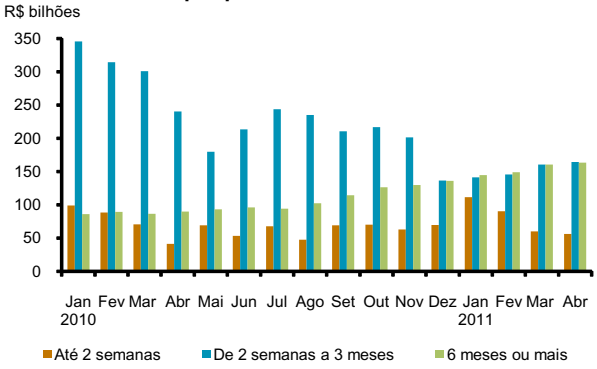


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários



indicadores que incidem sobre parcela expressiva da dívida mobiliária federal.

O setor público consolidado registrou déficit nominal de R$21,3 bilhões no quadrimestre, 1,69% do PIB, ante 1,83% do PIB nos quatro primeiros meses de 2010. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, pelas reduções observadas no financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas de R$57,8 bilhões no trimestre encerrado em abril, resultado de colocações de R$130 bilhões e resgates de R$72,2 bilhões. As operações de troca totalizaram R$14,3 bilhões, das quais 60,3% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) –, e 35% com Letras do Tesouro Nacional (LTN). Os resgates antecipados, concentrados em Letras Financeiras do Tesouro (LFT) –, somaram R$0,7 bilhão.

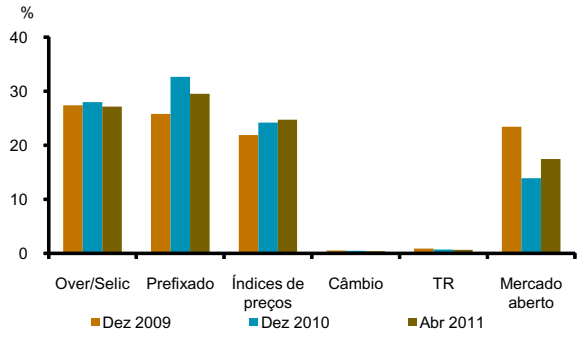
O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R$383,6 bilhões em abril. O recuo trimestral de 3,4% decorreu de aumentos respectivos de R$144,8 bilhões para R$163,2 bilhões, e de R$141,1 bilhões para R$164,5 bilhões nas operações de seis meses e de duas semanas a três meses, na ordem, e de retração, de R$111,4 bilhões para R$56 bilhões, naquelas com prazo inferior a duas semanas.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R$1.653,1 bilhões em abril, 43,4% do PIB, registrando variações de 1,8 p.p. do PIB no trimestre e de -1,3 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral traduziu, em especial, o impacto das emissões líquidas de R$61,5 bilhões realizados no mercado primário e da incorporação de juros nominais de R$49,6 bilhões.

As participações dos títulos prefixados e daqueles atrelados a índices de preços no total da dívida mobiliária

Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal[1/]



1/ Não inclui *swap*.

Gráfico 3.21– Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

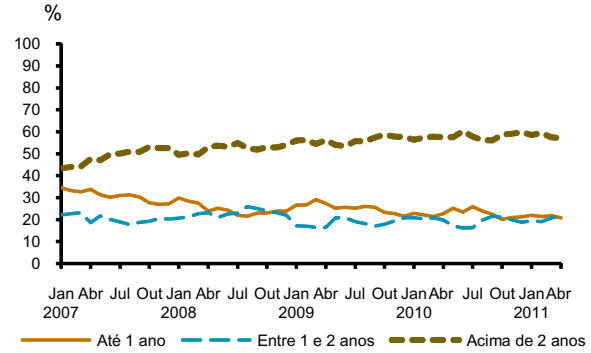


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Apr 2011	
	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,2	1 518 660	39,8
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,6	42 840	-0,3
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	42 840	1,1
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,5	21 271	0,6
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-57 315	-1,5
Juros	171 011	5,4	195 369	5,3	78 586	2,1
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	25 018	0,7
Dívida interna[1/]	-3414	-0,1	1513	0,0	1903	0,0
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	23 116	0,6
Outros[2/]	10 907	0,3	1 533	0,0	-6 122	-0,2
Reconhecimento de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	2673	0,1
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-1,9		-5,7		-1,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

federal registraram acréscimos trimestrais respectivos de 2 p.p. e 0,8 p.p. em abril, enquanto as relativas aos títulos vinculados à taxa *over*/Selic e aos financiamentos do Banco Central por meio das operações de mercado aberto reduziram-se 0,6 p.p. e 2,1 p.p. respectivamente.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 12,6% do total em 2011; 19,1% em 2012; e 68,4% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vincendos em 12 meses representavam 20,9% da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida atingia 41,8 meses, ante intervalos respectivos de 21% a 25% e de 42 a 44,4 meses estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento – 2011.

O estoque das operações reversas de *swap* cambial totalizou R$17,5 bilhões em abril, ressaltando-se que o resultado obtido nos três últimos meses – diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom – foi desfavorável ao Banco Central em R$1,5 bilhão, no conceito caixa.

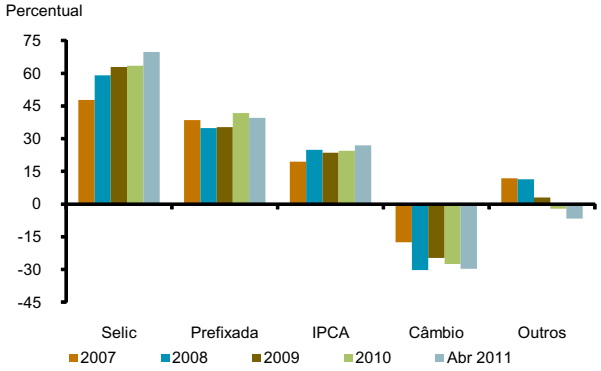
Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R$1.518,7 bilhões em abril, 39,8% do PIB. A retração de 0,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010 refletiu as contribuições do superávit primário, 1,5 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. do PIB; neutralizadas, em parte, pelos impactos da apropriação dos juros nominais, 2,1 p.p.; da apreciação cambial de 5,6% acumulada no ano, 0,7 p.p.; e do reconhecimento de dívidas, 0,1 p.p.

Em relação à evolução da composição da DLSP, ressaltem-se os crescimentos quadrimestrais nas parcelas indexadas à taxa Selic, 6,3 p.p., e ao IPCA, 2,6 p.p., e os recuos nas parcelas sem remuneração, 4,1 p.p., e pré-fixada, 2,2, p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R$2.135,4 bilhões, 56% do PIB, em abril. O aumento quadrimestral de 1,3 p.p. do PIB refletiu, em especial, a elevação, de 7,9% do PIB para 9,9% do PIB, no estoque de operações compromissadas.

Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores



3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro nacional registraram moderação no início de 2011, em resposta a ações macroprudenciais e ações de política monetária recentemente implementadas. O arrefecimento no ritmo de novas contratações vem ocorrendo, em especial, nos empréstimos às famílias.

O aumento nas taxas de juros e a maior restritividade para a concessão de empréstimos com prazos longos contribuiu para o aumento, ainda que de forma reduzida, da taxa de inadimplência no segmento de pessoas físicas a partir de fevereiro. Esse indicador, porém, permanece em patamar historicamente baixo.

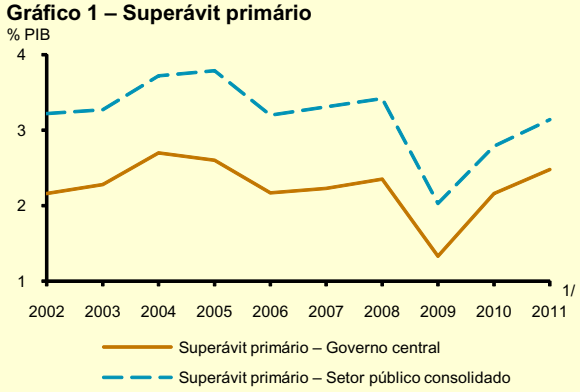
A desaceleração registrada nos financiamentos a pessoas jurídicas traduziu, em grande parte, a redução nos desembolsos do BNDES, parcialmente compensada pela recuperação dos adiantamentos a exportadores (Adiantamento de Contratos de Câmbio – ACC). Nesse cenário, estima-se que o mercado de crédito continuará a crescer em ritmo moderado.

O dinamismo da atividade econômica no primeiro quadrimestre, traduzindo-se no crescimento das receitas públicas, e o esforço para a contenção de despesas governamentais no período exerceram desdobramentos favoráveis sobre as contas públicas, concorrendo para a elevação do superávit primário, em linha com a meta fiscal prevista para o ano. Vale ressaltar que a consecução dessa meta constitui fator relevante para a permanência do cenário de estabilidade econômica e para a redução do nível de endividamento líquido.

Impulso Fiscal

O impulso fiscal, indicador destinado a mensurar o impacto de medidas fiscais discricionárias do governo – ações pró-cíclicas ou anticíclicas que não são vinculadas ao desempenho da economia e à contratos, no curto prazo – constitui subsídio importante para a condução da política monetária[1]. Dada a relevância do assunto, este boxe avalia, sob três métodos, a evolução da política fiscal do Governo Central – responsável pela maior parcela das metas de superávit primário – no período 2001 a 2011.

Gráfico 1 – Superávit primário



1/ Acumulado em doze meses até abril.

A política fiscal implementada desde final dos anos 90 gerou superávits primários no setor público consolidado e no Governo Central, que registraram médias respectivas de 3,2% do Produto Interno Bruto (PIB) e de 2,2% do PIB, de 2002 a 2010, conforme o Gráfico 1. Considerando que no período mencionado a taxa de crescimento real do PIB registrou oscilações relevantes, o desempenho fiscal do setor público e, em particular, do Governo Central, esteve associado não apenas à evolução de receitas, mas também ao impacto de decisões discricionárias, tanto no que se refere a elevação, quando ao corte de despesas.

A literatura sugere diversos métodos de cálculo do impulso fiscal. Neste boxe, são considerados três dos mais frequentemente utilizados: (1) do Fundo Monetário Internacional (FMI); (2) da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE); e (3) o holandês, representados nas equações a seguir[2]:

1/ Definições menos elaboradas de impulso fiscal podem incluir a própria diferença entre o resultado primário de um período em relação ao período anterior, medida que, mesmo tendo a vantagem da simplicidade, ignora o efeito do ciclo econômico, conforme comentado.Ver, a respeito, Alesina e Perotti (1995). O impulso fiscal é geralmente calculado considerando as contas primárias do governo, mas é possível calculá-lo com base no resultado nominal. Ver, a respeito, IMF (2006).

2/ Exemplo de estudo semelhante, feito para o caso mexicano, pode ser visto em Sidaoui (2003).

$$FMI = \left(\Delta G - \frac{G_0}{Y_0^p} \Delta Y^p \right) - \left(\Delta T - \frac{T_0}{Y_0} \Delta Y \right)$$

$$OCDE = \Delta \left(G - \rho_G \frac{G_{-1}}{Y_{-1}} \left(Y - Y^p \right) \right) - \Delta \left(T - \rho_T \frac{T_{-1}}{Y_{-1}} \left(Y - Y^p \right) \right)$$

$$Holandês = \left(\Delta G - \frac{G_{-1}}{Y_{-1}^p} \Delta Y^p \right) - \left(\Delta T - \frac{T_{-1}}{Y_{-1}} \Delta Y \right)$$

Onde:

G – despesas do governo;

T – receitas do governo;

Y e Y^p – PIB efetivo e potencial, respectivamente;

ρ_G ρ_T e – elasticidade das despesas e receitas do governo em relação ao PIB, respectivamente;

Os subscritos *o*, *t* e *-1* indicam, respectivamente, os períodos base, período t e período anterior a t.

O método do FMI calcula o impulso tendo como referência um ano base onde o produto efetivo se aproxime do potencial. No método da OCDE, são calculadas as elasticidades das receitas e despesas do governo, as quais são implicitamente consideradas unitárias no método do FMI[3]. O método holandês assemelha-se ao do FMI, mas toma como referência o ano anterior.

Ressalte-se que nos métodos do FMI e holandês as receitas e despesas do governo são consideradas ciclicamente neutras se variam na mesma proporção do produto nominal e potencial, respectivamente, e o cálculo do impulso fiscal tende a convergir mais acentuadamente. O cálculo do impulso fiscal de acordo com o método da OCDE considera que as receitas e despesas são ciclicamente neutras se variam de acordo com as elasticidades estimadas, podendo, portanto, apresentar maior discrepância em relação aos resultados dos dois outros métodos. Vale enfatizar que os três métodos somente ajustam o comportamento das receitas e despesas públicas

3/ Discussão mais detalhada dos dois métodos pode ser encontrada em Heller et al (1986).

ao produto, ignorando o efeito de outras variáveis econômicas – como câmbio e juros.

O PIB potencial foi calculado segundo o modelo descrito em Areosa (2008), que considera uma combinação dos métodos de filtro Hodrick e Prescott (HP) e função de produção. As estimativas de elasticidades de receitas e despesas do Governo Central consideraram os valores divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional na apuração do resultado primário[4]. Para ano base, no caso do método do FMI, foi escolhido 2001.

Tabela 1 – Impulso fiscal do Governo Central

% PIB

	Método de cálculo		
	FMI	OCDE	Holandês
2001	0,0	0,1	0,0
2002	-0,5	-0,5	-0,5
2003	-0,5	-0,3	-0,5
2004	0,0	-0,4	0,1
2005	0,0	0,0	0,0
2006	0,3	0,3	0,4
2007	-0,1	-0,3	-0,1
2008	-0,9	-1,0	-0,9
2009	1,7	2,0	1,6
2010	0,2	-0,2	0,2
2011[1/]	-0,9	-1,0	-0,8

1/ Considera crescimento real do PIB de 4%.

Os resultados encontram-se na Tabela 1 e mostram compatibilidade entre si, ressaltando-se que sinais positivos e negativos indicam, respectivamente, política fiscal (impulso) expansionista e contracionista. Observe-se, por exemplo, que o impulso fiscal foi negativo em 2003, quando a taxa de crescimento real do PIB foi a segunda menor do período amostral e ocorreu aumento do superávit primário.

Em meados da década a política fiscal apresentou certa neutralidade, voltou a se mostrar contracionista em 2008, quando taxas elevadas de crescimento do PIB foram acompanhadas por elevação do superávit primário, e registrou reversão em 2009, quando o governo adotou políticas anticíclicas em resposta aos impactos do agravamento da crise internacional e o impulso fiscal atingiu os valores mais expressivos do período amostral. Em 2010, novamente neutralidade, em linha com a retirada dos estímulos mencionados[5] e com a entrada em novo ciclo de expansão da economia.

Em 2011, considerando as hipóteses de crescimento do PIB e de cumprimento da meta de superávit primário, sem ajustes, definida para o Governo Central[6], o ajuste fiscal deverá se situar entre 0,8% e 1% do PIB, dependendo do método considerado.

Em resumo, o cálculo do impulso fiscal, indicador que agrega subsídio relevante ao

4/ As elasticidades foram calculadas considerando as séries de receitas líquidas e despesas totais do Governo Central. Foram realizados ajustes apenas em 2010, para desconsiderar as receitas da cessão onerosa do pré-sal e as despesas com a capitalização da Petrobras, dado seu caráter especial.

5/ Assim como no cálculo das elasticidades de receitas e despesas (ver nota 5), o cálculo do impulso em 2010 desconsiderou as receitas da cessão onerosa do pré-sal e as despesas com a capitalização da Petrobras.

6/ A meta de superávit primário do Governo Central foi definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias em R$81,76 bilhões.

acompanhamento do impacto das atividades do governo na economia, evidencia que, de 2001 a 2011, o Governo Central vem adotando ações discricionárias para adequar a postura fiscal aos ciclos econômicos e à estratégia de manter a relação dívida/PIB em trajetória decrescente.

Referências

ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. (1995). *Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries*. *Working Paper Series*. NBER, n. 5214.

AREOSA, Marta. (2008). *Combining Hodrick-Prescott Filtering with a Production Function Approach to Estimate Output Gap*. *Working Paper Series*. Banco Central do Brasil, n. 172.

HELLER, Peter; HASS, Richard; MANSUR, Ahsan, (1986). *A Review of the Fiscal Impulse Measure*. *Occasional Paper*. International Monetary Fund, n.44.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2006). *Methodology for Fiscal Impulse Calculations*. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Appendix, nov.

SIDAOUI, José. (2003). *Implications of Fiscal Issues for Central Banks: Mexico's Experience*. *BIS Papers*. BIS, n. 20.

Expansão do Crédito e Medidas Macroprudenciais

O volume das operações de crédito no Brasil passou de 26,3% do PIB, em abril de 2005, para 46,6% do Produto Interno Bruto (PIB), em abril de 2011. Nesse cenário, o objetivo deste boxe consiste em avaliar essa expansão de crédito, contextualizar e evidenciar os impactos das medidas macroprudenciais[1] adotadas pelo Banco Central, em dezembro de 2010.

A relação crédito/PIB, apesar de crescimento significativo nos últimos anos, situa-se em patamar inferior ao registrado internacionalmente, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Crédito/PIB

Países selecionados	Abril de 2011 (%)
Brasil	46,6
Área do Euro	105,9
Alemanha	90,0
Argentina	16,4
Espanha	163,0
EUA[1/]	86,4
França	95,4
Holanda	134,7
Itália	96,2

Fontes: FED, BEA, BCE, Eurostat, BCRA, Indec.

1/ Apenas pessoas físicas.

Cabe mencionar que o crédito habitacional, segmento mais dinâmico do mercado brasileiro nos últimos anos, mesmo crescendo 49,6% no período de doze meses encerrado em abril de 2011, representava apenas 4,1% do PIB, percentual expressivamente inferior ao assinalado internacionalmente (Tabela 2). Fica evidente, ainda, que o crédito imobiliário explica grande parte da diferença entre a razão crédito/PIB para o Brasil e os demais países da amostra.

Tabela 2 – Crédito habitacional/PIB

Países selecionados	Abril de 2011 (%)
Brasil	4,1
Área do Euro	40,2
Alemanha	37,7
Espanha	61,2
EUA[1/]	70,3
França	39,8
Holanda	66,1
Itália	22,9

Fontes: FED, Bureau of Economic Analysis, BCE, Eurostat.

1/ Dezembro de 2010.

É relevante enfatizar que a evolução do crédito nos últimos anos, mesmo abrangendo um grupo crescente de tomadores com pouco ou nenhum histórico de crédito, e apesar da crise de 2008/2009, não determinou mudança relevante sobre a qualidade da carteira de crédito do sistema. De fato, considerados apenas atrasos superiores a noventa dias, 3,4% do volume total de crédito do sistema

1/ Segundo definição do Comitê sobre o Sistema Financeiro Global (CGFS) do Banco de Compensações Internacionais (BIS), políticas macroprudenciais incorporam dois objetivos principais: i) fortalecer a resiliência do sistema financeiro a retrações econômicas e ii) limitar ativamente o acúmulo de riscos financeiros. Tais objetivos não são mutuamente excludentes e vão além do propósito da política microprudencial de assegurar que instituições individuais tenham capital e liquidez suficientes para absorver choques em suas carteiras de empréstimos e de *funding*. Políticas macroprudenciais consideram, portanto, fatores de risco que transcendem circunstâncias individuais.

Gráfico 1 – Inadimplência – Geral

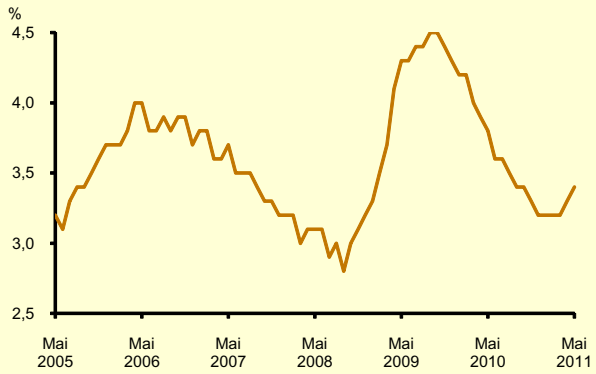


Gráfico 2 – Crédito referencial – Inadimplência

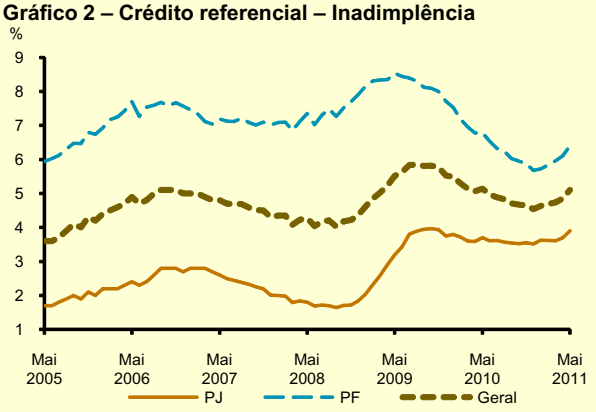
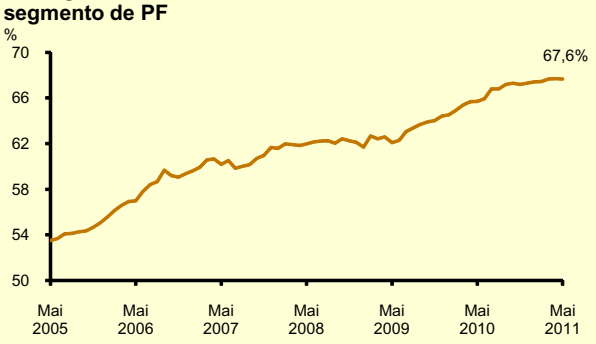


Gráfico 3 – Participação do crédito consignado, *leasing*, financiamento de veículos e habitacional no segmento de PF



financeiro nacional encontrava-se inadimplente em maio de 2011 – o mínimo da série, iniciada em março de 2000, atingiu 2,8% em setembro de 2008 (Gráfico 1).

No âmbito do crédito referencial[2], a taxa de inadimplência – atrasos superiores a noventa dias – atingiu 4,5% em dezembro de 2010, menor patamar após a crise financeira internacional, sendo 5,7% no segmento de pessoas físicas e 3,5% no de pessoas jurídicas, ante mínimas históricas de 3,5%, em fevereiro de 2005; 5,3%, em outubro de 2000; e de 1,6%, em setembro de 2008, respectivamente (Gráfico 2). Nos primeiros meses deste ano, a inadimplência cresceu marginalmente, o que pode ser atribuído, ao menos em parte, ao aumento nas taxas de juros que se verificou a partir de dezembro de 2010.

Cabe ressaltar o aumento da participação de modalidades de baixo risco e de prazos mais dilatados no estoque de crédito nos últimos anos. Nesse sentido, os financiamentos para aquisição de veículos, as operações de *leasing* com essa finalidade, os financiamentos habitacionais e os empréstimos consignados corresponderam, em conjunto, a 67,7% do volume total de crédito a pessoas físicas em maio de 2011, ante 53,5% em maio de 2005 (Gráfico 3).

A despeito de condições gerais bastante favoráveis em termos agregados, foram identificadas fontes de riscos no aumento da alavancagem das famílias e no alongamento de prazo dos contratos em determinadas modalidades no crédito. Em resposta, o Banco Central adotou, em dezembro de 2010, medidas macroprudenciais com vista a conter esse processo[3].

Essas medidas – conforme evidenciado, para os segmentos veículos e crédito pessoal, nos Gráficos 4 a 6 – de modo geral impactaram o volume de concessões, as taxas de juros e os prazos

2/ O crédito referencial para taxa de juros é um subconjunto do crédito com recursos livres, compreendendo as principais modalidades, tais como crédito pessoal, crédito para aquisição de bens, inclusive veículos, cartão de crédito, cheque especial. Não abrange empréstimos concedidos por cooperativas, arrendamentos mercantis (*leasing*) e as parcelas que não sofrem incidência de taxas de juros nas operações com cartão de crédito.

3/ Foram elevados os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo; as exigibilidades adicionais sobre recursos à vista e a prazo; e o requerimento de capital referente a operações de prazo superior a 24 meses no segmento de pessoas físicas, ressaltando-se que na modalidade crédito consignado a medida foi aplicada nas operações com prazo superior a 36 meses. Cabe acrescentar que a alíquota de IOF incidente sobre operações de crédito de pessoas físicas passou de 1,5% para 3%, em abril deste ano.

Gráfico 4 – Veículos e crédito pessoal -–concessões
média móvel 5 dias (R$ milhões)

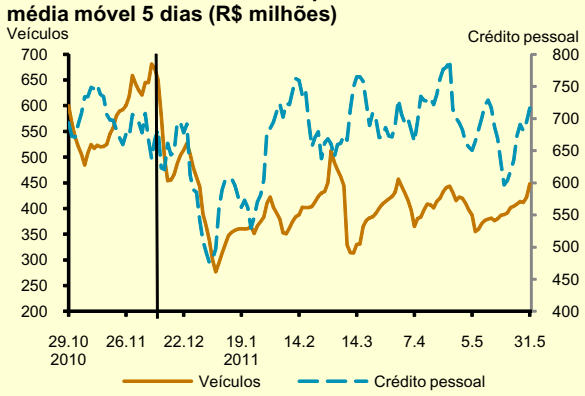


Gráfico 5 – Veículos e Crédito pessoal – Taxa de juros
média móvel 5 dias (%)

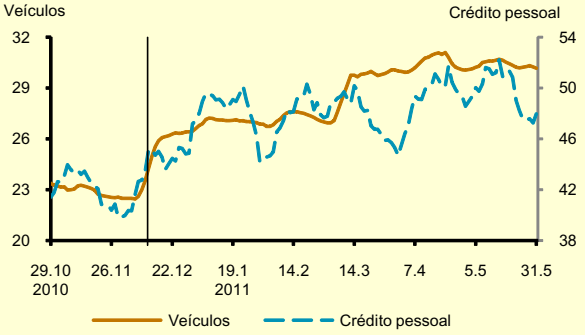
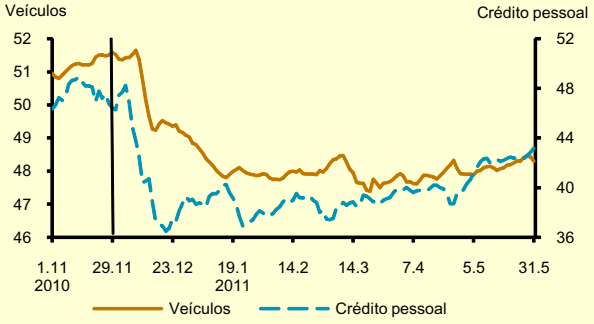


Gráfico 6 – Veículos e crédito pessoal – Prazo médio das concessões
média móvel 5 dias (em meses)



médios, contribuindo para a contenção da demanda por novos empréstimos. Com efeito, a taxa de juros média atingiu 30,4% em maio de 2011, ante 22,8% em novembro de 2010, enquanto, na mesma base de comparação, as concessões mensais recuaram de R$11,2 bilhões para R$8,8 bilhões, e o prazo médio a decorrer das novas operações, de 51,5 para 48,3 meses.

No mesmo período, as taxas de juros médias na modalidade crédito pessoal aumentaram de 42% para 49,7%, enquanto as concessões, após recuarem de R$14,4 bilhões para R$13,7 bilhões, em abril, atingiram R$15,1 bilhões em maio, e o respectivo prazo médio decresceu de 45,7 meses para 43 meses.

Em síntese, a expansão dos estoques de empréstimos ao longo dos últimos dez anos no âmbito do sistema financeiro nacional verificou-se com estrita manutenção da qualidade do crédito. Ainda assim, o contínuo monitoramento da sua expansão justificou a adoção pontual e tempestiva de ações prudenciais de modo a assegurar a sua sólida fundamentação. Os efeitos até aqui observados das medidas implementadas em dezembro de 2010 demonstram a eficácia dessa atuação, que concorreu para a redução de prazos e desaceleração do crescimento do crédito, sobretudo nas modalidades financiamentos de veículos e crédito pessoal.

4 Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB[1/]

Taxa % trimestral anualilzada

Discriminação	2009			2010				2011
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB								
Estados Unidos	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,6	3,1	1,8
Área do Euro	-0,7	1,7	1,1	1,3	3,9	1,6	1,0	3,4
Reino Unido	-3,2	-1,1	1,9	0,8	4,3	2,9	-1,9	1,9
Japão	9,1	-2,0	6,3	9,1	0,2	3,8	-3,0	-3,7
China	nd	nd	nd	nd	nd	nd	10,0	8,7
Consumo das famílias								
Estados Unidos	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,4	4,0	2,2
Área do Euro	-0,0	-0,6	0,8	1,5	0,9	0,7	1,3	1,3
Reino Unido	-2,9	-0,0	3,8	-0,8	2,0	-0,5	-1,2	-2,3
Japão[1/]	5,0	0,2	2,9	3,8	-0,6	3,3	-3,9	-2,2
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,0	7,7	3,4
Área do Euro[2/]	-8,9	-5,0	-3,3	-2,5	9,2	-0,7	-0,2	8,9
Reino Unido[2/]	-16,5	0,2	-5,8	16,8	0,4	15,0	-7,2	-16,5
Japão	-18,9	-8,8	5,2	5,7	11,2	4,4	0,5	-3,5
Investimento residencial								
Estados Unidos	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,6	-27,3	3,3	-4,1
Área do Euro[3/]	-6,4	-6,6	-6,4	-7,0	4,1	-3,3	-3,6	12,3
Reino Unido	-17,2	6,8	-10,6	5,3	32,8	18,5	-14,2	nd
Japão	-30,6	-27,6	-14,2	5,8	-2,2	8,0	13,3	2,9
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,7	8,6	9,2
Área do Euro	-4,5	10,8	9,7	14,8	17,8	6,9	6,8	7,6
Reino Unido	-6,9	3,5	15,5	-4,0	12,5	6,7	7,1	15,6
Japão	45,4	40,6	27,4	29,5	22,4	6,6	-3,3	2,8
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8	-12,6	7,6
Área do Euro	-10,6	7,5	5,0	16,7	17,2	5,1	5,4	7,6
Reino Unido	-8,8	4,4	17,7	7,7	8,8	7,8	13,5	-9,0
Japão	-19,4	24,6	4,0	12,0	17,3	12,2	-1,3	8,2
Gastos do Governo								
Estados Unidos	6,2	1,6	-1,4	-1,6	3,9	3,9	-1,7	-5,1
Área do Euro[4/]	2,9	1,5	-0,2	-0,8	0,7	0,7	-0,3	3,2
Reino Unido[4/]	0,6	-0,7	1,8	2,0	0,6	-1,9	1,5	4,1
Japão	11,3	2,6	4,5	-1,9	1,0	-0,5	-2,6	2,5

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat.

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

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

3/ Gastos totais com contruções.

4/ Somente consumo do governo

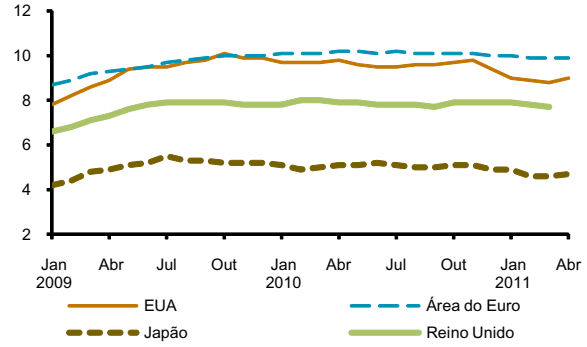
A atividade da economia mundial, após ritmo intenso no início do ano, refletiu o ambiente de elevação nos preços das *commodities,* intensificação da crise fiscal em países periféricos da Área do Euro e tensões geopolíticas no Norte da África e Oriente Médio. Esse cenário, agravado pelos desdobramentos do terremoto no nordeste do Japão, com impactos muito além da produção local, se traduziu, exceto em partes da Área do Euro, em desaceleração da atividade nas principais economias maduras. A inflação seguiu em trajetória de alta nas principais economias desenvolvidas e emergentes refletindo, de forma geral, os choques de oferta das *commodities* observados a partir do segundo semestre de 2010. No âmbito das economias emergentes, tem-se verificado aprofundamento dos ciclos de restrição monetária.

4.1 Atividade econômica

O PIB dos Estados Unidos da América (EUA) registrou crescimento anualizado de 1,8% no primeiro trimestre de 2011. O recuo de 1,3 p.p. em relação ao trimestre encerrado em dezembro do ano anterior refletiu, em grande parte, as contribuições negativas dos gastos governamentais, 1,1 p.p., e do setor externo, 0,1 p.p., essa decorrente de expansões respectivas de 7,6% e 9,2% nas importações e nas exportações.

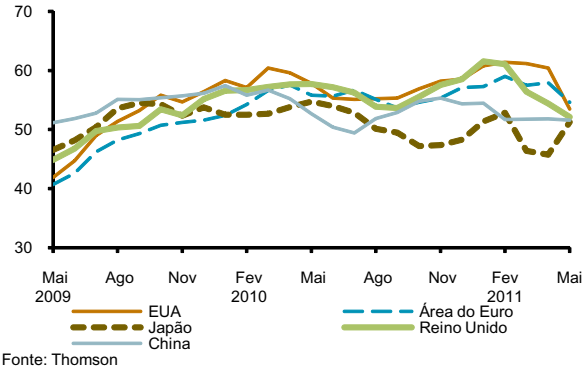
O consumo das famílias, a despeito do impacto da elevação do preço do petróleo sobre a renda real, aumentou 2,2% no período, enquanto o investimento do setor privado, refletindo aumentos na formação de estoques e nos investimentos em equipamentos e *software*, cresceu 12,3%. Ressalte-se que a formação bruta de capital fixo das empresas aumentou 3,4% e o investimento residencial recuou 4,1%.

Gráfico 4.1 – Evolução das taxas de desemprego
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – PMI manufatura
Maiores economias



Fonte: Thomson

A taxa de desemprego nos EUA atingiu 9% em abril, registrando o primeiro aumento desde novembro de 2010. Nesse mês, os gastos reais das famílias elevaram-se 0,1% e as vendas no varejo, 0,5%, menor taxa mensal desde junho de 2010. Por sua vez, o PMI relativo ao setor de serviços recuou de 59,7 pontos, em fevereiro, para 52,8 pontos, em abril, ao passo que a produção manufatureira decresceu 0,4% em abril, primeiro recuo mensal em dez meses.

O PIB da Área do Euro apresentou elevação trimestral anualizada de 3,4% no período, segunda maior variação desde o início de 2007, nesse tipo de comparação, com ênfase na expansão de 6,1% registrada na Alemanha. O crescimento de 2,4 p.p. em relação ao trimestre anterior foi resultado, principalmente, dos aumentos na formação bruta de capital fixo e no consumo do governo, que exerceram contribuições respectivas de 1,7 p.p. e 0,7 p.p. O consumo das famílias cresceu 1,3% no trimestre, enquanto as exportações e as importações registraram aumentos de 7,6%. Nesse cenário, a taxa de desemprego na Área do Euro recuou de 10%, em janeiro, para 9,9%, em abril, menor patamar desde setembro de 2009. A expansão da região tende a registrar desaceleração, de acordo com a evolução dos PMI do setor manufatureiro e do setor de serviços, que se situaram em 54,6 pontos e 55,4 pontos, respectivamente, em maio, patamar mais reduzido, na ordem, dos últimos sete e quatro meses.

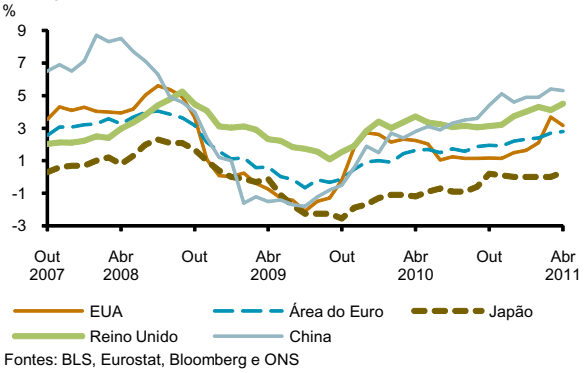
No Reino Unido, a variação anualizada do PIB totalizou 1,9% no primeiro trimestre do ano, com ênfase nas elevações assinaladas no consumo do governo, 4,1%, maior aumento desde o final de 2008, e nas exportações, 15,6%, contrastando com os recuos na formação bruta de capital fixo, 16,5%; nas importações, 9%; e no consumo das famílias, 2,3%, esse em retração pelo terceiro trimestre consecutivo. Nesse cenário, a taxa de desemprego atingiu 7,7%, recuando 0,2 p.p. no trimestre. Em termos prospectivos, os PMIs da indústria e do setor de serviços mantiveram trajetória declinante em maio, atingindo 53,8 pontos e 52,1 pontos, na ordem, e indicando expansão, mas em ritmo decrescente, nos respectivos segmentos.

A atividade econômica no Japão, após registrar indícios de recuperação, na margem, no início do ano – a produção industrial e o consumo privado experimentaram aumentos respectivos mensais de 1,8% e 1% em fevereiro –, passou a refletir o impacto da catástrofe japonesa. Nesse ambiente, em que ocorreram corte na geração e transmissão de energia elétrica e expressiva redução no fornecimento de peças para a indústria automotiva, houve contração da

atividade, e a variação anualizada do PIB atingiu -3,7% no trimestre encerrado em março, ressaltando-se as contribuições negativas dos investimentos, 2,4 p.p.; do consumo privado, 1,3 p.p.; e do setor externo, 0,6 p.p. A trajetória recente do PMI ratifica o cenário desfavorável na economia do país, com os indicadores relacionados aos segmentos manufatura, serviços e encomendas totais registrando recuos consecutivos em março e em abril, quando atingiram 45,7 pontos, 35 pontos e 36 pontos, respectivamente, os níveis mais reduzidos em dois anos. Em maio, o PMI-manufatura registrou recuperação, para 51,3 pontos.

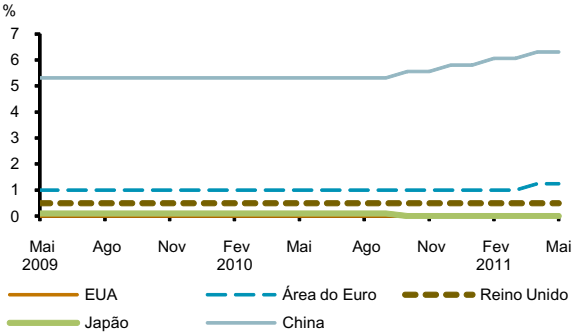
Na China, evidenciando o impacto das medidas restritivas de política monetária, a variação anualizada do PIB atingiu 8,7% no trimestre encerrado em março, ante 10% naquele finalizado em dezembro de 2010, enquanto, consideradas comparações interanuais, o agregado registrou aumentos respectivos de 9,7% e 9,8%, nos trimestres mencionados. Nessa base de comparação, as vendas no varejo aumentaram 16,3%; os investimentos em ativos fixos, 25%; e os investimentos em imóveis, 34,1%. O setor externo acusou déficit comercial de US$1 bilhão, resultado de um crescimento interanual maior das importações, 32,6%, em comparação ao crescimento de 26,5% das exportações.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual
%



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Taxas de juros oficiais
Taxas anuais
%



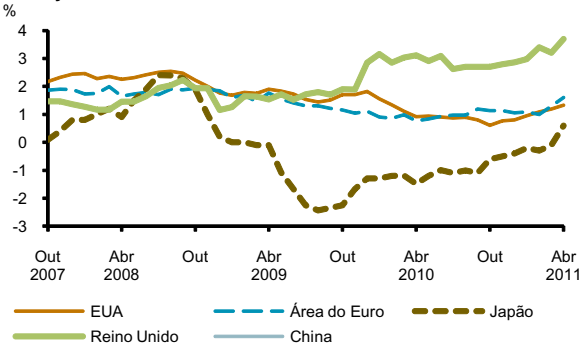
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

4.2 Política monetária e inflação

A inflação seguiu em parte condicionada, nas principais economias maduras e emergentes, pela evolução dos preços das *commodities*. Não obstante essa tendência geral, os núcleos de inflação nas economias maduras, excetuando-se o Reino Unido, permaneceram contidos, o mesmo não se verificando nas economias emergentes, que se encontram em expansão.

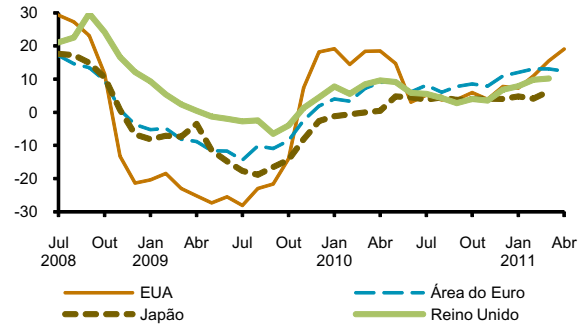
Nos EUA, a inflação respondeu à elevação dos preços das *commodities*, notadamente as energéticas, que pressionaram os preços nos segmentos transportes e despesas residenciais. A aceleração dos preços ao consumidor, iniciada ao final de 2010, prosseguiu ao longo do primeiro quadrimestre do ano, com a variação do IPC atingindo 3,2% no período de doze meses encerrado em abril, maior nível desde outubro de 2008. O índice de energia, refletindo o crescimento médio de 32,7% nas cotações das *commodities* energéticas, aumentou 19%, no período, enquanto o núcleo do índice de preços ao consumidor cresceu 1,3%. Adicionalmente, o deflator das despesas pessoais de consumo registrou variação anual de 1% em abril.

Gráfico 4.5 – Núcleo da inflação ao consumidor
Variação anual
%



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.6 – Inflação de energia
Variação anual
%



Fonte: Thomson

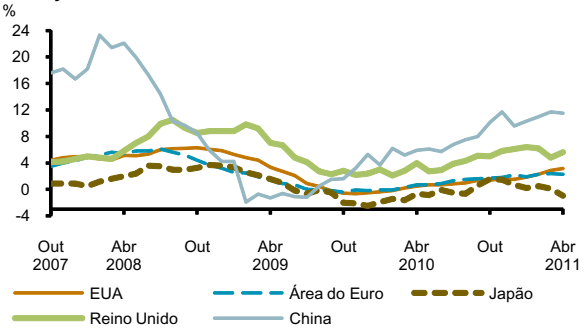
O *Federal Reserve* (Fed), considerando a reduzida utilização dos recursos, a trajetória controlada dos núcleos inflacionários e as expectativas estáveis em relação à evolução da inflação, manteve inalterados os limites da banda de flutuação da meta para os *Fed funds* em 0% e 0,25%. Tendo advertido que as medidas de inflação subjacente estão em níveis relativamente baixos comparativamente àqueles consistentes com o mandato dual da instituição, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) manteve o programa de expansão do estoque de títulos em carteira anunciado em novembro de 2010, que deve integralizar a compra de USD600 bilhões em *Treasuries* de longo prazo até o término do segundo trimestre. Adicionalmente, nos trimestres seguintes, a autoridade monetária também manterá a política de reinvestir o pagamento do principal advindo da detenção de títulos.

Na Área do Euro, o Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), em aceleração nos últimos dezoito meses, atingiu 2,8% no acumulado em doze meses até abril, maior taxa desde outubro de 2008. A variação anual do núcleo, após conservar-se, em média, no patamar de 1% em 2010, atingiu 1,6% em abril, maior expansão desde abril de 2009. Nesse contexto de maior pressão inflacionária, a que se somam temores quanto ao descolamento das expectativas inflacionárias, o Banco Central Europeu (BCE) elevou, em abril, a taxa básica de juro para 1,25% a.a., após tê-la mantido em 1%, menor patamar da série, por 23 meses.

No Reino Unido, a inflação ao consumidor manteve-se na tendência ascendente iniciada em outubro de 2009. Há dezessete meses acima da meta de longo prazo, de 2% a.a., a variação anual do índice atingiu 4,5% em abril, taxa mais elevada desde setembro de 2008. O movimento de alta dos preços também se refletiu no núcleo da inflação, cuja variação anual atingiu 3,7% em abril. O Banco da Inglaterra (BoE), mantendo a avaliação de que o recrudescimento inflacionário reflete o impacto de fatores temporários – preço de *commodities*, depreciação da libra e aumento do imposto sobre valor agregado –, manteve a taxa básica de juro (*official bank rate*) em 0,5% em maio, mínimo histórico vigente desde março de 2009. Da mesma forma, o programa de compra de ativos pelo BoE foi mantido em £200 bilhões.

No Japão, com o objetivo de assegurar a estabilidade dos mercados financeiros após o terremoto de 11 de março, o Banco do Japão (BoJ) agiu prontamente por meio de injeções maciças de liquidez, que totalizaram ¥15 trilhões apenas no primeiro dia útil seguinte à calamidade. Adicionalmente, em abril, aumentou em ¥5 trilhões, para ¥40 trilhões, o

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos[1/]
Variação anual
%



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

Programa de Aquisição de Ativos, lançado em outubro de 2010, dos quais ¥10 trilhões em compra de ativos de risco e ¥30 trilhões em empréstimos. Também instituiu mecanismo de provisão de fundos às instituições financeiras localizadas nas áreas de calamidade, a fim de assisti-las nas iniciativas de reconstrução. Neste ambiente, o índice de preços ao consumidor, apesar do prolongado processo deflacionário, registrou inflação de 0,3% em abril, em reação à elevação dos preços de combustíveis. Da mesma forma, a medida de núcleo, que exclui alimentos *in natura*, cresceu 0,6% em abril. Em maio, o BoJ manteve a banda de flutuação para a taxa de juros de referência, a *uncolateralized overnight call rate*, no intervalo de 0% a 0,1%.

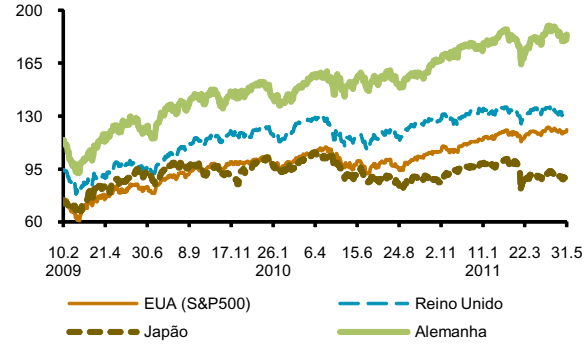
Na China, o índice de preços ao consumidor seguiu em elevação e alcançou 5,3% em abril, quando os preços dos alimentos assinalaram alta de 11,5%. Nesse contexto, o Banco do Povo da China (BPC) elevou, em maio, pela quinta vez este ano, a taxa de recolhimento compulsório, situando-a em 19% e 21%, respectivamente, para pequenos e grandes bancos. No mesmo sentido, em 6 de abril, o BPC efetuou a segunda elevação no ano dos juros básicos, desde então em 6,31% a.a. Adicionalmente, anunciou que irá conceder maior flexibilidade ao yuan e ampliar a utilização das taxas de juro no controle das expectativas inflacionárias.

4.3 Mercados financeiros internacionais

O agravamento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e os acontecimentos no Japão geraram aumento na volatilidade dos mercados acionários, movimento intensificado a partir do início de maio, em resposta ao agravamento da situação fiscal na Europa e aos sinais de arrefecimento na atividade econômica nos EUA e na Área do Euro.

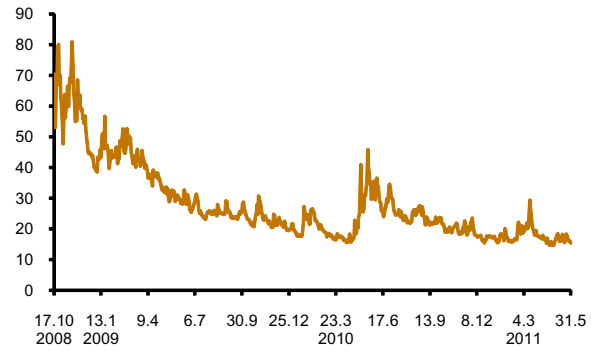
Nesse cenário, os índices *Standard and Poor's* 500 (S&P 500), dos EUA; *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido registraram variações respectivas de 1,4%, 0,3% e -0,1% no trimestre encerrado em maio. O índice Nikkei, do Japão, recuou 9,6% no mesmo período. Ressalte-se que o S&P 500 atingiu, em 29 de abril, o maior valor desde junho de 2008, recuando, desde então, 1,4% até o final de maio.

Gráfico 4.8 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

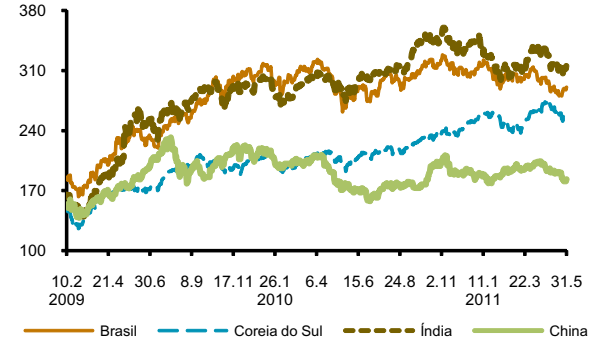
Gráfico 4.9 – VIX



Fonte: Thomson

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes

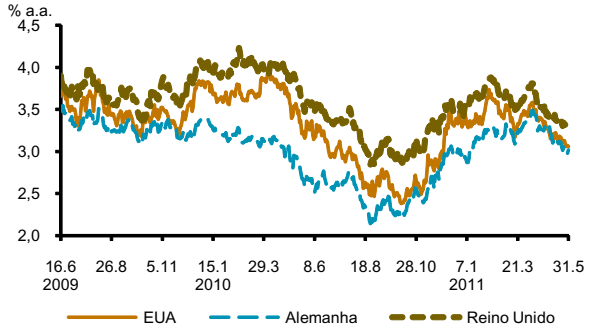
31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos

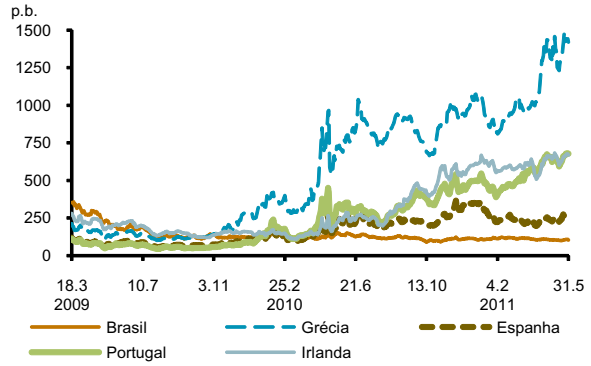
% a.a.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – CDS Soberanos 5 anos

p.b.



Fonte: Bloomberg

No mesmo contexto, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, após alcançar 29,4 p.b. em 16 de março, maior valor desde junho de 2010, deslocou-se para 14,6 p.b. em 28 de abril, menor valor desde junho de 2007. Repercutindo a trajetória do *spread* associado aos títulos dívida dos países da periferia da Europa e os sinais de arrefecimento no crescimento econômico de importantes economias, o índice voltou a apresentar elevação, atingindo 15,5 p.b. no final de maio.

Os mercados acionários das principais economias emergentes, embora não apresentassem trajetória homogênea no trimestre encerrado em maio, foram sensibilizados pelo aumento dos riscos inflacionários e pela continuidade da retirada dos estímulos fiscais e monetários adotados durante a crise financeira. Os índices Shangai Composite, da China; Ibovespa, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National* 100 *Index* (XU100), da Turquia; e *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia, registraram, no período, variações -5,6%, -4,1%, 2,9% e 3,8%, respectivamente.

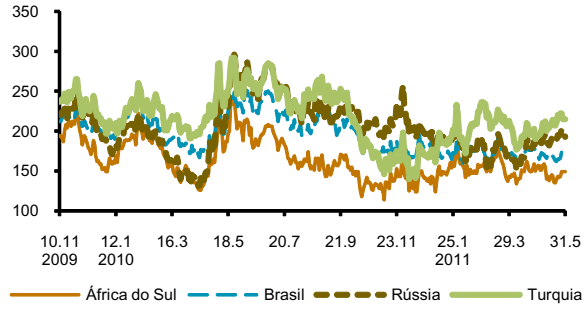
Os rendimentos anuais dos títulos de dez anos das economias maduras inverteram a trajetória do trimestre anterior e recuaram no período. Os papéis da Alemanha, EUA e Reino Unido apresentaram, ao final de maio, rendimentos respectivos de 3,02%, 3,06% e 3,29%.

O mercado de dívida soberana refletiu o agravamento da situação fiscal de países periféricos da Europa. Nesse cenário, os *Credit Default Swaps* (CDS) soberanos da Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha aumentaram, na ordem, 479 p.b, 214 p.b., 84 p.b. e 2 p.b. no trimestre, situando-se em 1420 p.b., 680 p.b., 669 p.b. e 237 p.b., respectivamente, ao final de maio. Vale ressaltar que, no caso da Grécia, a percepção de que as metas de redução do déficit até 2013 não serão cumpridas sem a adoção de medidas adicionais se traduziu em novos rebaixamentos na nota de crédito do país, implicando maiores dificuldades para colocação de papéis no mercado e ampliando os temores de reestruturação da dívida soberana.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+), evidenciando o desempenho econômico mais favorável e a maior solidez fiscal dos principais países emergentes, foi pouco sensibilizado pelos acontecimentos na Europa. O indicador aumentou 15 p.b. no trimestre encerrado em maio, atingindo 287 p.b., enquanto o índice associado ao Brasil recuou 2 p.b., para 175 p.b.

Gráfico 4.13 – *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) – Países

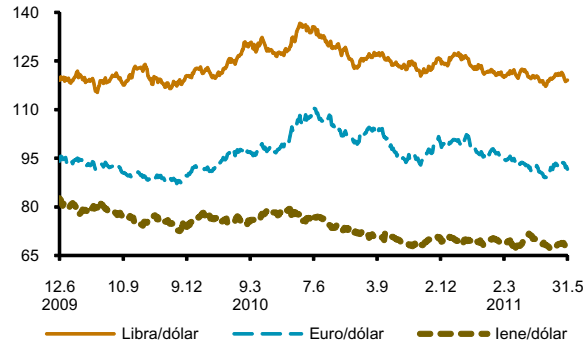
p.b.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

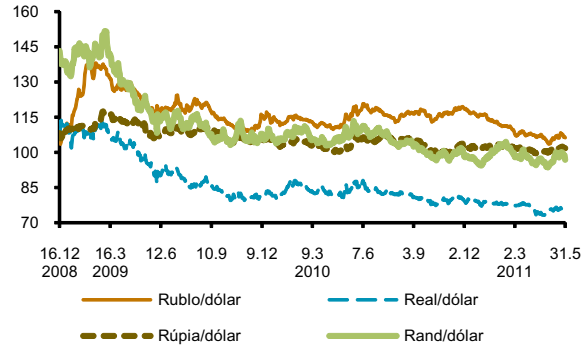
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes

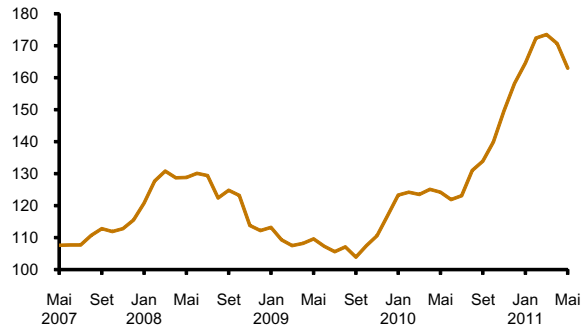
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



Fonte: BCB

O dólar dos EUA, refletindo a persistência da política monetária acomodatícia adotada naquele país e o início do processo de normalização da política monetária na Área do Euro, registrou, no trimestre encerrado em maio, depreciação em relação ao euro, 4,1%; à libra esterlina, 1,2%; e ao iene, 0,3%. No âmbito das economias emergentes, a cotação da moeda dos EUA depreciou-se em relação ao real, 5,1%; ao rublo russo, 3,0%; ao yuan chinês, 1,4%; e à rúpia indiana, 0,5%.

4.4 *Commodities*

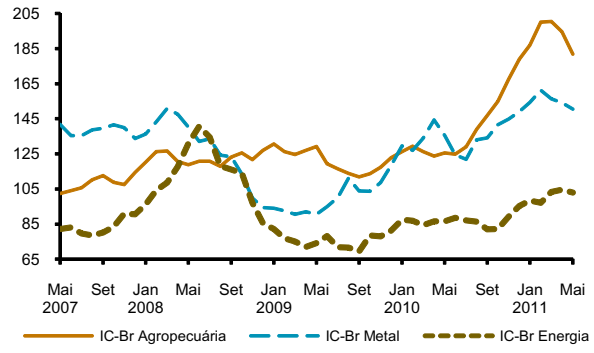
As cotações de parte representativa das *commodities* recuaram no trimestre encerrado em maio. Esse movimento refletiu, em especial, o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros, as perspectivas de desaceleração da atividade econômica global e, no segmento agropecuário, de normalização das condições de oferta com o início da safra 2011/2012.

Após aumentar 42,3% de junho de 2010 a março de 2011, o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 1,64% em abril e 4,47% em maio, acumulando recuo de 5,44% no trimestre encerrado em maio, reflexo de variações respectivas de -9,12%, -6,63% e 6,03% nos índices relativos aos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br registrou aumentos respectivos de 2,4% e 36,1% em relação aos trimestres finalizados em fevereiro de 2011 e maio de 2010.

No segmento de *commodities* agropecuárias, embora os estoques como proporção do consumo permaneçam em patamares reduzidos e as adversidades climáticas tenham sensibilizado a produção no hemisfério norte nos últimos meses, o vetor de desvalorização associado à desaceleração da atividade global, ao aumento da aversão ao risco e às perspectivas favoráveis em relação à safra 2011/2012 vem determinando a trajetória das cotações da maior parte dos produtos. Nesse sentido, considerado o índice da *S&P e Goldman Sachs*, os preços médios do açúcar, algodão, trigo e da soja registraram recuos respectivos de 27,5%, 16,8%, 8,6% e 3,2% no trimestre encerrado em maio, enquanto, em oposição, as cotações médias do milho e do café elevaram-se 3,7% e 5,8%, respectivamente.

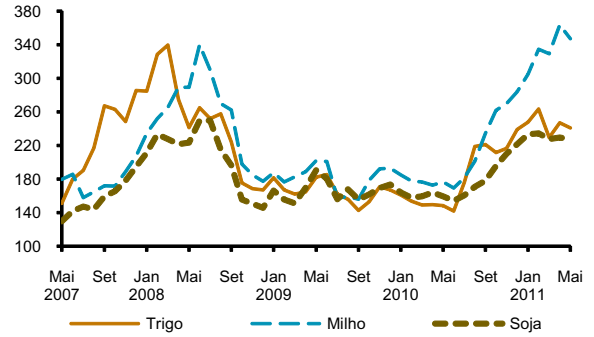
A evolução dos preços das *commodities* metálicas refletiu as perspectivas de desaceleração do crescimento da

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos
Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



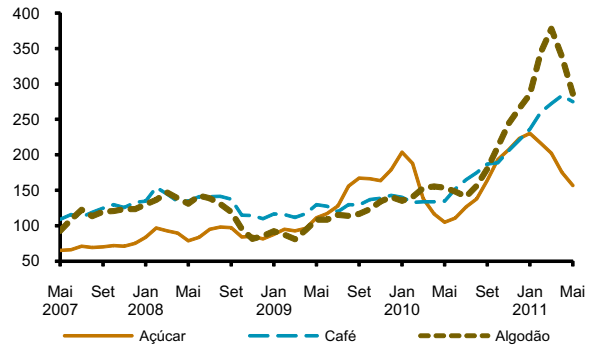
Fonte: BCB

Gráfico 4.18 – *Commodities*: trigo, milho e soja
Dez/2005 = 100 (média mensal – US$)



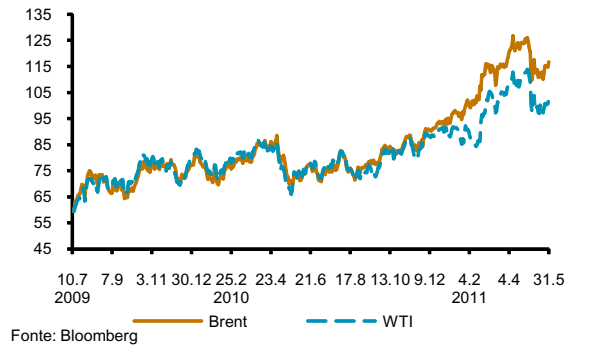
Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – C*ommodities*: 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

economia global, notadamente na China, maior consumidora desses produtos, e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros. Nesse cenário, registraram-se, no trimestre encerrado em maio, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, retrações nas cotações médias do níquel, 14,4%; zinco, 12,4%; cobre, 9,3%; e chumbo, 6,3%.

Em meio a ainda elevada produção mundial de aço, o preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou 3,8% em maio, em relação a fevereiro, de acordo com o *Metal Bulletin*, resultado da perspectiva de enfraquecimento da demanda local, em face das medidas restritivas de crédito no país. Consideradas médias trimestrais, o preço do minério de ferro recuou 0,1% no período encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, evolução que indica a manutenção do valor contratual da *commodity* para o terceiro trimestre de 2011[8].

As cotações médias dos barris de petróleo dos tipos *Brent* e *West Texas Intermediate* (WTI) aumentaram, respectivamente, de US$123,04 e US$89,53, em fevereiro de 2011, para US$123,07 e US$109,96, em abril, evolução associada às tensões geopolíticas no Norte da África e no Oriente Médio, onde ocorreram interrupções das exportações da Líbia. Desde então, evidenciando a desaceleração da atividade econômica global e o término do rigoroso inverno que atingiu o hemisfério norte, as respectivas médias mensais registraram trajetória declinante e atingiram US$114,46 e US$101,28 em maio.

4.5 Conclusão

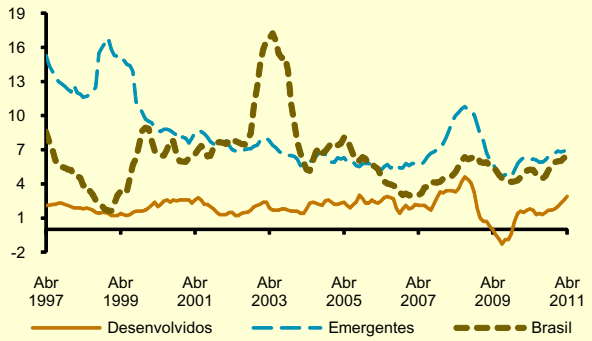
Embora a atividade econômica apresentasse sinais de desaceleração em importantes economias maduras, a inflação global seguiu em trajetória crescente no trimestre encerrado em maio, refletindo, principalmente, a elevação nos preços das *commodities*, sobretudo agrícolas e energéticas, iniciada no segundo semestre de 2010. Caso persista o arrefecimento desses preços observado na margem, tendem a contribuir para a desaceleração dos índices de inflação no decorrer do ano.

Em termos de atividade global, os problemas fiscais em países periféricos da Área do Euro, as tensões geopolíticas no norte da África e no Oriente Médio e o recrudescimento das incertezas associadas à recuperação de importantes economias seguem como fatores de riscos.

8/ O sistema de reajustes trimestrais, implementado no segundo trimestre de 2010, prevê uma banda de flutuação de 5% em torno do preço de referência contratual, dentro da qual o reajuste não é efetuado.

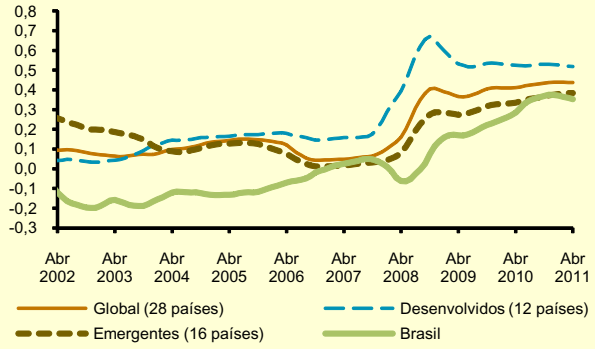
Evolução dos Preços das *Commodities* e Inflação Mundial

Gráfico 1 – Inflação ao consumidor
Variação anual



Fontes: FMI e IBGE

Gráfico 2 – Média das correlações entre taxas de inflação



Fonte: *Thomson Datastream*. Elaboração BCB

A trajetória das taxas de inflação ao consumidor, nas principais economias maduras e emergentes, vem apresentando sincronismo crescente a partir de 2006. Em linhas gerais, houve elevação acentuada até meados de 2008, arrefecimento em meio à crise financeira internacional e o início de novo ciclo de aumento ao final de 2009, conforme expresso no Gráfico 1. Ressalte-se que, a partir do segundo semestre de 2010, as taxas de inflação registraram valores elevados e superaram, em vários países, as metas (explícitas ou implícitas) para a inflação. Nesse contexto, este boxe discute a importância dos preços das *commodities* para a sincronia recente das taxas de inflação.

O comportamento similar nas trajetórias dos índices de preços em distintos países, observado recentemente, se manifesta na evolução dos coeficientes de correlação entre as respectivas taxas de inflação, para vinte e oito países[1]. No Gráfico 2, os coeficientes foram agregados em quatro grupos: total, desenvolvidos, emergentes e Brasil[2]. Apesar da diferença de intensidade, verifica-se que a partir de meados de 2007 ocorreu mudança no padrão das correlações entre as taxas de inflação nos quatro grupos, que, considerado em termos globais, passou de 0,1, em média, de 2002 a 2007, para 0,4, a partir de 2008, com discreta tendência ascendente desde então.

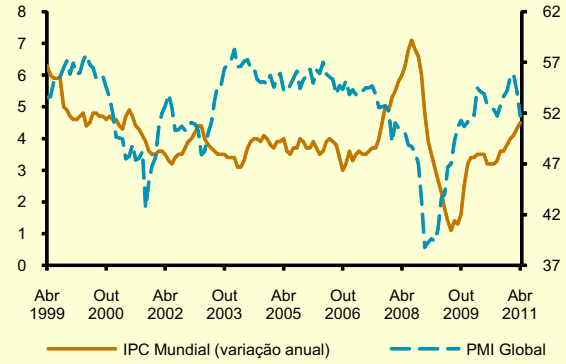
1/ A amostra inclui os principais países que seguem o regime de metas de inflação e outros que, apesar de não seguirem explicitamente uma meta, o fazem implicitamente ou são relevantes para a economia global. Economias Emergentes: África do Sul, Brasil, Chile, China, Colômbia, Filipinas, Guatemala, Hungria, Indonésia, México, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia e Turquia. Economias Maduras: Área do Euro, Canadá, Coreia, Estados Unidos da América (EUA), Islândia, Israel, Japão, Noruega, Reino Unido, República Tcheca, Suécia e Suíça. A divisão entre emergentes e desenvolvidos seguiu a classificação apresentada pelo FMI no relatório *World Economic Outlook* (WEO) de abril de 2011.

2/ Inicialmente, os coeficientes de correlação foram calculados dois a dois, utilizando-se a janela móvel de cinco anos, ao longo das séries com início em janeiro de 1997. Em seguida, os coeficientes foram agregados, por meio de média aritmética, nos quatro grupos estabelecidos. Para emergentes e desenvolvidos, as correlações foram separadas em duas amostras distintas, compostas exclusivamente pelos coeficientes calculados entre os índices de preços de países pertencentes a cada grupo, ao passo que na média global, a amostra foi única, abrangendo coeficientes calculados entre todos os vinte e oito países. Na agregação referente ao Brasil, foi computada a média das 27 correlações calculadas contra a inflação brasileira.

A média das correlações calculadas para o grupo Brasil, apesar da recente convergência para a relativa ao grupo Emergentes, registrou o menor patamar entre os quatro grupos ao longo do período analisado, apresentando, inclusive, valores negativos. Esse comportamento distinto refletiu, entre outros fatores, a trajetória da taxa de câmbio, que impactou acentuadamente a inflação brasileira de 1999 a 2003 e, a partir de 2005, atenuou o choque dos preços internacionais das *commodities* sobre os preços domésticos.

O comportamento mais sincronizado da inflação mundial nos últimos anos sugere a influência preponderante de fatores comuns a todas as economias, com ênfase no impacto dos ciclos econômicos sobre a evolução dos preços das *commodities*. Os gráficos 3 e 4 evidenciam maior correlação, a partir de 2007, entre a evolução da inflação mundial, a da atividade econômica e a dos preços das *commodities*[3].

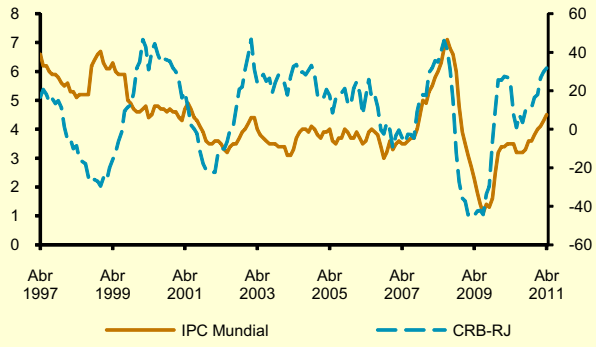
Gráfico 3 – Inflação e nível de atividade



Fontes: FMI e *JP Morgan/Markit*

Gráfico 4 – Inflação e *commodities*

Variação anual



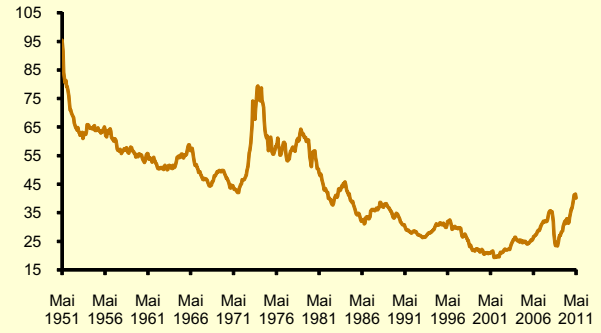
Fontes: FMI e *Reuters Jefferies*

De 2004 ao início de 2008, o crescimento econômico mundial, impulsionado em grande parte pelas economias emergentes, contribuiu para a elevação das cotações internacionais das *commodities* e para o aumento da inflação mundial. Ao final de 2008, refletindo a acentuada contração da atividade econômica global, o recuo nos preços das *commodities* se traduziu em redução generalizada das taxas de inflação. Esse movimento foi interrompido ao final de 2009, quando a recuperação da atividade global determinou um novo ciclo de elevação nos preços das *comoditties* que, por sua vez, repercutiu na elevação dos preços ao consumidor em diversos países.

É importante notar que os dois períodos recentes de acirramento mais pronunciado da inflação mundial – 2007/2008 e 2010/2011 – ocorreram em contexto de aparente mudança na tendência de longo prazo dos preços reais das *commodities*. De fato, refletindo ganhos de produtividade, os preços das *comoditties* agrícolas recuaram até o final da década

3/ Para a inflação, utilizou-se a variação em doze meses do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) Mundial, calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), no qual o peso da inflação de cada país é proporcional à participação do respectivo Produto Interno Bruto (PIB) doméstico no total mundial, considerando a Paridade do Poder de Compra (PPC). Como *proxy* do desempenho mensal da atividade econômica mundial, utilizou-se o Índice de Gerentes de Compras (PMI) Global, que sintetiza a evolução dos setores de serviços e manufatureiro, considerando indicadores de produção, emprego, novos pedidos e estoques (valores maiores que 50 representam expansão mensal da atividade). Os preços internacionais das *commodities* foram representados pela variação em doze meses do índice *Commodity Research Bureau* (CRB), calculado pela *Reuters Jefferies*, que agrega as cotações de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas, totalizando dezenove produtos..

Gráfico 5 – Índice CRB
Deflacionado pelo IPC dos EUA (jan/1951=100)



Fontes: *Commodity Research Bureau* e *Bureau of Labor Statistics*. Elaboração BCB

de 90[4], mas, a partir de 2002 se observa reversão desse processo, movimento associado a restrições de oferta, à depreciação do dólar e, principalmente, ao expressivo crescimento da demanda mundial, decorrente de aumento do consumo de alimentos em importantes economias emergentes e da destinação de grãos para a produção de biocombustíveis (Gráfico 5).

De forma similar, os elevados investimentos em infraestrutura e construção civil nas grandes economias emergentes, acompanhados da ampliação da produção de bens de consumo duráveis, destinada aos mercados interno e externo, impulsionaram a demanda por insumos industriais e contribuíram para a alta dos preços das *comoditties* metálicas e energéticas.

Embora a mudança na tendência dos preços das *commodities*, iniciada há cerca de oito anos, constitua importante vetor da recente aceleração da inflação mundial, a expressiva alta dos preços das *commodities* agropecuárias e energéticas ao final de 2010 e princípio de 2011 esteve relacionada, em especial, a choques de oferta de curto prazo. No âmbito das *commodities* agropecuárias, a oferta mundial de diversos produtos foi impactada por eventos climáticos adversos[5], enquanto a oferta de petróleo foi afetada pela interrupção do fornecimento pela Líbia, no contexto das tensões geopolíticas no norte da África e no Oriente Médio.

Em resumo, este boxe apresenta evidências de que a dinâmica dos preços das *commodities* esteve, na última década, correlacionada com as taxas de inflação em nível global em graus superiores aos observados em décadas anteriores.

Referências

Cashin, P. e C.J. McDermott *The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability.* IMF Staff Papers, Vol. 49, 175-99-2002.

4/ De acordo com Cashin e McDermott (2002), as commodities apresentaram tendência de desvalorização real média de 1,3% ao ano no período de 1862 a 1999.

5/ A série de eventos climáticos que afetaram a oferta agropecuária na safra 2010/2011 teve início com a forte estiagem na Rússia, que culminou na suspensão das exportações de trigo desse país em agosto de 2010. Posteriormente, com o advento do fenômeno La Niña, os efeitos do clima sobre a oferta atingiram outras commodities do setor, como milho, soja, açúcar, café e algodão, em meio à ocorrência de enchentes na Austrália e condições climáticas extremamente adversas na China, Estados Unidos, Argentina e Brasil.

5 Setor externo

A expansão das importações e as remessas de renda para o exterior, associadas a retornos positivos dos investimentos estrangeiros na economia brasileira, têm contribuído de forma destacada para a ampliação do déficit de transações correntes neste ano, que atingiu US$22,2 bilhões até maio, superando em 19,8% o registrado para o mesmo período de 2010.

No âmbito da conta financeira, destacaram-se, nos cinco primeiros meses do ano, os ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto, que totalizaram US$27 bilhões. Houve importante alteração no perfil de fluxos de empréstimos e títulos, a partir de abril, em resposta ao aumento para 6% no IOF incidente sobre ingressos de capitais estrangeiros com prazo médio de amortização igual ou inferior a 720 dias. Nesse sentido, o alongamento no prazo de captação de recursos externos se refletiu na retração acentuada nos ingressos de curto prazo e no aumento das captações líquidas de longo prazo.

As perspectivas favoráveis quanto ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo volume de capital externo superior ao déficit em conta corrente, possibilitando a continuidade da política de fortalecimento da posição externa. Ao término de maio, o estoque de reservas internacionais atingiu US$333 bilhões, US$44,4 bilhões acima do registrado no final de 2010, correspondente a 20 meses de importação.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado registrou superávit de US$42,4 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, ante US$7,6 bilhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial do período atingiu US$14,8 bilhões, ante US$2 bilhões no período equivalente de 2010, refletindo elevações respectivas de 41,7% e 23,1% nas contratações

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011	
	Mai	Jan-mai	Ano	Mai	Jan-mai
Comercial	2,7	2,0	-1,7	7,3	14,8
Exportação	16,3	66,1	176,6	24,3	93,7
Importação	13,6	64,1	178,2	17,1	78,9
Financeiro[1/]	-0,1	5,6	26,0	-2,0	27,6
Compras	30,5	133,1	378,4	29,9	177,5
Vendas	30,6	127,4	352,4	31,9	150,0
Saldo	2,6	7,6	24,4	5,3	42,4

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

US$ milhões

Período		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-mai	2011	94 617	86 056	8 561	180 673
Jan-mai	2010	72 094	66 480	5 614	138 573
Var. %		31,2	29,4	52,5	30,4

Fonte: MDIC/Secex

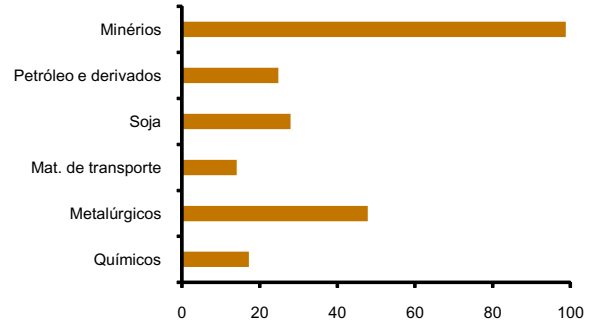
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB
Média diária – Janeiro-maio

US$ milhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Total	706,8	918,6	30,0
Básicos	304,5	439,1	44,2
Industrializados	386,7	458,9	18,7
Semimanufaturados	96,4	125,0	29,7
Manufaturados	290,3	333,9	15,0
Operações especiais	15,6	20,6	31,5

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores
Janeiro-maio – 2011/2010[1/] – %



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

de exportações e de importações. O segmento financeiro registrou crescimentos de 33,4% nas compras e de 17,7% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US$27,6 bilhões, ante US$5,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010.

As intervenções efetuadas pelo Banco Central ao longo dos cinco primeiros meses de 2011 totalizaram compras líquidas de US$36 bilhões, dos quais US$34,2 bilhões no mercado *spot* de câmbio e US$1,8 bilhão a termo, ante aquisições líquidas de US$12,7 bilhões em igual intervalo de 2010. A posição vendida dos bancos, que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as intervenções do Banco Central, passou de US$16,8 bilhões, ao final de dezembro de 2010, para US$9,3 bilhões, em maio de 2011.

5.2 Comércio de bens

Os fluxos comerciais brasileiros apontam tendência, desde o início deste ano, de expansão mais equilibrada entre exportações e importações, que totalizaram, na ordem, US$94,6 bilhões e US$86,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, aumentando 31,2% e 29,4%, respectivamente, em relação ao intervalo correspondente de 2010. O saldo comercial atingiu US$8,6 bilhões, elevando-se 52,5% na mesma base de comparação.

As exportações médias diárias aumentaram 30% nos cinco primeiros meses de 2011, em relação ao período equivalente do ano anterior, resultado de expansões nas vendas em todas as categorias de fator agregado. Os embarques de produtos básicos e de produtos semimanufaturados elevaram-se, 44,2% e 29,7%, respectivamente, no período, ressaltando-se o impacto do aumento nos preços internacionais de *commodities* sobre a participação dos produtos básicos nas exportações brasileiras, que aumentou 4,7 p.p., para 47,8%, no período. As vendas de produtos manufaturados, que registraram elevação de 15% na mesma base de comparação, passaram a representar 36,4% das exportações brasileiras, ante 41,1% nos cinco primeiros meses de 2010.

A média diária das importações aumentou 28,2%, registrando elevações em todas as categorias de uso final. As aquisições de combustíveis e lubrificantes cresceram 37,7%, impactadas pela elevação nas compras de gasolina, para suprir a demanda doméstica ao final da entressafra da cana-de-açúcar, enquanto as relativas a bens de consumo

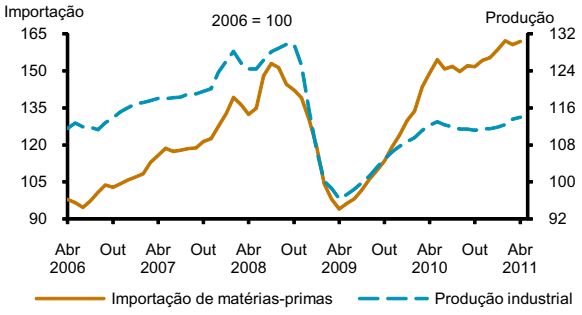
Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-maio

US$ milhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Total	651,8	835,5	28,2
Bens de capital	140,7	181,7	29,1
Matérias-primas	307,2	379,5	23,5
Bens de consumo	110,7	146,1	32,0
Duráveis	62,8	86,3	37,4
Automóveis de passageiros	28,0	41,5	48,3
Não duráveis	47,9	59,8	24,9
Combustíveis e lubrificantes	93,2	128,3	37,7
Petróleo	36,1	48,3	33,9

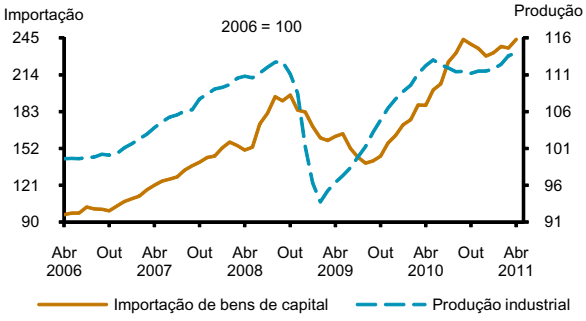
Fonte: MDIC/Secex

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



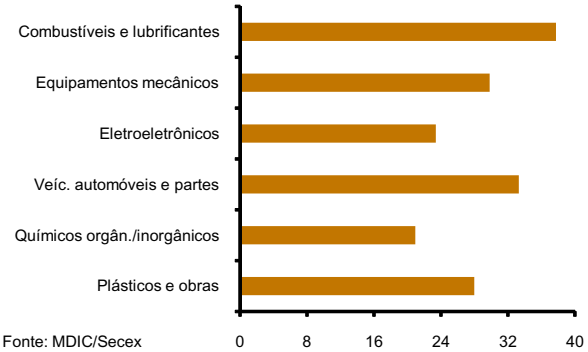
Fontes: Funcex e IBGE

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



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-maio – 2011/2010[1/] – %



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

duráveis cresceram 37,4%, impulsionadas pelo aumento de 48,3% nas aquisições de automóveis de passageiros. As importações de bens de capital e de matérias-primas e produtos intermediários registraram aumentos respectivos de 29,1% e 23,5%, no período.

O comércio bilateral com os principais blocos e países registrou expansão generalizada nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2010, com ênfase nos aumentos respectivos de 43,4% e 33,4% assinalados no intercâmbio com a Europa Oriental e a Ásia. As transações com os EUA, a União Europeia (UE) e a América Latina e Caribe elevaram-se, na ordem, 27,3%, 26,4% e 23,9% no período. As exportações para a Ásia responderam por 27,6% das vendas externas brasileiras, das quais 60,2% direcionadas à China. As importações procedentes dos EUA representaram 15% das compras externas do país, e as provenientes da Ásia, 31,2%, das quais 45% originárias da China.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o crescimento das exportações nos primeiros cinco meses do ano, em relação a igual intervalo de 2010, refletiu as elevações respectivas de 27,3% e 2,9% registradas nos preços e no volume exportado. Os preços dos produtos básicos cresceram 44,7%, seguindo-se as expansões nos relativo a produtos semimanufaturados, 21,1%, e a produtos manufaturados, 12,7%. Os índices de *quantum* registraram elevações respectivas de 0,7%, 8,2% e 3%, nas categorias mencionadas.

A expansão das importações, considerada a mesma base de comparação, decorreu de crescimentos de 13,4% nos preços e de 14,1% no *quantum*. Ocorreram aumentos no volume importado e nos preços em todas as categorias de uso, destacando-se as elevações nas quantidades adquiridas de bens de consumo duráveis, 27,3%, e de bens de capital, 22,6%, e os aumentos nos preços de combustíveis e lubrificantes, 33,7%, e de matérias-primas e produtos intermediários, 13,3%.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes totalizou US$22,2 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US$18,6 bilhões no período equivalente de 2010, totalizando US$51 bilhões (2,29% do PIB) no período de doze meses encerrado em maio.

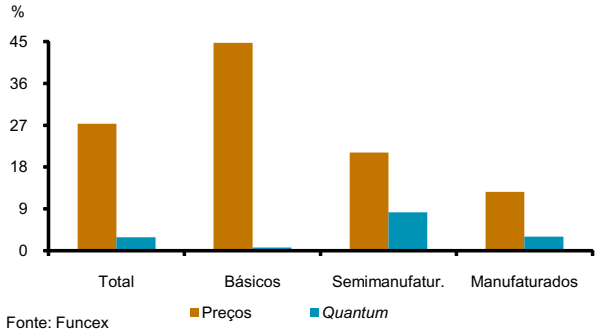
Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB
Média diária – Janeiro-maio

US$ milhões

Discri-minação	Exportação			Importação			Saldo	
	2010	2011	Var. %	2010	2011	Var. %	2010	2011
Total	707	919	30,0	652	835	28,2	55	83
A.Latina e Caribe	171	210	22,5	112	141	26,0	60	69
Mercosul	77	102	31,7	61	72	18,9	16	29
Argentina	62	82	32,5	53	63	19,3	9	19
Demais	15	20	28,4	8	9	15,9	7	10
Demais	94	108	14,9	51	69	34,5	43	40
EUA[1/]	72	90	25,3	98	126	28,8	-26	-36
UE	154	203	31,4	140	169	20,9	14	34
Europa Oriental	21	27	31,5	10	17	67,9	11	10
Ásia	188	254	35,2	198	261	31,7	-10	-7
China	104	153	46,5	86	118	36,8	18	35
Outros	188	101	-46,2	198	143	-27,6	-10	-42
Demais	101	135	33,8	94	122	29,3	6	13

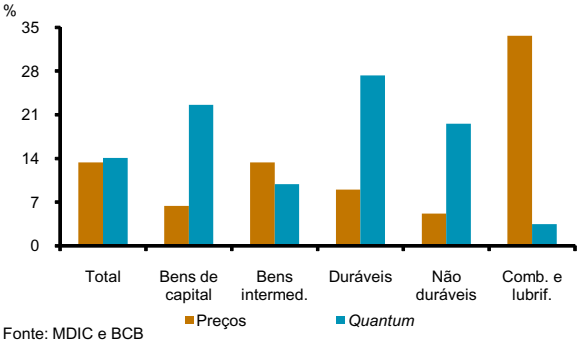
Fonte: MDIC/Secex
1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de *quantum*
Janeiro-maio – 2011/2010



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e *quantum*
Janeiro-maio – 2011/2010



Fonte: MDIC e BCB

As despesas líquidas de serviços somaram US$14,5 bilhões, elevando-se 34,5% no período, com ênfase na expansão de 70%, para US$5,5 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais, mantendo-se em trajetória crescente, atingiram US$8,3 bilhões e as receitas decorrentes de gastos de turistas estrangeiros no Brasil, US$2,9 bilhões, registrando aumentos respectivos de 45,5% e 14,3% no período.

Os aumentos nas importações e nas viagens de brasileiros ao exterior impactaram os gastos com fretes e passagens, contribuindo para que as despesas líquidas com transportes atingissem US$2,9 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 22,3% em relação a igual intervalo de 2010. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US$6,4 bilhões, aumentando 27,1% na mesma base de comparação.

As despesas líquidas de juros, que decresceram 25,6% nos primeiros cinco meses de 2011, somaram US$3,1 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US$7,0 bilhões e as receitas, elevando-se 81,3%, somaram US$3,9 bilhões no período. Considerados os últimos doze meses encerrados em maio, as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US$5,7 bilhões e as despesas líquidas de juros, US$8,6 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US$14,7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, aumentando 36% em relação a igual período de 2010. As empresas dos setores industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 56,9% e 41,6% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos veículos automotores, serviços financeiros e produtos químicos. Considerado o período de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US$34,3 bilhões em maio.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US$1,4 bilhão nos cinco primeiros meses de 2011, mesmo patamar do ano anterior. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais destinos de migrantes brasileiros, somaram US$506 milhões, recuando 6,9%, no período.

5.4 Conta financeira

A conta capital e financeira acumulou ingressos líquidos de US$63,3 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, ante US$34,1 bilhões em igual intervalo de 2010.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US$10,3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano. A participação no capital de empreendimentos no exterior, embora tenha resultado em aplicações líquidas de US$6,2 bilhões, recuou 44,8% em relação a igual intervalo do ano anterior.

Os investimentos estrangeiros diretos registraram ingressos líquidos de US$27 bilhões de janeiro a maio de 2011, elevando-se 137,9% em relação a igual intervalo de 2010. Os recursos destinados à participação no capital de empresas no país somaram US$20,5 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US$6,4 bilhões. Os ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto atingiram US$64,1 bilhões no período de doze meses finalizado em maio, equivalendo a 2,88% do PIB e superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US$13,1 bilhões.

Os investimentos brasileiros em carteira registraram retornos líquidos de US$1,5 bilhão no ano, até maio, ressaltando-se a consolidação do processo de repatriação de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por retornos líquidos de US$6,4 bilhões. Em oposição, a demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em saídas líquidas de US$4,8 bilhões.

Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US$3,4 bilhões, com retornos de US$463 milhões em *Depositary Receipts* e aplicações líquidas de US$3,8 bilhões no mercado doméstico.

O aumento para 6%, no começo de abril, do IOF incidente sobre as captações de empréstimos e emissões de títulos com prazo de vencimento até 720 dias ao amparo da Resolução 3844, de 23 de março de 2010, resultou em moderação no ritmo e em alteração do perfil do endividamento externo. As captações de curto prazo, que até março somaram ingressos líquidos de US$9,6 bilhões, totalizaram amortização líquida de US$7,1 bilhões em abril e maio. Os empréstimos de longo prazo, que acumularam ingressos líquidos de US$9,7 bilhões no primeiro trimestre, totalizaram US$7,4 bilhões em abril e US$6,5 bilhões em maio, contribuindo para que as taxas médias de rolagem de

Tabela 5.6 – Transações correntes

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Mai	Jan-mai	Ano	Mai	Jan-mai	Ano[1/]
Transações correntes	-2,0	-18,6	-47,4	-4,1	-22,2	-60,0
Balança comercial	3,4	5,6	20,2	3,5	8,6	20,0
Exportações	17,7	72,1	201,9	23,2	94,6	250,0
Importações	14,3	66,5	181,7	19,7	86,1	230,0
Serviços	-2,5	-10,8	-30,8	-3,7	-14,5	-39,3
Transportes	-0,5	-2,3	-6,4	-0,7	-2,9	-8,0
Viagens internacionais	-0,7	-3,2	-10,5	-1,1	-5,5	-15,0
Computação e inform.	-0,2	-1,2	-3,3	-0,6	-1,8	-4,0
Aluguel equipamentos	-1,1	-5,0	-13,8	-1,5	-6,4	-15,7
Demais	0,1	1,0	3,1	0,2	2,0	3,4
Rendas	-3,3	-14,8	-39,6	-4,2	-17,6	-43,7
Juros	-0,5	-4,2	-9,7	-0,1	-3,1	-7,3
Lucros e dividendos	-2,9	-10,8	-30,4	-4,2	-14,7	-37,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,5	0,0	0,2	0,6
Transferências correntes	0,4	1,4	2,8	0,3	1,4	3,0

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Mai	Jan-mai	Ano	Mai	Jan-mai	Ano[1/]
Conta financeira	6,4	33,7	98,5	8,8	62,7	105,0
Investimentos diretos	1,2	3,2	36,9	5,6	37,3	55,0
Brasileiros no exterior	-2,4	-8,1	-11,5	1,6	10,3	-
Estrangeiros no país	3,6	11,3	48,4	4,0	27,0	55,0
Participação	3,2	10,7	40,1	2,2	20,5	43,0
Intercompanhias	0,4	0,7	8,3	1,8	6,4	12,0
Investimentos em carteira	4,5	19,8	63,0	4,1	13,7	28,0
Ativos	0,9	-0,4	-4,8	0,7	1,5	10,0
Passivos	3,6	20,2	67,8	3,5	12,1	18,0
Derivativos	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
Outros investimentos	0,7	10,7	-1,3	-1,0	11,8	22,0
Ativos	-4,8	-10,0	-42,6	-5,6	-9,5	-17,0
Passivos	5,5	20,8	41,3	4,5	21,3	39,0

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Mai	Jan-mai	Ano	Mai	Jan-mai	Ano[1/]
Capitais de médio e longo prazos	3,1	15,2	36,5	8,0	29,4	47,5
Bônus púb.	0,0	0,8	2,8	-	-	-
Tít. privados	2,1	10,5	23,0	4,0	15,7	25,5
Emp. diretos	1,1	3,9	10,7	4,0	13,7	22,0
Empréstimos de c. prazo (líq.)[2/]	3,4	11,0	22,1	-2,2	3,9	-
Tít. de curto prazo (líq.)	0,1	0,0	5,4	-1,6	-1,5	-6,5
Portfolio no país (líq.)	-1,2	13,1	45,2	2,1	3,1	7,0
Taxas de rolagem[3/]						
Total:	602%	255%	244%	521%	498%	410%
Títulos	1354%	240%	248%	468%	916%	600%
Emp. Diretos	289%	307%	237%	589%	327%	300%

1/ Projeção.
2/ Inclui empréstimos diretos e linhas de comércio repassadas por bancos.
3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos, excluindo as amortizações decorrentes de conversão de dívida em investimento direto.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

US$ bilhões

Discriminação	2009	2010		2011	
	Ano	Jan-mai	Ano	Jan-mai	Ano[1/]
Posição de reservas no período anterior	193,8	238,5	238,5	288,6	288,6
Compras líquidas do Bacen	36,5	12,7	42,0	36,0	38,0
A termo	-	-	-	1,8	1,8
Spot	24,0	12,1	41,4	34,2	36,2
Linhas com recompra	8,3	-	-	-	-
Empréstimos em moeda estr.	4,2	0,5	0,5	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-2,2	-2,9	-5,2	-1,4	0,9
Juros	0,7	-0,5	0,2	1,3	4,4
Receita	4,8	1,5	4,1	3,1	8,0
Despesa	-4,0	-2,0	-3,9	-1,8	-3,6
Amortização	-2,9	-2,4	-5,4	-2,7	-3,5
Desembolsos	1,8	-	1,2	-	-
Organismos multilaterais	-	-	-	-	-
Bônus da República	1,8	-	1,2	-	-
Demais[2/]	1,7	-2,8	2,8	5,4	5,4
Compras do Tesouro Nacional	7,0	4,4	9,3	4,5	7,1
Variação de haveres	44,7	11,3	50,1	44,4	51,4
Posição de reservas – Caixa	238,5	249,8	288,6	333,0	340,0
Saldo de linhas com recompra	-	-	-	-	-
Saldo de empréstimo em m.e.	0,5	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	239,1	249,8	288,6	333,0	340,0

1/ Projeção.
2/ Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais, e alocações de Direitos Especiais de Saque (DES).

empréstimos e títulos aumentassem, na ordem, de 242% e 759%, no primeiro trimestre do ano, para 539% e 1.063%, no bimestre encerrado em maio.

Os bônus da República negociados no exterior apresentaram saídas de US$3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano. O Tesouro Nacional, dando sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US$1,8 bilhão de bônus no período, dos quais US$1,4 bilhão referentes a valor de face dos títulos e US$329 milhões, ao ágio dessas operações.

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e junto a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, registraram receitas líquidas de US$21,3 bilhões nos primeiros cinco meses de 2011. Os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores somaram US$12,2 bilhões, destacando-se, além dos empréstimos diretos já mencionados, desembolsos líquidos de compradores, US$2,7 bilhões; e de empréstimos de agências, US$422 milhões. Apesar das amortizações líquidas de fevereiro, abril e maio, os empréstimos de curto prazo totalizam desembolsos líquidos de US$3,9 bilhões no acumulado do ano.

As reservas internacionais totalizaram US$333 bilhões em maio, aumentando US$44,4 bilhões em relação a dezembro de 2010. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US$34,2 bilhões; as liquidações de compras a termo, US$1,8 bilhão; as receitas líquidas de juros, US$1,3 bilhão, resultado de receita de US$3,1 bilhões com a remuneração das reservas e de despesa de US$1,8 bilhão com os juros de bônus; as despesas de amortização, US$2,7 bilhões; e as demais operações, US$5,4 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais alcançariam US$340 bilhões em 2011. Além do ocorrido nos primeiros cinco meses de 2011, estão previstas receitas líquidas de US$944 milhões com o serviço da dívida externa, resultado de receita de remuneração de reservas de US$8 bilhões e despesas projetadas de US$3,6 bilhões de juros e de US$3,5 bilhões de amortizações. Nesse cálculo foram incluídas, ainda, as liquidações de compras, já ocorridas, de US$38 bilhões do Banco Central e de US$7,1 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada de maio de 2011 para a dívida externa, os indicadores de sustentabilidade externa relacionados ao serviço desse passivo, ao desempenho das reservas internacionais e à evolução da dívida externa bruta e líquida registraram evolução favorável em relação a dezembro de 2010.

O serviço da dívida externa aumentou 4,1%, enquanto as exportações acumuladas em doze meses cresceram 12,5%, resultando em redução, de 23% para 21,2%, da representatividade dos pagamentos de principal e juros da dívida externa em relação às exportações.

Refletindo as condições de ampla liquidez internacional e fácil acesso de residentes no país a créditos externos, refletidas na elevada taxa de rolagem observada no ano, a dívida externa total cresceu 10,6% nos primeiros cinco meses. A dívida externa líquida, no entanto, registrou aumento de US$21,7 bilhões em sua posição credora. Como o PIB nominal em dólar aumentou 6,3% no período, a relação entre a dívida total e o PIB aumentou ligeiramente, de 12,3% para 12,8%, ao tempo que a participação da dívida externa líquida no PIB recuou de -2,4% para -3,3%.

Os coeficientes da dívida externa total e da dívida externa líquida sobre exportações mantiveram-se constantes no período analisado, 1,3 e -0,3, respectivamente.

As reservas internacionais, que assinalam aumento de 15,4% no acumulado até maio, passaram a representar 117,2% da dívida externa total, ante 112,4% em dezembro de 2010. Comparada à dívida externa de curto prazo por vencimento residual, que acresce ao estoque do endividamento de curto prazo o montante da dívida de médio e longo prazo a vencer nos próximos doze meses, as reservas internacionais, que representavam 371,4%, ao final do ano anterior, passaram a 457%.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa[1/]

US$ bilhões

Discriminação	2009		2010			2011
	Jun	Dez	Jun	Set	Dez	Mai[2/]
Exportações de bens	177,2	153,0	172,2	186,1	201,9	227,2
Exportações de bens e serviços	206,3	180,7	202,1	216,6	233,7	269,8
Serviço da dívida	38,7	43,6	46,5	47,7	46,3	48,3
Dívida externa total	199,0	198,2	228,6	247,8	256,8	284,1
Dívida externa total líquida	-28,0	-61,8	-42,2	-44,9	-50,6	-72,3
Reservas internacionais						
Conceito caixa	201,5	238,5	253,1	275,2	288,6	333,0
Conceito liquidez	208,4	239,1	253,1	275,2	288,6	333,0
PIB	1 462	1 598	1 998	2 074	2 090	2 222
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	13,6	12,4	11,4	11,9	12,3	12,8
Dívida total líquida/PIB (%)	-1,9	-3,9	-2,1	-2,2	-2,4	-3,3
Dívida total/exportações	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	21,9	28,5	27,0	25,6	23,0	21,2
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	18,8	24,1	23,0	22,0	19,8	17,9
Reservas – Conceito caixa/ dívida externa total (%)	101,2	120,3	110,7	111,1	112,4	117,2
Reservas – Conceito liquidez/ dívida externa total (%)	104,7	120,6	110,7	111,1	112,4	117,2

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

5.6 Projeções para o balanço de pagamentos relativas a 2011

A projeção para o balanço de pagamentos publicada neste Relatório de Inflação mantém inalterados os resultados de transações correntes e de investimentos estrangeiro

Tabela 5.11 – Usos e fontes de recursos

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Mai	Jan-Mai	Ano	Mai	Jan-Mai	Ano[1/]
Usos	-3,5	-31,4	-81,2	-7,2	-36,4	-87,4
Transações correntes	-2,0	-18,6	-47,4	-4,1	-22,2	-60,0
Amortizações de MLP[2/]	-1,5	-12,8	-33,8	-3,1	-14,3	-27,4
Papéis	-0,3	-7,1	-15,7	-1,1	-4,7	-8,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-0,8	-2,6	-0,1	-1,0	-1,5
Empréstimos diretos[3/]	-1,0	-4,9	-15,5	-1,9	-8,5	-17,9
Fontes	3,5	31,4	81,2	7,2	36,4	87,4
Conta capital	0,1	0,4	1,1	0,2	0,6	1,0
Inv. estrangeiros diretos	3,6	11,3	48,4	4,0	27,0	55,0
Papéis domésticos[4/]	1,7	16,0	52,3	2,1	2,6	7,0
Desembolsos de MLP[5/]	4,6	24,6	62,5	9,7	37,0	71,9
Papéis	2,1	11,3	25,8	4,0	15,7	25,5
Créd. de fornecedores	0,1	0,6	2,1	0,1	0,6	7,1
Empréstimos[6/]	2,4	12,7	34,6	5,6	20,7	39,3
Ativ. brasil. no exterior	-6,2	-18,5	-58,7	-3,2	2,5	-7,0
Empréstimos e títulos CP[7/]	3,5	11,0	27,5	-3,7	2,4	-6,5
Demais[8/]	0,8	0,8	-2,8	3,4	3,9	12,0
Ativos de reservas	-4,6	-14,2	-49,1	-5,2	-39,7	-46,0

1/ Projeção.
2/ Registra amortizações de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior deduzidos de refinanciamentos e descontos. Exclui amortizações de empréstimos do FMI e intercompanhias.
3/ Registra amortizações de empréstimos concedidos por bancos estrangeiros, compradores, agências e organismos.
4/ Inclui investimentos estrangeiros em ações e em títulos de dívida negociados no mercado doméstico.
5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.
6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.
7/ Inclui linhas de crédito bancárias sacadas sem contrato de câmbio.
8/ Registra crédito comercial de curto prazo, derivativos financeiros, depósitos de não-residentes, outros passivos e erros e omissões.

Tabela 5.12 – Balanço de pagamentos – Mercado

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Mai	Jan-Mai	Ano	Mai	Jan-Mai	Ano[1/]
Transações correntes	-2,3	-20,1	-51,4	-4,8	-25,2	-68,0
Capitais (líquido)	6,3	30,9	94,0	9,8	57,0	103,0
Inv. Estrangeiro Direto	3,6	11,3	48,4	4,0	27,0	55,0
Inv. Estrangeiro em Carteira	1,3	15,1	51,1	2,1	2,7	7,0
Empréstimos MLP	2,9	10,4	22,2	5,7	20,3	33,1
Crédito comerciais	4,8	14,9	26,0	2,2	12,6	23,1
Bancos	3,6	12,6	26,9	-1,3	6,6	5,5
Demais	1,2	2,3	-0,8	3,6	6,0	17,6
Inv. Brasileiro no Exterior	-6,4	-20,3	-58,5	-2,5	-1,6	-10,0
Demais	0,2	-0,5	4,8	-1,6	-3,9	-5,2
Hiato financeiro	4,0	10,9	42,6	5,0	31,8	35,0
Compras líq. do Banco Central	-4,2	-12,7	-42,0	-4,3	-36,0	-38,0
Depósitos de bancos	0,2	1,8	-0,6	-0,7	4,2	3,0

1/ Projeção.

direto para 2011, na comparação com o relatório anterior. A principal alteração nas projeções resultou do alongamento do perfil de endividamento externo, resultante da imposição de IOF de 6% sobre ingressos relativos a colocações de títulos e empréstimos com prazo inferior a 720 dias. Adicionalmente, foi incorporada a posição de dívida externa referente a março de 2011, com impacto no cronograma de serviço da dívida para o ano, com redução tanto no pagamento de juros quanto nas amortizações previstos.

A revisão das transações correntes, cujo déficit mantém-se em US$60 bilhões, incorpora perspectivas de incremento do superávit da balança comercial, de US$15 bilhões para US$20 bilhões, fruto de exportações de US$250 bilhões e de importações de US$230 bilhões. Essa alteração foi compensada, principalmente, por aumentos previstos nos gastos com viagens internacionais e remessas de lucros e dividendos.

Na conta financeira, a revisão decorreu, sobretudo, da previsão de realização de novas captações externas exclusivamente no longo prazo, mantendo o perfil de endividamento observado em abril e maio. Assim, a previsão de desembolsos de médio e longo prazos aumentou US$22,1 bilhões, para US$71,9 bilhões, com incrementos nas taxas de rolagens de empréstimos diretos, de 150% para 300%, e de títulos, de 150% para 600%. A previsão de captações líquidas de curto prazo, por outro lado, passou de ingressos líquidos de US$20 bilhões para amortizações líquidas de US$6,5 bilhões. Cabe registrar a redução nos investimentos em ações de empresas brasileiras e papéis domésticos projetados, em função do ocorrido até maio, US$2,6 bilhões.

O hiato financeiro deverá manter-se superavitário em US$35 bilhões, com absorção de US$38 bilhões por parte do Banco Central e redução de US$3 bilhões em haveres externos de bancos comerciais.

5.6 Conclusão

O déficit em transações correntes deverá registrar crescimento em 2011, em linha com as perspectivas de redução do superávit comercial e aumento das despesas líquidas nas contas de serviços e rendas. O ambiente de elevada liquidez internacional e, sobretudo, as perspectivas positivas para a economia brasileira, sugerem financiamento confortável do déficit projetado.

Fluxos Recentes de Capitais para o Brasil

Desde a adesão ao Plano Brady, no começo dos anos 1990, a economia brasileira tem crescentemente se integrado aos mercados financeiros internacionais. Esse movimento tem sido, evidentemente, condicionado pelos ciclos econômicos internos e externos, com momentos de significativos ingressos líquidos de capitais externos e outros nos quais ocorre a interrupção destes fluxos ou mesmo reversão. Este boxe analisa os fluxos de capitais estrangeiros na economia brasileira nos últimos anos e avalia os impactos das medidas governamentais adotadas recentemente para regular esses ingressos.

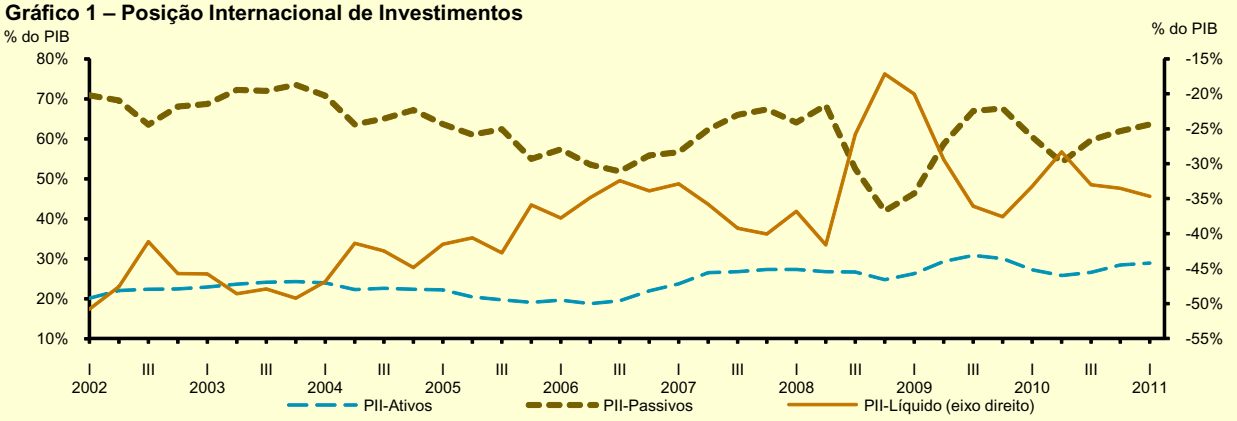
Superados os efeitos da crise de 2008/2009, a partir de meados de 2009 houve retomada da tendência de ingressos líquidos de capitais estrangeiros no país. Isso em parte reflete o cenário econômico doméstico bastante positivo que ratifica a visão de dupla velocidade da economia mundial, com expansão acentuada nos países emergentes e resultados abaixo do potencial nos maduros. Em outra perspectiva, o cenário econômico internacional permanece estimulando os fluxos de capitais na direção das economias emergentes, em função da abundante liquidez externa, favorecida por taxas de juros básicas extremamente acomodatícias nas economias maduras.

Nesse contexto, a projeção de fluxos líquidos de capitais privados para os países emergentes permanece em expansão, de acordo com o *Institute of International Finance* (IIF)[1]. Em 2011, esses fluxos deverão superar US$1 trilhão, de acordo com a última estimativa, US$81 bilhões acima da projeção feita em janeiro. No caso específico do Brasil, a projeção se elevou em US$31 bilhões.

1/ *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 1º de junho de 2011.

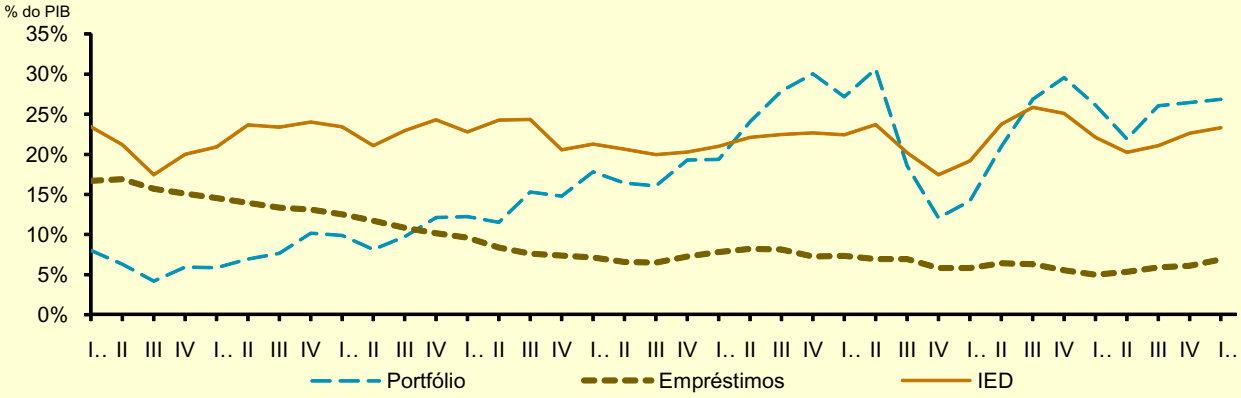
Analisando-se o estoque de ativos e passivos externos do país a partir das estatísticas da Posição Internacional de Investimentos (PII), mensurada como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) no gráfico 1, observa-se que passivo líquido permanece, nos cinco trimestres do início de 2010 até março de 2011, estável ao redor de -33% do PIB. Observe-se que o aumento do passivo externo, que atingiu 63,6% do PIB em março de 2011, embora permanecendo abaixo do percentual pré-crise, encontra-se próximo à média do período 2002 a 2011.

Gráfico 1 – Posição Internacional de Investimentos



Dentre esses passivos, conforme gráfico 2, destaquem-se o Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) e as ações, cada qual correspondendo a aproximadamente um terço do passivo total. Ressalte-se a relativa estabilidade do IED em relação ao PIB, média de 23% nos oito últimos trimestres, enquanto o investimento estrangeiro em ações – principal componente dos investimentos em portfólio – se multiplicou na última década, mesmo como proporção do PIB, e apresentou volatilidade muito mais evidenciada. Por fim, cabe mencionar a diminuição dos empréstimos no passivo externo total, de 16,4% do PIB, em dezembro de 2001, para mínimo de 5% do PIB no primeiro trimestre de 2010,

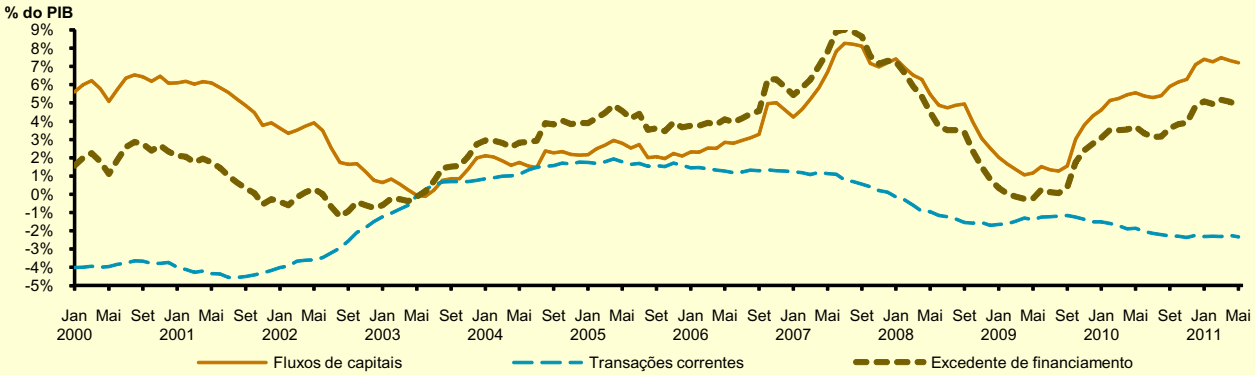
Gráfico 2 – Posição Internacional de Investimentos – Passivos



recuperando-se para 6,9% do PIB em março de 2001, quando equivaleu a 10,8% do passivo[2].

Esses fluxos de capitais têm permitido ao país o confortável financiamento do déficit em transações correntes após a superação da crise financeira internacional, com excedente de financiamento – fluxos de capitais menos o déficit em transações correntes – atingindo 3,6% do PIB em 2010 e 5% do PIB nos primeiros cinco meses deste ano, conforme gráfico 3.

Gráfico 3 – Financiamento do balanço de pagamentos
Fluxos acumulados em doze meses



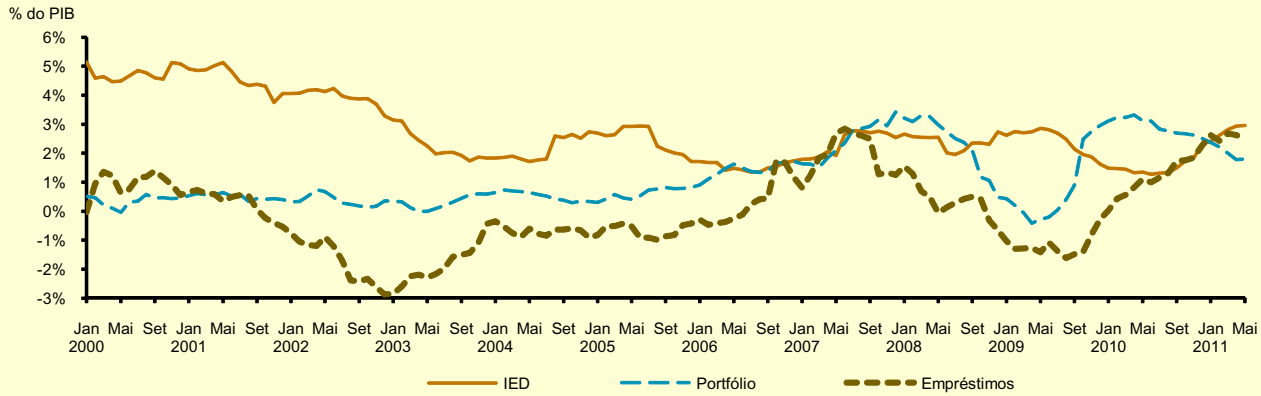
Esse desempenho, indispensável para o fortalecimento das reservas internacionais, principal linha de defesa do país contra crises financeiras externas, também tem parcialmente servido como *funding* para a expansão do crédito doméstico. Essa característica dos fluxos recentes gera impactos tanto do ponto de vista prudencial, pois contribui para a expansão do crédito a taxas superiores ao recomendável e pode causar desequilíbrios patrimoniais em empresas não-financeiras dada sua exposição à variação cambial, quanto do ponto de vista do aumento da demanda agregada, tendo os fluxos externos, neste caso, potencial impacto inflacionário.

O gráfico 4 desagrega os fluxos de capitais permitindo constatar recuperação tanto em empréstimos e portfólio quanto no IED. Neste ano, no entanto, nota-se decréscimo dos fluxos em ações e em títulos de renda fixa negociados no país. Nos doze meses terminados em maio, os ingressos líquidos de IED totalizaram 2,9% do PIB, enquanto os empréstimos atingiram 2,5% do PIB,

2/ Neste boxe, os fluxos de capitais são definidos como a soma dos fluxos líquidos do balanço de pagamentos (ou dos estoques, em se tratando da PII) relativos às rubricas IED, portfólio (considerados os investimentos em ações e em títulos de renda fixa negociados no país), e empréstimos diretos (incluindo títulos de dívida externa exclusive os Bônus da República).

composto por 1,6% do PIB em operações de longo prazo e 0,9% do PIB, de curto prazo. No período, o investimento estrangeiro em ações e em títulos de renda fixa no país somou 1,5% do PIB e 0,3% do PIB, respectivamente.

Gráfico 4 – Fluxos de capitais – Acumulados em doze meses



Nesse cenário de expressivo crescimento dos fluxos de capitais para o Brasil, em todas as modalidades, gerando excedente de financiamento externo, foram adotadas medidas para regular esses ingressos, buscando moderar seu montante e alterar seu perfil. Já antes do agravamento da crise internacional com a falência do Lehman Brothers, o governo brasileiro impôs Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 1,5% nos ingressos de investimentos estrangeiros em renda fixa no país. A medida, adotada em março de 2008, foi revista em outubro daquele ano. Em outubro de 2009, com a plena recuperação brasileira e o retorno dos capitais estrangeiros, foi aplicado IOF de 2% sobre ingressos em renda fixa e, adicionalmente, em ações negociadas no país.

A continuidade dos ingressos significativos gerou novo conjunto de medidas no último trimestre de 2010. O IOF para ingressos em renda fixa foi elevado para 4%, em 4 de outubro, e, para 6% em 18 de outubro. Em medida correlata, foi também imposto IOF de 6% na constituição de garantias em negociações em bolsa ou mercados futuros. Nas captações de empréstimos externos – que incluem, nos termos da Resolução CMN nº 3.844, emissões de títulos no exterior e empréstimos intercompanhia – cujo prazo médio fosse inferior a 90 dias foi instituído IOF à alíquota de 5,38%.

Os impactos dessas medidas foram mais intensos nos fluxos para renda fixa, que após

registrarem ingressos líquidos médios mensais de US$1,5 bilhão de janeiro a outubro de 2010, apresentaram saídas líquidas médias mensais de US$135 milhões nos setes meses seguintes, até maio deste ano.

Em seguida, em março de 2011, a definição do prazo médio de empréstimos no exterior para fins de cobrança de IOF foi ampliada, bem como a alíquota incidente nessas operações. Inicialmente elevada de 90 dias para 360 dias e, em seguida, para 720 dias, os ingressos decorrentes de empréstimos externos passaram a ser taxados à alíquota de 6%. O impacto imediato dessa medida foi a eliminação de novas captações abaixo dos prazos estabelecidos, o que implica saídas líquidas de empréstimos de curto prazo com consequente redução da dívida externa de curto prazo e melhora no perfil do endividamento externo do país. Parte dessas captações teve seu prazo alongado, ampliando os ingressos líquidos de longo prazo sem, no entanto, deixar de representar redução nas captações totais de empréstimos externos.

Assim, no primeiro trimestre do ano, os fluxos líquidos de empréstimos atingiram US$19,3 bilhões, média mensal de US$6,4 bilhões, compostos por US$9,7 bilhões em operações de longo prazo e US$9,6 bilhões em operações de curto prazo[3]. No bimestre abril e maio, houve saídas líquidas de US$7,1 bilhões no curto prazo e ingressos líquidos de US$13,8 bilhões no longo prazo, perfazendo média mensal líquida de US$3,3 bilhões.

As evidências até agora, fundamentadas nas estatísticas acima apresentadas, apontam para efeitos concretos e quantificáveis das medidas sobre investimentos estrangeiros em renda fixa e nas contratações de empréstimos externos. As medidas preservam, no entanto, fontes de financiamento externo como os investimentos diretos, as operações de empréstimos com prazos mais longos e aquelas vinculadas ao comércio exterior, necessárias para o financiamento do déficit em transações correntes, para o aumento dos investimentos no país e para a manutenção das condições de acesso de residentes ao mercado internacional.

3/ Aqui há uma diferença conceitual entre as normas que regulamentam o IOF e as estatísticas do balanço de pagamentos. Enquanto na primeira, há ajustes na definição de curto prazo, passando de 90 dias para 360 dias e, posteriormente, para 720 dias, o balanço de pagamentos sempre considera como curto prazo as operações até 360 dias, com as demais sendo registradas no longo prazo.

Perspectivas para a inflação

6

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em março de 2011. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2013 e para o crescimento do PIB até o final de 2011. 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 12,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 7 e 8 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R$1,60/US$. 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. Para um terceiro cenário, denominado cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observadores em passado recente, e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, são apresentadas as projeções de inflação para os anos fechados de 2011 e de 2012. 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 o conjunto de informações disponível até a data de corte de 10 de junho de 2011.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente até a supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo

Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA, após alcançar 4,31% em 2009, deslocou-se para 5,91% em 2010. Nos cinco primeiros meses de 2011, a variação do IPCA alcançou 3,71%, 0,62 p.p. acima da observada em igual período de 2010. Assim, a inflação acumulada em doze meses alcançou 6,55% em maio. O aumento da inflação nos últimos doze meses foi determinado principalmente pela variação nos preços livres, mas a dinâmica dos administrados por contratos e monitorados ("monitorados") foi menos favorável do que a verificada em 2010. De fato, os preços monitorados acumularam, em doze meses até maio, variação de 5,96%, e os preços livres 6,80%. No conjunto dos preços livres, destaca-se tanto a variação dos preços dos itens não comercializáveis (7,53%), quanto a dos preços dos itens comercializáveis (5,96%). Evidenciando o dinamismo da demanda doméstica, a inflação do setor de serviços vem se mantendo sistematicamente em patamar superior à dos preços livres, e atingiu 8,54% em doze meses até maio (ante 6,79% no acumulado até maio de 2010). Por sua vez, a variação acumulada em doze meses nos preços administrados, que vinha contribuindo de forma mais favorável para a dinâmica inflacionária, se posiciona acima do valor central da meta para a inflação desde março de 2011.

Assim como a inflação plena, as três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostraram aumento no acumulado em doze meses e se encontram acima da meta para a inflação. O núcleo por exclusão (IPCA-EX), que havia se deslocado de 4,73% em dezembro de 2009 para 5,45% em dezembro de 2010, aumentou para 6,30% em maio. De modo similar, a variação do núcleo de médias aparadas com suavização (IPCA-MS), que atingira 4,38% em dezembro de 2009 e havia avançado para 5,63% em dezembro de 2010, alcançou 5,86% em maio. Por sua vez, a inflação medida pelo núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP), que atingira 4,73% em dezembro de 2009 e havia avançado para 5,62% em dezembro de 2010, atingiu 6,68% em maio. Em maio, a média da variação mensal dos três

núcleos ficou relativamente estável, situando-se em 0,59%, ante 0,60% registrado em abril.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 64,84% em maio, acima dos 60,94% registrados em maio de 2010. Embora tenha havido recuo com relação ao índice de janeiro deste ano (69,27%), o índice de difusão situa-se ainda em patamar elevado, uma evidência de disseminação da alta dos preços.

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, após forte redução em 2009 (-1,43% ante 9,10% em 2008), atingiu 11,30% em 2010. Entre janeiro e maio, o IGP-DI acumulou 3,08%, ficando abaixo dos 5,12% registrados no mesmo período de 2010. Nos últimos dois meses, as variações no IGP-DI foram de 0,50% (abril) e de 0,01% (maio). Apesar da redução na margem, a inflação acumulada em doze meses permaneceu em patamar elevado, acumulando alta de 10,84% em abril, e de 9,14% em maio de 2011. O patamar elevado de variação do índice advém, basicamente, do seu principal componente, o IPA-DI, cuja variação em doze meses foi de 13,28% em abril e 10,30% em maio. Por origem e para os mesmos períodos, os preços de produtos agropecuários apresentaram variação acumulada de 25,51% e 21,28%, e os de produtos industriais de 9,34% e de 6,85%. Segundo o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, a inflação acumulada em doze meses atingiu 5,86% em março, 6,05% em abril e 6,37% em maio. Também a variação acumulada do INCC apresentou elevação nos últimos dois meses, após ligeira queda no primeiro trimestre de 2011. Segundo esse índice, a inflação acumulada em doze meses, que era de 7,10% em março, aumentou para 7,33% em abril e para 8,52% em maio. Conforme destacado em Relatórios anteriores, 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.

O IBC-Br incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. No primeiro trimestre deste ano, o índice acumulou crescimento de 1,3% em relação ao trimestre anterior e de 4,4% quando comparado ao primeiro trimestre de 2010. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses continuou em trajetória de moderação, na direção de níveis mais sustentáveis a longo prazo, deslocando-se para 6,5% em

março ante 7,8% registrados em dezembro. O ICS, da FGV, recuou, na margem, 1,4% em maio, após avançar 3,0% em abril e recuar 1,9% em março. O nível desse indicador, em maio, ficou 0,1% acima do valor observado em maio de 2010 e 0,7% em relação ao índice médio de 2010.

A produção industrial recuou 2,1% em abril na comparação mensal, após avançar 1,1% em março – mês em que atingiu novo recorde histórico – e 1,9% em fevereiro, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,3% no período de fevereiro a abril, inferior ao 1,1% medido no período de janeiro a março. O volume de produção também apresentou redução no ritmo de expansão acumulado em doze meses, com alta de 5,4% em abril ante 6,9% em março e 8,7% em fevereiro. Na comparação com dezembro de 2008, quando a produção industrial registrou o nível mais baixo durante a crise de 2008/2009, o avanço até abril foi de 25,1%, de acordo com a série dessazonalizada.

Entre as categorias de uso, a maior variação acumulada no ano até abril (na comparação com o mesmo período de 2010) veio da produção de bens de capital (6,2%). No mesmo período, a produção de bens de consumo duráveis teve expansão de 2,3%, a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis de 0,1%, e a de bens intermediários cresceu 1,1%. Considerando a média móvel trimestral, a produção de bens de capital, no trimestre de fevereiro a abril de 2011, foi 1,0% superior à registrada entre janeiro e março; a de bens intermediários cresceu 0,2%; e a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis 0,1%, na mesma base de comparação. Já no caso de bens de consumo duráveis, houve retração de 2,4%. Cabe ressaltar que o crescimento do indicador de atividade na indústria de bens de capital atingiu 13,7% no acumulado em doze meses até abril, sendo essa a maior expansão entre as categorias de uso. Isso evidencia a robustez do investimento, fator relevante para a sustentabilidade do novo ciclo de expansão pós-crise de 2008/2009.

As taxas de utilização da capacidade instalada mostram certa estabilidade, em patamares elevados, resultado da expansão recente da atividade econômica, cujo impacto não foi totalmente compensado pela maturação dos investimentos. De fato, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, com ajuste sazonal calculado pela FGV, manteve-se inalterado em 84,4% em maio, ante abril. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 82,1%

em abril, ante 82,6% observados em março. Sobre expansão da capacidade, note-se que, no período de doze meses encerrados em abril em relação aos doze meses anteriores, o crescimento da absorção de bens de capital situava-se em 20,9% e o da produção de insumos para a construção civil em 7,9%. O indicador de nível de estoques da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV, livre de influências sazonais, avançou de 99,5 em março para 100,4 em abril, mas recuou para 98,4 em maio de 2011. Enquanto nos meses de março e abril, 4,2% dos respondentes caracterizavam seu nível de estoque como sendo excessivo, na série com ajuste sazonal essa fração aumentou para 4,7% em maio.

Diferentemente da produção industrial, o volume de vendas no comércio ampliado ainda apresenta crescimento significativo. Em abril, o volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento de 11,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior, com a taxa acumulada em doze meses se posicionando em 10,2%. Note-se que essa taxa é consideravelmente superior à taxa de expansão da produção industrial (5,4% até abril), bem como à do crescimento de 6,5% (até março) do IBC-Br. Dessa forma, há evidências de que a acomodação da atividade industrial ainda não teve correspondência no comércio, embora esse quadro tenda a se alterar. O dinamismo do comércio se refletiu, por exemplo, na importação de bens de consumo duráveis, que acumulou alta de 38,9% no *quantum* no primeiro quadrimestre de 2011, em relação ao mesmo período do ano anterior. Para os próximos trimestres, o comércio deve continuar a ser beneficiado pelo crescimento da massa salarial real, ainda que em menor ritmo, pelas transferências governamentais, pela expansão, ainda que com certa moderação, do crédito e pela confiança dos consumidores.

A economia brasileira expandiu 4,2% no primeiro trimestre de 2011, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após ter crescido 6,7% e 5,0% no terceiro e quarto trimestres de 2010, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB cresceu 1,3% no primeiro trimestre deste ano, após ter crescido 0,4% no terceiro e 0,8% no quarto trimestre de 2010. O comportamento do PIB indica que a economia brasileira se encontra em novo ciclo de expansão, após a recuperação pós-crise de 2008/2009, em ritmo mais condizente com taxas de crescimento avaliadas como sustentáveis em longo prazo. Sob a ótica da produção, o setor de serviços, cujas taxas de crescimento são menos voláteis, cresceu 1,1% no primeiro

trimestre de 2011 em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE – nona expansão consecutiva. A produção agropecuária cresceu 3,3%, ante queda de 0,7% no quarto trimestre de 2010; e a indústria, 2,2%, ante crescimento de 0,2% no trimestre anterior.

Sob a ótica da demanda, na comparação com o trimestre anterior e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a FBCF cresceu 1,2% no primeiro trimestre de 2011, após ter crescido 2,9% e 0,4% nos dois últimos trimestres de 2010, respectivamente. Assim, a taxa de crescimento da FBCF acumulada nos últimos quatro trimestres atingiu 17,0%. Apesar da menor participação na demanda agregada, quando comparada à do consumo, o elevado crescimento do investimento tem contribuído para a sustentação da atividade econômica no período pós-crise. Adicionalmente, a perspectiva de novos investimentos de larga escala, coordenados pelo setor público, como no caso do setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, favorece as expectativas dos agentes econômicos de que se verifique continuidade de elevadas taxas de expansão da FBCF. O consumo das famílias – componente mais importante da demanda agregada – cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2011, após ter crescido 1,7% e 2,3% nos dois últimos trimestres de 2010. Por sua vez, o consumo do governo apresentou elevação de 0,8% entre janeiro e março de 2011, após ter contraído 0,1% e 0,3% no mesmo período de comparação. O setor externo contribuiu negativamente para o crescimento do PIB do primeiro trimestre de 2011, com redução de 1,6% das importações e de 3,2% das exportações. Em suma, a demanda doméstica, impulsionada pela expansão do crédito, do emprego e da renda, tem sido o principal fator de sustentação da atividade, e deve continuar evoluindo favoravelmente nos próximos trimestres, embora em ritmo mais moderado.

As vendas reais do comércio varejista cresceram 9,5% no acumulado em doze meses até abril, segundo o IBGE, após crescimento de 9,5% e de 10,4% até março e fevereiro, respectivamente, com destaque para o aumento nas vendas nos segmentos de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (17,6%) e de móveis e eletrodomésticos (17,1%). Por sua vez, o comércio varejista ampliado, que inclui segmentos mais sensíveis às condições de crédito, também apresentou desempenho robusto no período, impulsionado tanto pelas vendas de materiais de construção, que registraram crescimento de 14,5%, como pelas de veículos e motos, partes e peças, cuja expansão alcançou 10,6%.

O mercado de trabalho tem desempenhado papel importante no atual ciclo da economia. A taxa de desemprego, medida pela taxa de desocupação no total das seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa mensal do IBGE, recuou nos últimos anos, e atingiu a mínima histórica de 6%, na série dessazonalizada, em abril. Na série sem ajuste sazonal, ficou em 6,4% – queda de 0,9 p.p. em relação ao mesmo mês de 2010, com redução na taxa de desocupação nas seis regiões pesquisadas. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada aumentou 1,8%, em abril, em relação ao mesmo mês de 2010. O número total de pessoas ocupadas nas seis regiões atingiu 22,3 milhões em abril de 2011, ante 21,8 milhões em abril de 2010. Dessa forma, a massa salarial real expandiu 4,3%, na comparação com mesmo mês de 2010. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, após quedas intensas ao final de 2008 e no início de 2009, a geração de postos continua se expandindo. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 1,97 milhão de postos de trabalho entre maio de 2010 e abril de 2011.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito para as famílias – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais conquistados nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. Após serem adversamente afetadas pela crise de 2008/2009, as condições de crédito retornaram a padrões mais favoráveis e, assim, impulsionaram o volume de financiamento. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 18,2% em abril de 2011, em relação ao mesmo mês do ano anterior. No mesmo período, o crédito habitacional, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento de 48,1%. Apesar desse comportamento, observa-se moderação, em 2011, no crédito a pessoas físicas, em parte devido à adoção de medidas macroprudenciais e ao processo de ajuste das condições monetárias. De modo geral, os indicadores de inadimplência têm se mantido em patamares compatíveis com a fase do ciclo. De fato, a participação do saldo em atraso superior a 90 dias sobre o saldo total de crédito com recursos livres e referenciais para taxas de juros passou de 5,1% em abril de 2010 para 4,9% em abril de 2011.

O volume total de crédito às pessoas jurídicas cresceu 20,4% em abril de 2011, na comparação com mesmo mês de 2010, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R$957,3 bilhões. A expansão do

crédito foi favorecida pelos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R$364,4 bilhões em abril de 2011 – incremento de 23,3% em relação ao mesmo período de 2010. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R$10,1 bilhões no acumulado de janeiro a maio de 2011 (R$11,3 bilhões no mesmo período de 2010). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, após atingirem R$10,3 bilhões no acumulado de janeiro a maio de 2010, alcançaram apenas R$2 bilhões no mesmo período de 2011.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses seguiu trajetória de crescimento desde o último Relatório, alcançando US$23,2 bilhões em maio de 2011. Esse resultado adveio de exportações de US$224,4 bilhões e importações de US$201,3 bilhões, o que representa variações de 32,3% e 36,0%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2010. A retomada da demanda externa, apesar de lenta e assimétrica, tem contribuído para o crescimento, ainda modesto, do *quantum* exportado. De fato, no período de doze meses encerrado em abril de 2011, o *quantum* exportado registrou alta de 7,7% em relação aos doze meses imediatamente anteriores. No mesmo período, o preço médio das exportações se elevou em 24,5%. Já o *quantum* importado aumentou 28,0% nesse período, refletindo, em parte, o dinamismo da demanda doméstica. O preço médio das importações variou 7,1% em doze meses acumulados até abril.

O déficit em transações correntes, acumulado em doze meses, passou de US$50,0 bilhões em março para US$48,9 bilhões em abril de 2011, equivalente a 2,25% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que acumularam US$33,0 bilhões no mesmo período. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$63,7 bilhões em doze meses até abril de 2011, equivalente a 2,93% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde a divulgação do último Relatório, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez global e por incertezas crescentes quanto à recuperação da atividade mundial. Nesse período, aumentaram as preocupações com dívidas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração da atividade econômica na China. Em particular, também as relativas aos efeitos do nível elevado

dos preços do petróleo sobre economias desenvolvidas, principalmente sobre a atividade, com um impasse importante entre os principais países produtores sobre a adequação da oferta à demanda.

A respeito do ritmo da atividade econômica global, consolida-se a perspectiva de recuperação menos rápida do que antecipado, prevalecendo o entendimento de que haverá forte assimetria entre os países no que se refere ao ritmo de crescimento. A mudança de percepção sobre a consolidação da recuperação global reflete de modo importante a visão sobre a economia americana, cuja demanda doméstica parece ter sido impactada pela elevação dos preços do petróleo, somando-se aos efeitos decorrentes da fragilidade do mercado de trabalho. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro ainda se mostram assimétricas, com forte ritmo de expansão na Alemanha, por exemplo, e recuos da atividade em países da periferia. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas excessivamente acomodatícias. Embora tenha havido alguma aceleração nos índices de inflação plena ao consumidor nos países do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), os núcleos continuam em níveis relativamente moderados. Nos mercados emergentes, de certa forma, as pressões inflacionárias têm se generalizado. Desde a divulgação do último Relatório, destacou-se a continuação das elevações das taxas de juros pelos bancos centrais do Chile, da China, da Colômbia, da Índia, do Peru e da Rússia, bem como novos aumentos dos requerimentos de depósitos compulsórios no caso da China.

O preço do petróleo do tipo *Brent* permaneceu, em geral, em patamares superiores a US$110 o barril. Embora, no período recente, a alta tenha sido impulsionada pela elevada instabilidade política em alguns países do Oriente Médio e, especialmente, do norte da África, destaque-se que o processo de elevação no preço da *commodity* era consistente com um quadro de fortalecimento da demanda global, percepção que tem recentemente se alterado. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas. Entre as demais *commodities*, observou-se relativa estabilidade, em níveis elevados, nos preços internacionais dos alimentos desde a divulgação do último Relatório. O índice de preços de alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) registrou queda de 2,2% nos últimos

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

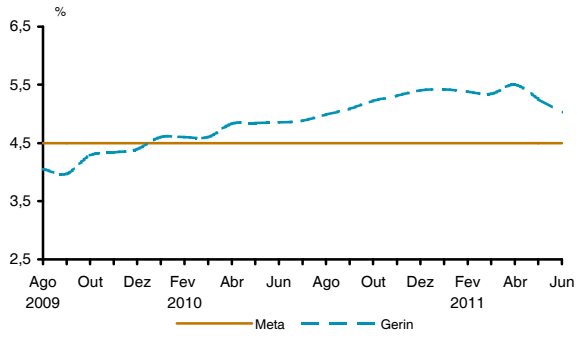


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2011

Frequência relativa

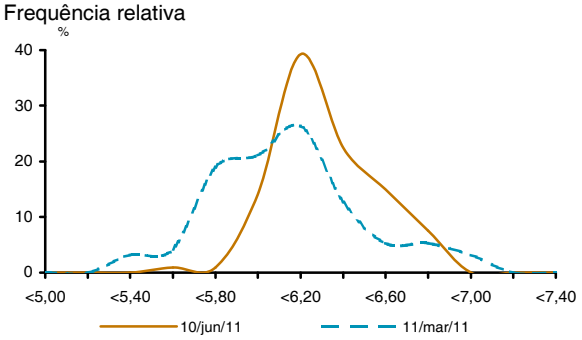


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2011

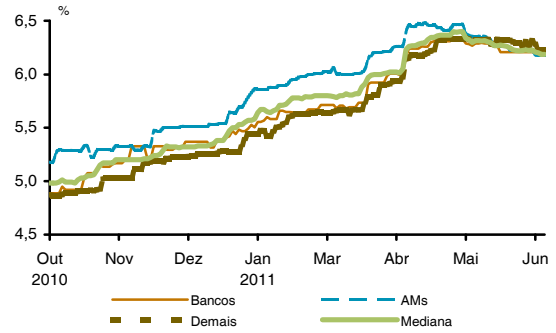
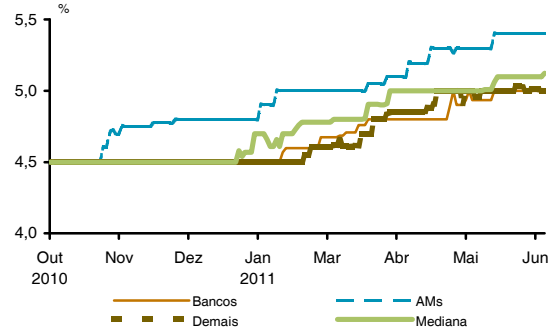


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012



três meses, frente à alta de 37,1% no período de doze meses encerrado em maio de 2011. Já o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pela CRB, depois de atingir novo recorde na segunda semana de abril, tem apresentado certa moderação na margem. Na data de corte de 10 de junho, o índice acumulava redução de 0,4% em três meses e alta de 35,2% em doze meses. O comportamento dos preços de *commodities* e de ativos continua envolto em elevada incerteza, em contexto de volatilidade nos mercados financeiros e de moedas.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2011 recuou desde a divulgação do último Relatório, ao passar de 4,10% em 11 de março de 2011 para 3,96% em 10 de junho. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação, em 2011, deslocou-se de 5,82% para 6,19%; e, em 2012, de 4,80% para 5,13%. Já a inflação projetada para os próximos doze meses reduziu-se de 5,35% para 5,02%. De modo geral, desde a divulgação do último Relatório, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2011, como ilustra o Gráfico 6.2, e aumento para 2012. A dispersão das expectativas de inflação doze meses à frente mostrou redução no período, passando de 0,44% para 0,39%.

A evidência internacional sobre análises de pesquisas de expectativas, de modo geral, aponta significativo grau de dispersão das informações, tanto quando trata de expectativas de consumidores como quando trata de analistas profissionais. De fato, no caso específico do Brasil, ao se reagrupar as instituições participantes da pesquisa conduzida pelo Gerin em três segmentos – bancos, gestoras de recursos (ou *asset managers* – AMs) e demais instituições (setor real, distribuidoras/corretoras, consultorias e outras) –, encontram-se evidências de que há heterogeneidade na visão dos agentes sobre o cenário prospectivo para a inflação. Dessa forma, para cada segmento, foram construídas séries de medianas das respectivas expectativas para a inflação, conforme os Gráficos 6.3 e 6.4, que sugerem comportamentos diferenciados entre os grupos. Na data de corte de 10 de junho, as medianas das expectativas de bancos, AMs, e demais instituições para 2011 se encontravam, respectivamente, em 6,17%, 6,17% e 6,23%, ante 5,68%, 6,00% e 5,67% no último Relatório. Para 2012, em 5,00%, 5,40% e 5,00%, segundo a mesma ordem, ante 4,71%, 5,00% e 4,62% no Relatório de março.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, do lado externo, o cenário prospectivo contempla moderação no ritmo de recuperação da atividade econômica global e na dinâmica dos preços das *commodities*. Do lado interno, embora as projeções de inflação ainda indiquem dinâmica para a inflação menos benigna do que a constante do último Relatório de Inflação, o balanço de riscos mostra sinais mais favoráveis para o cenário prospectivo, em ambiente de moderação, em ritmo ainda incerto, da atividade econômica.

No âmbito externo, o principal risco inflacionário ainda advém do comportamento dos preços das *commodities*. É plausível afirmar que, desde o último Relatório, esse risco arrefeceu, embora a perspectiva para a evolução dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, inclusive petróleo, ainda se apresente envolta em incerteza. De fato, neste segundo trimestre, o menor otimismo quanto ao ritmo de crescimento da economia mundial contribuiu para interromper a escalada dos preços das *commodities* e para reduzir a possibilidade de ocorrência de nova rodada de aumentos significativos – a exemplo da verificada no final do ano passado e no início deste ano. Desde a divulgação do Relatório de março de 2011, consolida-se a visão de que são reduzidas as chances de haver nova rodada de ações monetárias não convencionais – as quais têm sido vistas como elemento de apoio para a escalada recente dos preços das *commodities* nos mercados internacionais – e aumentaram as preocupações com a possibilidade de desaceleração da atividade econômica na China. Por outro lado, nesse período aumentou a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, um desenvolvimento com repercussões baixistas sobre os preços de ativos domésticos.

O Copom avalia que a elevação de preços no atacado e a dos preços administrados – ambas impactadas direta e/ou indiretamente pelos preços das *commodities* – influenciaram desfavoravelmente a dinâmica da inflação ao consumidor nestes primeiros cinco meses. De fato, as evidências sugerem que há estreita relação entre a aceleração de preços no atacado

nos meses finais de 2010 e iniciais de 2011 com a dos preços das *commodities* no mercado internacional. Em particular, os preços no atacado de produtos agrícolas acumularam aumento de 25,6% entre agosto de 2010 e março de 2011, com repercussões na dinâmica dos preços ao consumidor, com o grupo alimentação e bebidas do IPCA aumentando 10,3% de setembro de 2010 a maio de 2011. Dessa forma, grande parte do efeito direto da elevação dos preços das *commodities* já foi incorporada aos preços ao consumidor. Em outra perspectiva, no primeiro trimestre deste ano, também foram relevantes para a dinâmica da inflação ao consumidor os efeitos diretos da concentração atípica de reajustes de preços administrados, que, em casos específicos, mostram sinais de reversão. Esse movimento, aliado ao fato de, no último bimestre, os preços no atacado de produtos agrícolas terem recuado 3,8%, tem tido repercussão favorável sobre os índices de preços ao consumidor. Apesar da moderação em abril e maio, ainda é significativa a elevação dos preços das *commodities* e dos preços no atacado registrada no acumulado em doze meses, sendo a parte remanescente dos impactos diretos e os impactos indiretos dela oriundos um risco presente para a inflação ao consumidor.

O Copom entende que as compras de produtos externos tendem a continuar a arrefecer as pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque competem com produtos produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo lugar, porque reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos e, dessa forma, 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.

Em relação à economia mundial, o cenário central com o qual trabalha o Copom contempla hipótese de continuidade de recuperação da atividade, com assimetria ainda acentuada entre os blocos econômicos, e em ritmo mais moderado do que o esperado quando da publicação do último Relatório. Essa avaliação é suportada, entre outros fatores, pela interrupção de importantes cadeias produtivas em decorrência dos eventos trágicos ocorridos no Japão em março deste ano.

Do lado interno, o Copom pondera que o principal risco é de que o aumento da inflação nos últimos meses

seja transmitido ao cenário prospectivo, em contexto de estreita margem de ociosidade nos mercados de fatores – em especial no de trabalho – e de descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Esse risco pode se agravar pela presença, na economia, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação.

Sobre o fator capital, depois de acentuado recuo em função da crise de 2008/2009, a taxa de investimento – proporção da FBCF em relação ao PIB – se recuperou de forma vigorosa, embora ainda se encontre em nível inferior ao verificado antes da crise internacional. Considerando-se o acumulado em quatro trimestres, a taxa de investimento no primeiro trimestre de 2011 alcançou 18,5%. A combinação do ritmo mais moderado de crescimento da demanda agregada e de recuperação dos investimentos tem se manifestado em valores relativamente estáveis para o Nuci industrial, depois de acentuado crescimento em 2009 e início de 2010.

O Copom avalia que um risco muito importante para a dinâmica dos preços ao consumidor advém da dinâmica dos salários. De fato, haverá concentração de negociações salariais importantes no segundo semestre, quando a inflação acumulada em doze meses se encontrará em níveis próximos ao limite superior do intervalo de tolerância, não obstante as indicações de que a mesma tende a recuar a partir do último trimestre deste ano. Além disso, os aumentos previstos para o salário mínimo nos próximos anos podem impactar direta e/ou indiretamente a dinâmica dos preços ao consumidor.

Ainda sobre o fator trabalho, o mercado se mostra aquecido, a despeito de sinais bem incipientes de moderação. O nível de emprego tem crescido de forma vigorosa e gerado as mais baixas taxas de desemprego desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002). O rendimento médio real, depois de crescer de forma vigorosa em 2010, mostra certa moderação, em parte explicada pela elevação das taxas de inflação nos últimos trimestres. Um aspecto crucial em ciclos como o atual é a possibilidade de que o aquecimento no mercado de trabalho leve à concessão de aumentos reais dos salários em níveis não compatíveis com o crescimento da produtividade, o que, de acordo com algumas evidências disponíveis, aparentemente tem ocorrido em certos setores. Em ambiente de demanda aquecida, esses aumentos salariais tendem a ser repassados aos preços ao consumidor. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria, no que é respaldada pela experiência internacional, evidencia que moderação

salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

O Copom entende como relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a diminuir. Embora esteja em curso moderação, em ritmo ainda incerto, da expansão da demanda, as perspectivas para a evolução da atividade econômica doméstica seguem favoráveis, como, inclusive, sugerem informações preliminares sobre o ritmo de crescimento da economia no segundo trimestre. Essa avaliação é sustentada, entre outros, pelos sinais de que a expansão da oferta de crédito tende a persistir – embora em ritmo ainda mais moderado, em virtude de ações macroprudenciais e de ações convencionais de política monetária recentemente adotadas – tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas e pelo fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de alguma acomodação na margem. Cabe adicionar, ainda, como elemento de sustentação da demanda, o vigor mostrado pelo mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários.

O Copom entende que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase automáticos de reajuste, *de jure* e/ou *de facto*, que contribuem para prolongar, no tempo, pressões inflacionárias observadas no passado. Como indicado pela literatura e pela experiência internacional, mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduzem a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. De modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o "ponto de partida" da taxa de inflação em ciclos de moderação econômica e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo e elevam os custos da desinflação. Nesse contexto, os riscos associados aos mecanismos de indexação tornam-se particularmente importantes em circunstâncias como a atual, quando a inflação acumulada em doze meses se posicionou acima da trajetória de metas.

O Copom avalia que o comportamento recente dos preços no atacado, principalmente de produtos agrícolas, contribui para arrefecer pressões inflacionárias no curto prazo, mas, em uma perspectiva mais abrangente, os preços no atacado permanecem como fator de risco para a inflação no médio prazo. As evidências indicam presença de defasagens

entre variações de preços no atacado (preços ao produtor) e seu eventual repasse para os preços ao consumidor – como detalhado no boxe "Repasse de Choques de Preços no Atacado para o Varejo" do Relatório de Inflação de março de 2010. Dessa forma, presumivelmente, parcela dos efeitos de moderação dos preços ao produtor no bimestre abril/maio ainda estaria por ser transmitida aos preços ao consumidor. Por outro lado, como no acumulado em doze meses a variação dos preços no atacado ainda se encontra em patamar elevado, tende a impactar negativamente a inflação ao consumidor em prazos mais longos, haja vista a prática de indexação de importantes preços ao consumidor à variação dos índices gerais de preços. De qualquer maneira, conforme destacado em Relatórios anteriores, o Comitê avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna, e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

O Copom entende que outra fonte de risco está no comportamento das expectativas de inflação. Embora reconheça que houve certa acomodação na dinâmica das expectativas de inflação coletadas pelo Gerin para 2011, o Comitê avalia que existe o risco de que os níveis elevados da inflação mensal e da acumulada em doze meses verificados desde o final de 2010 continuem a influenciar as expectativas de inflação, tornando sua dinâmica mais persistente.

No que se refere à política fiscal, o Copom avalia que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação apresentadas na próxima seção, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. Importante destacar que o Comitê reafirma que seu cenário prospectivo central está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais. A propósito, desde o início deste ano, importantes decisões de contenção do gasto governamental foram tomadas e executadas, as quais reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal.

Para o Copom, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação, quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. O dinamismo do mercado de crédito tem

determinado crescimento contínuo da relação crédito/PIB, o que, entre outros fatores, contribui para ampliar o poder da política monetária no Brasil. Por outro lado, a fragilidade observada em algumas economias maduras, combinada com as perspectivas favoráveis para a economia brasileira, tem determinado a entrada de intensos fluxos de recursos estrangeiros no Brasil, sendo que parte desses recursos tem sido canalizada para o mercado de crédito. Nesse sentido, se em excesso, a entrada de capitais externos tende a enfraquecer o canal do crédito, ao suavizar sua contribuição para a contenção da demanda agregada, bem como causar distorções nos preços de ativos domésticos.

O Copom avalia que a moderação da expansão do mercado de crédito constitui elemento importante para que se concretize seu cenário central. A esse respeito, considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito. Em relação ao quadro vigente no último Relatório, prevalece a visão de que houve aumento na probabilidade de concretização da hipótese de moderação da expansão do mercado de crédito de um modo geral. A propósito, informações disponíveis evidenciam alterações importantes tanto nos preços e prazos praticados quanto nas quantidades de recursos transacionados no mercado de crédito, após a introdução das iniciativas macroprudenciais.

Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Desde o último Relatório, no âmbito externo, as evidências apontam para moderação no processo de recuperação em que se encontram as economias do G3 e, em outra perspectiva, ainda revelam influência ambígua sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudencias e, principalmente, ações convencionais de política monetária recentemente implementadas ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Embora as incertezas elevadas e crescentes que cercam o cenário global e, em escala bem menor, o cenário doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões inflacionárias recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação mostra sinais mais favoráveis.

Neste contexto, o Copom decidiu, por cinco votos a favor e dois votos pelo aumento da taxa Selic em 0,50 p.p., elevar a meta para a taxa Selic, de 11,75%, para 12,00%; e, por unanimidade, de 12,00% para 12,25% a.a.,

sem viés, nas reuniões de abril e junho, respectivamente. Considerando o balanço de riscos para a inflação, o ritmo ainda incerto de moderação da atividade doméstica, bem como a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a implementação de ajustes das condições monetárias por um período suficientemente prolongado continua sendo a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012.

A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, em que pese iniciativas recentes apontarem contenção das despesas do setor público, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a expansão da atividade e, consequentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de iniciativas tomadas durante a crise financeira de 2008/2009, os das recentes ações macroprudenciais e, principalmente, os das ações convencionais de política monetária implementadas neste ano. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal e parafiscal são parte importante 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.

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 10 de junho de 2011 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$1,60/US$, e a meta para a taxa Selic em 12,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de junho – ante R$1,65/US$ e 11,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2011. A projeção para a variação, em 2011, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, no cenário de referência, é de 4,6%, ante 4,0% considerada no último Relatório. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2011, nas hipóteses de variação de 4,0% nos preços da gasolina; de estabilidade nos preços do gás de bujão; de variação de 2,8% nos preços da eletricidade; e de 2,9% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as

projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2012 é de 4,3%, ante a de 4,4% utilizada no Relatório de março de 2011, e para 2013 encontra-se em 4,4%, ante 4,3% considerada no último Relatório.

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 se reduziram, em comparação com os valores divulgados no Relatório de Inflação de março de 2011. Para o último trimestre de 2011, passaram de R$1,70/US$ para R$1,60/US$ e, para o último trimestre de 2012, de R$1,75/US$ para R$1,69/US$. Para o segundo trimestre de 2013, projetam taxa de câmbio média de R$1,72/US$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas, para 2012, elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2011, a taxa média manteve-se em 12,50% a.a., e, para o último trimestre de 2012, deslocou-se de 11,33% a.a. para 12,42% a.a. Para o segundo trimestre de 2013, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,73% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 72 p.b. e de -28 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (12,25% a.a.), no quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 4,6% e de 4,5% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2011 e em 2012, respectivamente, e de 4,5% para 2013.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento da meta de superávit primário de R$117,9 bilhões (cerca de 2,9% do PIB), sem ajustes, em 2011, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário de R$139,8 bilhões (cerca de 3,1% do PIB) em 2012, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2012, inclusive no que se refere ao aumento projetado para o salário mínimo.

Cabe informar ainda que, no conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro de 2010.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (10 de junho de 2011), foram construídas as 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.

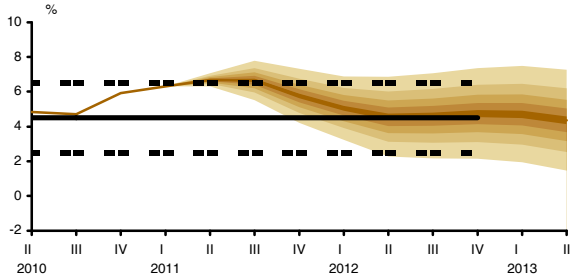
A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,8% em 2011, 0,2 p.p. maior do que a projetada no Relatório de março de 2011. Conforme o Gráfico 6.5, segundo o cenário de referência, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN até o primeiro trimestre de 2012, e se posiciona ao redor desse valor nos dois trimestres posteriores. De acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 6,7% no segundo trimestre de 2011, mantém-se neste patamar no terceiro, recua no quarto e encerra o ano em 5,8%. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2012 encontra-se em 5,1%, recua para 4,6% no segundo e terceiro trimestres, e encerra o ano em 4,8%. O recuo da projeção de inflação em 2012, em comparação a 2011, reflete, em parte, os efeitos das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro último e, principalmente, da elevação da taxa básica de juros determinada pelo Copom em suas quatro últimas reuniões. Ainda segundo o cenário de referência, no primeiro e segundo trimestres de 2013, a projeção se encontra em 4,7% e 4,4%, respectivamente.

Cabe informar, ainda, que a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2011, segundo o cenário de referência, situa-se em 22%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 14%.

No cenário de mercado, a previsão de 5,8% para a inflação em 2011 é igual à associada ao cenário de referência e 0,2 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Conforme se pode inferir do Gráfico 6.6 e da Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses segue padrão semelhante ao observado no cenário de referência. No cenário de mercado, a projeção parte de 6,7% no segundo trimestre de 2011, desloca-se para 6,6% no terceiro trimestre, e encerra o ano em 5,8%. Para 2012, a projeção encontra-se em 5,1% no primeiro trimestre, passa para 4,6% e 4,7% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,9%. Para o primeiro e segundo trimestres de 2013, a projeção se encontra em 4,9% e 4,5%, respectivamente.

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 12,25% a.a. (cenário de referência)

Leque de inflação



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

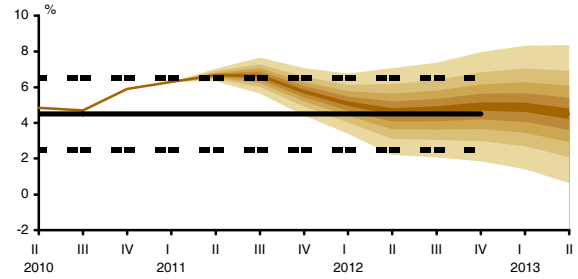
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 12,25% a.a.
(Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade 50%		30%		10%		Projeção central
2011 2	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,7
2011 3	6,2	6,4	6,6	6,7	6,9	7,1	6,7
2011 4	5,1	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	5,8
2012 1	4,3	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	5,1
2012 2	3,6	4,0	4,4	4,7	5,1	5,5	4,6
2012 3	3,6	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6	4,6
2012 4	3,7	4,1	4,6	4,9	5,4	5,8	4,8
2013 1	3,6	4,1	4,5	4,9	5,4	5,8	4,7
2013 2	3,2	3,7	4,1	4,6	5,0	5,5	4,4

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

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

Leque de inflação



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

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 50%		Intervalo de probabilidade 30%		Intervalo de probabilidade 10%		Projeção central
2011 2	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,7
2011 3	6,2	6,4	6,6	6,7	6,9	7,1	6,6
2011 4	5,2	5,4	5,6	5,9	6,1	6,3	5,8
2012 1	4,4	4,7	4,9	5,2	5,5	5,8	5,1
2012 2	3,6	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	4,6
2012 3	3,6	4,1	4,5	4,9	5,3	5,8	4,7
2012 4	3,7	4,2	4,7	5,1	5,6	6,2	4,9
2013 1	3,4	4,1	4,6	5,1	5,7	6,3	4,9
2013 2	2,9	3,6	4,2	4,8	5,4	6,1	4,5

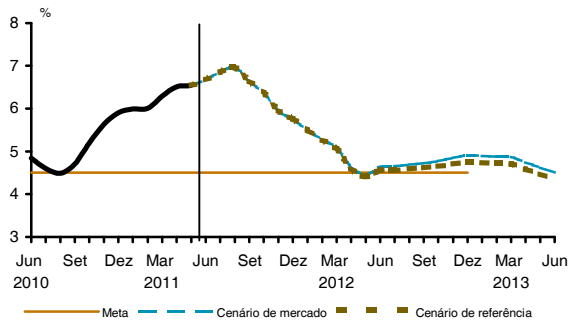
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de março de 2011

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2011 I	6,2	6,2
2011 II	6,4	6,4
2011 III	6,6	6,6
2011 IV	5,6	5,6
2012 I	4,8	4,8
2012 II	4,4	4,4
2012 III	4,4	4,4
2012 IV	4,6	4,6
2013 I	4,5	4,5

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



Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2011 situa-se em 18%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 20%.

As trajetórias das projeções no cenário de referência e no de mercado se aproximam em 2011. Isso, em parte, decorre de o efeito decorrente da diferença entre as respectivas trajetórias para a taxa de juros sobre a inflação se manifestar com defasagens. De fato, em 2012, as trajetórias gradualmente se afastam, haja vista que o efeito decorrente da diferença entre as respectivas trajetórias para a taxa de juros, em certa medida, é menor do que o efeito decorrente da diferença entre as respectivas trajetórias de taxa de câmbio. De modo geral, as projeções para a inflação se elevaram em comparação aos números constantes do último Relatório, e se encontram acima do valor central da meta ao final de 2011 e 2012.

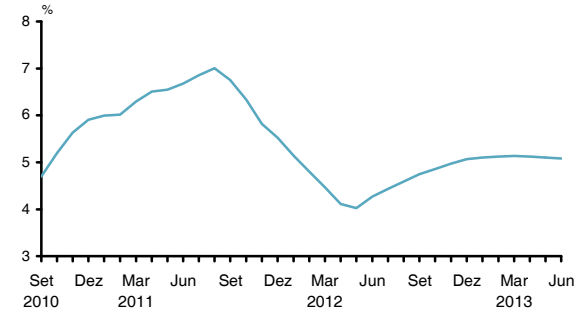
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – estas últimas constantes da Tabela 6.3 – mostra, para o cenário de referência, elevação nas projeções ao longo de 2011 refletindo, em parte, as taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2012, o movimento reflete, em parte, expectativas de inflação mais elevadas. Em relação ao primeiro trimestre de 2013, a elevação das projeções de inflação está, em parte, associada à inércia decorrente da maior inflação projetada para o último trimestre de 2012, em comparação ao valor projetado no último Relatório. No cenário de mercado, as mudanças nas projeções, em relação ao Relatório de março de 2011, também refletem os mesmos motivos.

O Gráfico 6.7 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o segundo trimestre de 2013, e a trajetória de metas. Até maio de 2011, 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. As projeções se posicionam acima do valor central da meta ao longo de 2011. Em ambos os cenários, a trajetória indica redução da inflação acumulada em doze meses no quarto trimestre de 2011, comportamento também observado no primeiro e segundo trimestres de 2012. No último trimestre de 2012, em ambos os cenários, a trajetória se posiciona acima do valor central da meta.

Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente; e a trajetória de juros coletada pelo Banco Central, a projeção de inflação se encontra em 5,8% para 2011 e em 4,7% para 2012. No segundo trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,3%.

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.8. Até maio de 2011, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Quando comparadas com os dados do Relatório anterior, assim como ocorre, em geral, nas projeções para os cenários de referência e de mercado, nos modelos VAR observa-se elevação das previsões para a inflação acumulada em doze meses ao longo de 2011. As previsões para 2012, em geral, se reduzem em comparação com as divulgadas no Relatório anterior. As previsões dos modelos VAR, em comparação com 2011, reduzem-se no primeiro trimestre de 2012, e revertem o movimento de queda no segundo trimestre. A seguir, elevam-se no terceiro e quarto trimestres de 2012, até convergir para a média incondicional da inflação ao final do horizonte considerado.

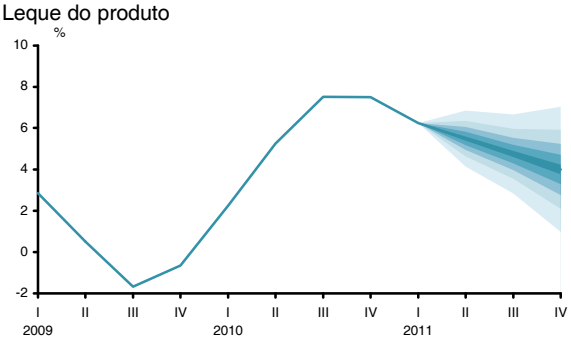
Gráfico 6.8 – Projeção de inflação: modelos VAR



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

O Gráfico 6.9 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento 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 do PIB previsto para 2011 é de 4,0%, mesmo valor projetado no Relatório de Inflação de março de 2011.

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 12,25% a.a.
Cenário de referência
Leque do produto



Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos

Conforme ocorre na maioria dos bancos centrais, o Banco Central do Brasil utiliza um conjunto de modelos para dar suporte ao processo de formulação e de implementação da política monetária. Entre esses modelos encontram-se: (i) modelos com maior fundamentação estatística (os modelos de Vetores Autoregressivos – VARs); (ii) modelos semiestruturais de pequeno porte; (iii) modelos semiestruturais de médio porte; e (iv) modelo microfundamentado de médio porte (SAMBA) – cuja estrutura é semelhante à dos modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (Modelos DSGE). Desde a introdução do regime de metas para a inflação, em 1999, os modelos semiestruturais de pequeno porte têm sido a principal ferramenta de análise das perspectivas de inflação. Ao longo do tempo, o Banco Central tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al*. (2000) e publicações posteriores (por exemplo, Banco Central do Brasil (2001), Lima *et al*. (2011)).

Visando manter o nível de transparência de suas ações de política monetária, neste boxe o Banco Central atualiza as informações sobre os modelos pequenos, tomando como base as revisões periódicas mais recentes[1]. A estrutura básica dessas ferramentas é constituída por uma curva de Phillips para a inflação de preços livres, a qual representa o lado da oferta da economia; uma curva IS descrevendo a dinâmica do hiato do produto e representando a demanda agregada;

1/ Para maiores informações sobre os VARs, vide boxe "Modelos de Vetores Autoregressivos" (*Relatório de Inflação* de junho de 2010); sobre um dos modelos médios semiestruturais, vide Minella e Souza-Sobrinho (2009); e sobre o modelo médio SAMBA *(Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach)*, vide Castro *et al*. (2011). O Banco Central também dispõe de modelos auxiliares, incluindo modelos de preços administrados, discutidos no boxe "Projeções de Preços Administrados" (*Relatório de Inflação* de dezembro de 2010), modelos de inflação setorial descritos no boxe "Previsão de Inflação com Curvas de Phillips com Preços Desagregados" (*Relatório de Inflação* de março de 2010), bem como modelos que tentam capturar o efeito de medidas macroprudenciais como o discutido no boxe "Medidas Macroprudenciais – Impactos dos Recolhimentos Compulsórios" (*Relatório de Inflação* de junho de 2011).

e uma equação que descreve a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros, pela relação entre a taxa de juros de curto prazo (Selic) e a taxa de juros de longo prazo (*swap* pré-DI de 360 dias).

Mudanças estruturais experimentadas pela economia brasileira no início do regime de metas para a inflação, bem como amostras de tamanho limitado, dificultavam, à época, a identificação de parte dos parâmetros dos modelos por estimações econométricas, de modo que, em alguns casos, recorria-se à calibração. A consolidação do regime de metas e o alongamento do período amostral, entretanto, têm permitido identificar os parâmetros dos modelos utilizando técnicas econométricas de estimação conjunta. A incorporação periódica de novos dados ao processo de estimação tem tornado as especificações cada vez mais robustas, com o consequente incremento da estabilidade dos parâmetros.

As estimações mais recentes introduziram, entre outras, duas mudanças relevantes. Primeiro, a inclusão de novas variáveis de controle em cada uma das três principais equações dos modelos, o que permitiu aperfeiçoar as especificações. Tais aperfeiçoamentos não implicaram mudanças significativas na estrutura das equações, uma evidência da robustez do núcleo básico dos modelos. Entretanto, as regressões com os novos controles resultaram em resíduos com propriedades adequadas (i.e., compatíveis com as hipóteses econométricas dos modelos) e, além disso, a variância dos parâmetros estimados diminuiu. Segundo, o hiato do produto calculado com base na Utilização da Capacidade Instalada (UCI) divulgada pela Fundação Getulio Vargas (FGV) passou a ser a medida *benchmark*, em substituição à medida construída com base na UCI divulgada pela Confederação Nacional da Indústria (CNI)[2].

2/ O hiato baseado na UCI-CNI, e os modelos que consideram essa medida, permanecem, respectivamente, fazendo parte dos conjuntos de informações e de ferramentas utilizadas pelo Banco Central. Para uma discussão mais detalhada acerca das medidas de hiato utilizadas pelo Banco Central, ver os boxes "Hiato do Produto – Atualização e Aperfeiçoamentos" (*Relatório de Inflação* de março de 2010); e "Hiato do Produto – Estimações Recentes" (*Relatório de Inflação* de março de 2011).

As especificações mais recentes, incluindo as novas variáveis de controle, são descritas a seguir. A curva de Phillips para a inflação de preços livres é dada por:

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

em que π_t^L é a inflação de preços livres do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), $E_t\pi_{t+i}$ é a expectativa corrente acerca da inflação *i* trimestres à frente, coletada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), π_t é a inflação plena medida pela variação do IPCA, π_t^* é a inflação de produtos importados medida pela variação do Índice de Preços ao Produtor dos Estados Unidos (PPI *all commodities*) e expressa em moeda nacional, h_t é uma medida do hiato do produto, $Z_t^{\pi,n}$ é a variável de controle *n*, e ε_t é um termo de erro.

Os parâmetros estimados satisfazem à seguinte restrição:

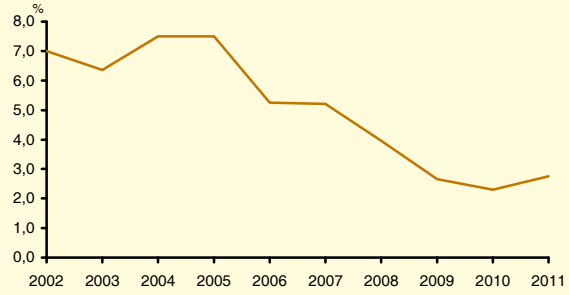
$$\sum_{i>0}\alpha_{1i} + \sum_{j>0}\alpha_{2j} + \sum_{k\geq 0}\alpha_{3k} = 1$$

o que implica verticalidade da curva de Phillips no longo prazo. Importante destacar que a soma dos parâmetros associados ao repasse de variações cambiais para a inflação vem apresentando tendência declinante ao longo do tempo, conforme mostra o Gráfico 1. De fato, estimam-se, para anos recentes, valores próximos da metade dos valores estimados para 2004/2005.

Em relação às variáveis de controle, tratam-se de *proxies* para choques de oferta, tais como inovações nos preços de *commodities* – medidos pelo índice *Commodity Research Bureau* (CRB) em moeda nacional –, inovações no preço internacional do petróleo (em reais), e no descasamento entre índices de preços por atacado e índices de preços ao consumidor. Observe-se que as condições de verticalidade da curva de Phillips não são afetadas pela inclusão das novas variáveis de controle, tendo em vista que a média não condicional de tais variáveis é nula, por construção.

Gráfico 1 – Evolução da soma dos coeficientes de repasse cambial

Média dos modelos pequenos, em percentual[1/]



1/ Os valores de 2011 são baseados em estimativas até o mês de abril.

A curva IS, por sua vez, descreve a dinâmica do hiato do produto como função das suas próprias defasagens e da taxa real de juros, a saber:

$$(2)\quad h_t = \beta_0 + \sum_{i>0} \beta_{1i} h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2j} r_{t-j} + \sum_{k\geq 0} \sum_{n} \beta_{3k}^{n} Z_{t-k}^{h,n} + u_t,$$

em que r_t é a taxa de juros real, medida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*, $Z_t^{h,n}$ é a variável de controle *n* e u_t é o termo de erro.

Entre as variáveis de controle consideradas, incluem-se as inovações que capturam mudanças não antecipadas na política fiscal, que são ao mesmo tempo *proxies* para choques de demanda. Como as variáveis de controle que afetam a equação (2) possuem média nula no longo prazo, não afetam a taxa de juros de equilíbrio implicada pela curva IS.

Tendo em vista a incerteza que geralmente envolve as estimativas de variáveis não observáveis, também foram consideradas especificações com imposição de valores de taxas de equilíbrio, dentro de intervalos sugeridos por estudos específicos. Essas restrições, entretanto, não implicaram alterações significativas nas especificações, uma evidência adicional da robustez da estrutura básica dos modelos. Ademais, como as restrições testadas refletem o comportamento mais recente da economia brasileira, o qual aponta tendência de redução das taxas de juros reais, a não rejeição das especificações restritas sugere que a taxa de juros de equilíbrio se encontra em patamares inferiores àqueles estimados há alguns anos[3].

Conforme ressaltado no boxe "Poder da Política Monetária no Brasil" (*Relatório de Inflação* de junho de 2010), o desenvolvimento do mercado de crédito e o alongamento dos prazos dos contratos financeiros, entre outros fatores, vêm contribuindo para aumentar a eficácia da política monetária no Brasil. A propósito, os parâmetros estimados corroboram essa visão.

3/ Sobre taxa de equilíbrio, ver, por exemplo, o boxe "Taxa de Juros Real de Equilíbrio" (*Relatório de Inflação* de setembro de 2010).

A terceira das três principais equações dos modelos de pequeno porte, a curva de juros, modela o *spread* entre a taxa longa (*swap*) e a taxa curta (Selic) como função dos movimentos da inflação esperada, do prêmio de risco, da dinâmica do hiato do produto, e de variáveis adicionais de controle:

$$(3)\quad Swp_t - S_t = \gamma_0 + \sum_{i>0} \gamma_{1i}\left(Swp_{t-i} - S_{t-i}\right) + \sum_{j>0} \gamma_{2j}\left(E_t\pi^4_{t+j} - E_{t-1}\pi^4_{t+j}\right) + \\ + \sum_{k>0} \gamma_{3k}\Delta h_{t-k} + \sum_{l>0} \gamma_{4l}\Delta X_{t-l} + \sum_{m\geq 0}\sum_{n} \gamma^n_{5m} Z^{Swp,n}_{t-m} + v_t,$$

em que Swp_t é a taxa *swap* nominal pré-DI de 360 dias, S_t é a taxa Selic, $E_t\pi^4_{t+j}$ é a expectativa de inflação em *t* para os quatro trimestres seguintes, coletada pela pesquisa do Gerin com os participantes de mercado, Δh_{t-k} é a variação do hiato do produto, ΔX_t é a variação do prêmio de risco medido pelo Embi Brasil, $Z^{Swp,n}_t$ é a variável de controle *n* e v_t é um termo de erro.

O termo do hiato na equação (3) visa capturar os efeitos sobre a taxa *swap* de elevações futuras na taxa Selic, em resposta a pressões correntes de demanda, não refletidas nas expectativas de inflação. Por sua vez, as variáveis de controle incluem medidas que capturam os efeitos de ações de política e choques que impactam diretamente as decisões do sistema bancário doméstico, tais como variações nos requerimentos de capital dos bancos e variações nos recolhimentos compulsórios. Como nas equações (1) e (2), as variáveis de controle consideradas na equação (3) não afetam o equilíbrio de longo prazo do modelo.

Em resumo, visando manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, elemento-chave no regime de metas para a inflação, este boxe atualiza as informações sobre os modelos de projeção utilizados pelo Banco Central. Cabe notar que as revisões mais recentes, base para elaboração do boxe, foram feitas com amostra de dados que se restringe ao período de vigência do regime de metas para a inflação.

Referências

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central". *Relatório de Inflação*, junho 2001.

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

LIMA, E., ARAÚJO, F., e COSTA E SILVA, J. (2011). "Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil", in *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2009)*. http://www.bcb.gov.br/?LIVRO10ANOSMI.

MINELLA, A., SOUZA-SOBRINHO, N. (2009). "Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model". *BCB Working Paper Series*, nº. 181.

Medidas Macroprudenciais – Impactos dos Recolhimentos Compulsórios

A partir da década de 80, quando boa parte dos bancos centrais começou a abandonar a ideia de controle de agregados monetários, os recolhimentos compulsórios se tornaram menos importantes como instrumento de política monetária. Desde essa época, as taxas de juros de curto prazo se tornaram o instrumento de política por excelência para a maioria dos bancos centrais. Esse processo se aprofundou à medida que novos arcabouços de política monetária eram adotados, como os sistemas de metas para a inflação. Várias economias maduras chegaram a eliminar por completo os requerimentos compulsórios (por exemplo, Reino Unido, Canadá e Austrália), enquanto outras os mantiveram, com alíquotas reduzidas (Japão)[1]. Muitos países emergentes, no entanto, continuaram a utilizar os recolhimentos compulsórios como instrumento de política monetária auxiliar à taxa de juros de curto prazo[2].

A crise financeira internacional de 2008/ 2009, entretanto, fez ressurgir o debate sobre instrumentos de política. Formuladores de política têm reforçado a orientação de arcabouço regulatório e de supervisão via medidas macroprudenciais (ou de foco sistêmico), bem como começado a indagar se a estabilidade financeira pode ser alcançada sem um suporte mais ativo de políticas macroeconômicas. Adicionalmente, tem-se discutido o uso de políticas macroprudenciais como instrumento complementar, embora acessório, no controle da demanda agregada. Sob o arcabouço macroprudencial, a utilização de recolhimentos compulsórios seria adequada para

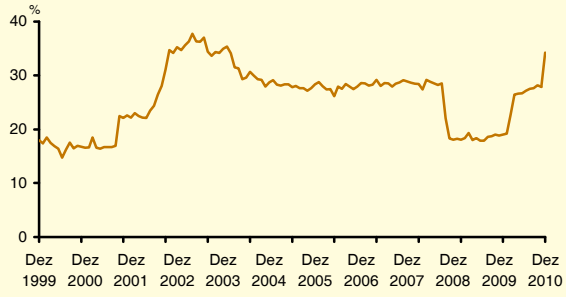
1/ Referências recentes do emprego de recolhimentos compulsórios em diferentes países são OBrien (2007), para países da OCDE, Montoro e Moreno (2011) na América do Sul, e, em certa medida, Ho (2008), para a Ásia.

2/ São exemplos Colômbia, Peru, Turquia, Rússia, Indonésia e Índia. Uma exceção importante é a China, onde os recolhimentos compulsórios são o instrumento principal.

atenuar as oscilações no volume de crédito durante o ciclo econômico. Nesse contexto, recolhimentos compulsórios têm sido utilizados em diversos países emergentes, como por exemplo, China, Peru e Rússia. Conforme salientado por Montoro e Moreno (2011), a elevação da taxa de juros doméstica para controlar a inflação poderia ensejar a entrada de fluxos de capital externos, que financiariam uma expansão do crédito local e atenuariam indesejavelmente o efeito contracionista da política monetária. Em tais circunstâncias, poderia ser oportuna uma elevação das alíquotas do compulsório.

Apesar da atratividade que têm exercido junto aos formuladores de política, os recolhimentos compulsórios foram considerados, pela literatura, instrumentos pouco importantes de política monetária. Dito de outra forma, não têm sido incorporados na grande maioria dos modelos de previsão macroeconômica[3]. No entanto, conforme ressaltado anteriormente, a crise financeira internacional de 2008/2009, ao colocar os mercados financeiros em situação de estresse, exigiu que os bancos centrais fizessem uso de instrumentos não convencionais de política monetária. Nos Estados Unidos, por exemplo, tal necessidade se refletiu no *quantitative* e no *qualitative easing*. Outros países também fizeram uso do compulsório na fase aguda da crise e também posteriormente.

Gráfico 1 – Recolhimentos totais sobre soma de depósitos à vista, a prazo e de poupança



No Brasil, os recolhimentos compulsórios, entre outros, foram utilizados para fortalecer a estabilidade do sistema bancário durante a fase mais aguda da crise[4]. O Gráfico 1 apresenta a evolução da alíquota geral efetiva de recolhimentos compulsórios no Brasil desde 1999, representada pela razão entre o volume total de recolhimentos e a soma dos depósitos à vista, a prazo e de poupança[5].

Nota-se que, após sensível elevação no período que antecedeu as eleições presidenciais de 2002, as alíquotas dos recolhimentos se mantiveram

3/ Uma exceção é dada por Vargas *et al*. (2010), que avaliam a influência dos recolhimentos compulsórios sobre inflação e produto na Colômbia.
4/ Dawid e Takeda (2010) avaliam o impacto dessas ações sobre o crédito.
5/ A base de incidência dos recolhimentos compulsórios se estende além dessas três categorias de depósitos. Para efeito ilustrativo, entretanto, utilizam-se apenas essas como base de comparação, já que boa parte das demais representa fração pequena do total dos depósitos ou não participou da base de incidência do compulsório durante parte significativa do período considerado.

relativamente estáveis até o último trimestre de 2008, quando o sistema bancário doméstico foi impactado pela crise financeira de 2008/2009. Entre outras iniciativas, o Banco Central reduziu as alíquotas de recolhimento para garantir liquidez e a estabilidade do sistema. Em março de 2010, teve início o processo de reversão dessas medidas, que foi completado em dezembro do mesmo ano.

Apesar do caráter macroprudencial da elevação recente dos recolhimentos compulsórios, essas ações impactam a atividade e os preços. Nesse sentido, este boxe apresenta um modelo que busca avaliar os efeitos de variações nos recolhimentos compulsórios sobre o produto e sobre a inflação. O modelo incorpora, além das variáveis usuais (inflação, produto, taxas de juros e de câmbio), a alíquota geral dos recolhimentos compulsórios, além de volume e nível de taxas de juros observados no segmento de crédito livre[6]. As equações foram estimadas uma a uma pelo método de mínimos quadrados em dois estágios, e a amostra cobre o período que se estende do terceiro trimestre de 1999 ao primeiro de 2011.

A forma funcional das principais equações é dada a seguir[7]:

$$(1)\ \pi_t = \beta_0^{\pi} + \beta_1^{\pi}\left(\frac{1}{4}\sum_{i=1}^{4}\pi_{t-i}\right) + \beta_2^{\pi} s_{t-1} + \left(1-\beta_1^{\pi}-\beta_2^{\pi}\right)\left(\frac{1}{4}\sum_{i=1}^{4}\pi_{t+i}\right) + \beta_3^{\pi} h_t + \varepsilon_t^{\pi}$$

$$(2)\ \frac{1}{4}r_t = \beta_0^{r} + \beta_1^{r}\left(\frac{1}{4}r_{t-1}\right) + \beta_2^{r}\left(\frac{1}{4}r_{t-2}\right) + \left(1-\beta_1^{r}-\beta_2^{r}\right)\left[\beta_3^{r}\frac{1}{4}\left(\pi_t^{e}-\overline{\pi}_t\right) + \beta_4^{r} h_{t-1}\right] + \varepsilon_t^{r}$$

$$(3)\ h_t = \beta_0^{h} + \beta_1^{h} h_{t-1} + \beta_2^{h} h_{t-1} - \beta_3^{h}\left[\frac{1}{4}\left(r_{t-1}^{S} - \sum_{i=0}^{3}\pi_{t+i}\right)\right] + \beta_4^{h} l_{t-1} + \varepsilon_t^{h}$$

$$(4)\ \frac{1}{4}\left(r_t^{S} - r_t\right) = \beta_0^{r^S} + \beta_1^{r^S}\left[\frac{1}{4}\left(r_{t-1}^{S} - r_{t-1}\right)\right] + \beta_2^{r^S}\left[\frac{1}{4}\left(r_{t-2}^{S} - r_{t-2}\right)\right] + \beta_3^{r^S}\left[\frac{1}{4}\left(r_{t-3}^{S} - r_{t-3}\right)\right] +$$

$$+ \beta_4^{r^S}\Delta h_{t-1} + \beta_5^{r^S}\left(\frac{1}{4}\Delta\pi_t^{e}\right) + \varepsilon_t^{r^S}$$

6/ Mais especificamente, saldo consolidado das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros.

7/ Além dessas quatro equações, há equações autoregressivas para meta para a inflação, prêmio de risco da dívida soberana (Embi), taxa de juros externa (*fed funds*) e alíquota efetiva de compulsório, bem como versão da paridade descoberta da taxa de juros (UIP) para a taxa de câmbio nominal, em que esta depende do diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa e do Embi.

Nas equações acima, π_t representa a inflação trimestral medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); π_t^e representa a expectativa de inflação coletada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin); h_t uma medida do hiato do produto; r_t a taxa Selic; s_t a variação da taxa de câmbio nominal; $\overline{\pi}_t$ a meta de inflação; r_t^S a taxa do *swap* DI x Pré de 360 dias; r_t^* e s_t^* representam a taxa de juros externa e o prêmio de risco soberano, respectivamente; l_t a taxa de crescimento do volume no segmento de crédito livre. Com exceção da inflação, as demais taxas são expressas em percentuais ao ano.

A inflação segue uma curva de Phillips usual (equação (1)) e sofre influência da taxa de câmbio e do hiato do produto, bem como das expectativas de inflação e da inflação passada. A taxa básica de juros doméstica (Selic), representada na equação (2), segue uma regra de Taylor que leva em conta a expectativa de inflação e o hiato do produto. O hiato do produto, dado pela equação (3), é afetado tanto pela taxa *swap* quanto pela taxa de crescimento do volume total do crédito. Ou seja, a transmissão da política monetária se faz via curva de juros e mercado de crédito. A curva de juros (equação (4)) relaciona a taxa de curto prazo (Selic) com a taxa *swap*, sendo também afetada pela dinâmica do hiato do produto e das expectativas de inflação.

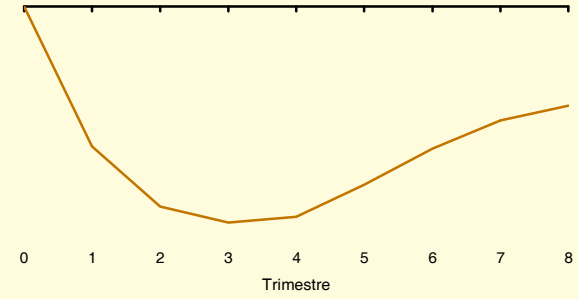
De acordo com o modelo, os recolhimentos compulsórios afetam diretamente tanto as taxas de empréstimo quanto as taxas de crescimento dos volumes de crédito com recursos livres. Essas relações foram estimadas separadamente. Eliminando-se a taxa de empréstimo dessas relações, a dinâmica do mercado de crédito pode ser representada mais concisamente na forma reduzida, dada pela equação (5):

$$(5)\quad l_t = \beta_0^L + \sum_{i=1}^{3} \beta_{1,i}^L l_{t-i} + \sum_{i=0}^{3} \beta_{2,i}^L rr_{t-i} + \beta_3^L \left(\frac{1}{4} r_t^S \right) + \eta_t^L$$

em que rr_t representa a alíquota efetiva de recolhimentos compulsórios e η_t^L representa o termo de erro em sua forma reduzida. Nessa equação, a soma $\sum_{i=0}^{3} \beta_{2,i}^L$ dos coeficientes associados às

alíquotas de compulsório é negativa, bem como o coeficiente β_3^L associado à taxa *swap*. Ou seja, alíquotas maiores do recolhimento compulsório e taxas *swap* mais elevadas resultam em taxas menores do crescimento do crédito.

Gráfico 2 – Efeito sobre a inflação de uma elevação permanente de R$69 bilhões nos recolhimentos compulsórios



O Gráfico 2 mostra o resultado de uma aplicação do modelo. No exercício, computou-se a resposta da inflação a um choque permanente na alíquota de recolhimento compulsório, equivalente a uma elevação de R$69 bilhões no volume total de recolhimentos, valor atual estimado decorrente das alterações regulatórias de dezembro de 2010. De acordo com a simulação, o impacto máximo sobre a taxa de inflação ocorreria no terceiro/quarto trimestre após a alteração da alíquota de recolhimento[8].

Em suma, os recolhimentos compulsórios têm crescentemente sido vistos como um instrumento macroprudencial e, assim, são úteis para suavizar o crescimento do crédito, bem como para compensar condições financeiras mais severas no sistema bancário durante períodos de tensão financeira, como visto na recente crise internacional de 2008/2009. Além disso, de acordo com o modelo apresentado neste boxe, variações nos recolhimentos compulsórios repercutiriam sobre a demanda agregada e a inflação.

Referências

DAWID, Paulo E.; TAKEDA, Tony. Liberação de Compulsórios, Crédito Bancário e Estabilidade Financeira no Brasil. Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária 2009.

HO, Corinne. Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond. BIS Working Papers no 253, June 2008.

MONTORO, Carlos; MORENO, Ramon. The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. BIS Quarterly Review, March 2011.

8/ Outras especificações do modelo e outros intervalos amostrais foram utilizados, mas, via de regra, os resultados não diferiram significativamente.

OBRIEN, Y. Y. C. Reserve Requirement System in OECD Countries. Finance and Economics Discussion Series 2007-54, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2007.

VARGAS, H., VARELA, C., BETANCOURT, Y. R., RODRIGUEZ, N. Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: The Case of Colombia. Borradores de Economia, Banco de La Republica de Colombia, nº 587, Feb 2010.

Indicadores das Condições de Crédito no Brasil

Com o intuito de aprimorar os instrumentos de avaliação do cenário macroeconômico, o Banco Central do Brasil desenvolveu indicadores de condições do crédito para o Brasil. Com esses indicadores, busca-se identificar tempestivamente tendências para o mercado de crédito bancário como um todo, do lado da oferta e da demanda, com a coleta de informações a respeito da percepção dos agentes econômicos sobre esse mercado, a exemplo do que já é feito em outros países[1]. Em geral, uma pesquisa de condições de crédito é baseada em respostas qualitativas obtidas a partir da aplicação de questionário trimestral sobre as condições de crédito que prevaleceram no trimestre anterior e sobre expectativas de evolução do crédito para o próximo trimestre.

Este boxe objetiva apresentar sucintamente a metodologia e os resultados da primeira pesquisa/coleta de informações sobre condições de crédito realizada no Brasil, entre 23 de março e 8 de abril de 2011[2], com os conglomerados e instituições financeiras mais representativas de cada um dos quatro segmentos de crédito – grandes empresas; micro, pequenas e médias empresas; crédito ao consumo de pessoas físicas; e crédito habitacional[3]. O questionário da pesquisa/consulta é composto por seis grupos de perguntas, sendo três relacionados à oferta de crédito, dois à demanda e um à aprovação de novas linhas de crédito.

1/ Estados Unidos da América (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Pratices*), Reino Unido (inicialmente denominado de *Survey of Mortgage Lenders* e, posteriormente, de *Credit Conditions Survey*), Japão (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Pratices*), Chile (*Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares de Aprobación en el Mercado del Crédito Bancario*), além da União Europeia (*Bank Lending Survey for the Euro Area*).

2/ Cabe ressaltar que, em decorrência do período de realização da pesquisa, as respostas não incorporam a elevação da alíquota de IOF nas operações para pessoa física anunciada em 8 de abril de 2011.

3/ Os respondentes de cada segmento representam, no mínimo, 95% do total do segmento.

Embora a essência dessas pesquisas, em diversos países, seja a mesma, como pode ser visto na Tabela 1, sua estrutura e conteúdo variam em função de diferentes segmentações de mercado e de diferentes modalidades de empréstimos e financiamentos existentes.

Tabela 1 – Comparação internacional entre as pesquisas sobre condições do crédito bancário

País/Região	Indicadores			Observações do trimestre anterior	Expectativas do próximo trimestre	Número de instituições financeiras	Periodicidade	Início da Pesquisa	Ponderação dos indicadores por ativos
	Pessoas Jurídicas	Pessoas Físicas							
		Consumo	Imobiliário						
Brasil	x	x	x	x	x	46[a]	Trimestral	2011	Não
Chile	x	x	x	x	x	26	Trimestral	2003	Não
Espanha*	x	x	x	x	x	10	Trimestral	2003	Não
EUA	x	x	x	x		73	Trimestral	1967	Não
Europa	x[b]	x	x	x	x	86	Trimestral	2003	Sim[c]
França*	x	x	x	x	x	15	Trimestral	2006	Não
Hungria*	x[d]	x	x	x	x	7	Semestral	2002	Não
Inglaterra	x	x	x	x	x	30	Trimestral	2007	Sim
Irlanda*	x	x	x	x	x		Trimestral	2003	Não
Japão	x	x	x	x	x	50	Trimestral	2000	Não
Lituânia*	x[b]	x	x	x			Trimestral	2003	Não
Polônia*	x[b]	x	x	x	x	24	Trimestral	2004	Sim
Portugal*	x[b]	x	x	x	x	5	Trimestral	2003	Não

Fonte: Adaptado e atualizado de Jara e Silva (2007).

* Contém os resultados da pesquisa realizada pelo Banco Central Europeu.
(a) No Brasil o número de instituições variou em função do segmento. Foram 22 no segmento de grandes empresas; 40 no de micro, pequenas e médias empresas; 17 no de crédito para consumo e 8 no habitacional.
(b) Inclui pequenas e médias empresas, grandes empresas, crédito de longo prazo e crédito de curto prazo.
(c) A ponderação é utilizada para agrupar todos os países em uma única zona europeia, mas em cada país as respostas não são ponderadas.
(d) Inclui pequenas empresas, médias empresas, grandes empresas e crédito imobiliário comercial.

Os indicadores expressam, exclusivamente, as respostas fornecidas e, nesse sentido, não incluem, tal como em vários países, ponderações entre as respostas das diferentes instituições e segmentos. Entretanto, para possibilitar uma visão geral da opinião do agregado dos respondentes, foram calculados indicadores gerais por ponderação das respostas. Assim, para cada conjunto de perguntas – divididas em subgrupos relacionados à oferta de crédito, à demanda e à aprovação de novas linhas, procura-se inferir o comportamento observado nos últimos três meses (sentimento atual) e o comportamento esperado para os próximos três meses (expectativas).

Para a avaliação da oferta no segmento de crédito a grandes empresas, tal qual para cada um dos demais segmentos acima citados, foi solicitado aos participantes que avaliassem o padrão de aprovação de novas linhas de crédito, utilizando a seguinte escala: 1) consideravelmente mais restritivo (CR); 2) moderadamente mais restritivo (MR); 3) basicamente inalterado (BI); 4) moderadamente mais flexível (MF); e 5) consideravelmente mais flexível (CF). Obtidas as respostas sobre a percepção dos participantes a respeito do comportamento da oferta, visando sintetizar essa informação em um indicador, foi criada uma medida do comportamento de cada segmento *s* em cada trimestre *t*, qual seja ω_t^s .

Assim:

$$O_{bt}^s \in \{CR, MR, BI, MF, CF\}$$

$$\tilde{O}_{bt}^s = \begin{cases} -2 \text{ se } O_{bt}^s = CR \\ -1 \text{ se } O_{bt}^s = MR \\ 0 \text{ se } O_{bt}^s = BI \\ 1 \text{ se } O_{bt}^s = MF \\ 2 \text{ se } O_{bt}^s = CF \end{cases}$$

$$\omega_t^s = \sum_{b=1}^{N} \frac{\tilde{O}_{bt}^s}{N}$$

em que *N* é o número de instituições financeiras que responderam à questão; *b* é o índice que representa cada instituição financeira; O_{bt}^s corresponde a resposta da **b**-ésima instituição no trimestre *t* para a oferta do segmento *s*.

Analisando-se os resultados encontrados para o segmento de grandes empresas, observa-se que há certa estabilidade nos padrões de aprovação.

Para avaliação dos fatores que influenciaram/influenciarão a oferta de crédito, foi solicitado aos participantes que indicassem sua percepção sobre o comportamento de cada fator (Tabela 2) nos últimos três meses/para os próximos três meses[4]. Também foi solicitado que atribuíssem

4/ Utilizando-se a seguinte escala: 1) afetou/afetará consideravelmente para um cenário mais restritivo (CR); 2) afetou/afetará moderadamente para um cenário mais restritivo (MR); 3) não afetou/não afetará (NA); 4) afetou/afetará moderadamente para um cenário mais flexível (MF); e 5) afetou/afetará consideravelmente para um cenário mais flexível (CF).

nota de zero a dez para o grau de importância de cada fator listado, sendo zero para os fatores considerados irrelevantes e dez para os fatores que mais influenciam a capacidade/disposição de conceder crédito.

Tabela 2 – Fatores de oferta por segmento

PJG – Grandes empresas	PJMPM – Micro, pequenas e médias empresas	PFC – Pessoas físicas – crédito voltado ao consumo	PFH – Pessoas físicas – crédito habitacional
Condições gerais da economia doméstica	Condições específicas dos clientes	Nível de emprego / condições salariais	Nível de emprego e condições salariais
Condições específicas da indústria/setor ou da empresa	Nível de inadimplência	Nível de comprometimento da renda do consumidor/Nível de inadimplência do mercado	Evolução dos preços dos imóveis
Percepção de risco do cliente	Composição do portfólio do banco	Nível de inadimplência da carteira	Captação de novos clientes
Participação do BNDES	Competição de outros bancos	Concorrência de outros bancos	Concorrência de outros bancos
Competição de outros bancos (excetuando-se o BNDES)	Situação de capital do banco	Concorrência de instituições não bancárias	Concorrência de instituições não bancárias
Competição do mercado de capitais	Custo de *funding*	Custo/disponibilidade de *funding*	Custo/disponibilidade de *funding*
Situação de capital do banco	Condições de mercado para cessão de crédito	Nível de tolerância ao risco	Nível de tolerância ao risco
Custo de *funding*	Nível de tolerância ao risco	Mudança na composição do portfólio do banco	Mudança no portfólio do banco
Condições de liquidez do mercado doméstico	Ambiente institucional (arcabouço normativo e jurídico)	Ambiente institucional (arcabouço jurídico/regras operacionais dos órgãos)	Ambiente institucional (arcabouço normativo e/ou jurídico)
Condições de liquidez do mercado externo	Repasses do BNDES e Finame	Captação de novos clientes	Nível de comprometimento da renda do consumidor
Nível de tolerância ao risco	Captação de novos clientes		

Em relação aos fatores que afetaram/afetarão a capacidade/disposição das instituições financeiras em conceder crédito para grandes empresas nos últimos três meses/nos próximos três meses, as respostas indicam que, se por um lado existe maior grau de concorrência no mercado; por outro, fatores como o custo de *funding* e condições gerais da economia mostram tendência de redução do grau de flexibilidade (ou aumento do grau de restrição). Também merece atenção a expectativa de que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) restringiria de modo mais acentuado a oferta de crédito.

De forma análoga, a avaliação da demanda por crédito foi realizada por meio de questões qualitativas sobre como cada participante avaliava, desconsiderando-se flutuações sazonais, a demanda por linhas de crédito nos últimos três meses/para os próximos três meses. Foi solicitado aos participantes que utilizassem a seguinte escala: 1) substancialmente mais forte (SF); 2) moderadamente mais forte (MF); 3) mesmo nível (MN); 4) moderadamente mais fraca (MFc); e 5) substancialmente mais fraca (SFc).

Obtidas as respostas, foi criado um indicador de demanda de crédito d, para cada segmento s em cada trimestre t, qual seja δ_t^s .

Assim:

$$D_{bt}^s \in \{SF, MF, MN, MF_c, SF_c\}$$

$$\tilde{D}_{bt}^s = \begin{cases} -2 \text{ se } D_{bt}^s = SF_c \\ -1 \text{ se } D_{bt}^s = MF_c \\ 0 \text{ se } D_{bt}^s = MN \\ 1 \text{ se } D_{bt}^s = MF \\ 2 \text{ se } D_{bt}^s = SF \end{cases}$$

$$\delta_t^s = \sum_{b=1}^{N} \frac{\tilde{D}_{bt}^s}{N}$$

em que *N* é o número de instituições financeiras que responderam à questão; *b* é o índice que representa cada instituição financeira; D_{bt}^{s} corresponde a resposta da **b**-ésima instituição no trimestre *t* para a demanda do segmento *s*.

Assim, no segmento de grandes empresas, os resultados mostram que a demanda por linhas de crédito nos próximos três meses continuaria em ritmo relativamente forte, mas com nítida redução em relação ao trimestre passado. Houve aumento significativo no número de participantes que visualiza demanda por crédito relativamente fraca e, concomitantemente, redução no número dos que esperavam que a demanda se mantivesse no nível observado no período da consulta.

Identicamente, para avaliar que fatores afetaram/afetarão a demanda por crédito, foi

solicitado aos participantes que indicassem sua percepção para o comportamento de cada fator de demanda, conforme listado (Tabela 3) nos últimos três meses/para os próximos três meses, utilizando a seguinte escala: 1) contribuiu/contribuirá consideravelmente para redução da demanda (CR); 2) contribuiu/contribuirá moderadamente para a redução da demanda (MR); 3) não contribuiu/não contribuirá para alterar a demanda (NC); 4) contribuiu/contribuirá moderadamente para o aumento da demanda (MA); e 5) contribuiu/contribuirá consideravelmente para o aumento da demanda (CA). Além disso, foi solicitado que atribuíssem nota de zero a dez para o grau de importância de cada fator listado, sendo zero para fatores considerados irrelevantes e dez para fatores que mais influenciam a demanda por crédito.

Tabela 3 – Fatores de demanda por segmento

PJG – Grandes empresas	PJMPM – Micro, pequenas e médias empresas	PFC – Pessoas físicas – crédito voltado ao consumo	PFH – Pessoas físicas – crédito habitacional
Necessidade de capital de giro	Necessidade de capital de giro	Nível de emprego/condições salariais	Nível de emprego/condições salariais
Necessidade de investimento em ativo fixo (aumento da capacidade instalada)	Necessidade de investimento em ativo fixo (aumento da capacidade instalada)	Nível de comprometimento da renda do consumidor	Nível de comprometimento da renda do consumidor
Financiamento com capital próprio da empresa	Utilização de capital próprio	Confiança do consumidor	Confiança do consumidor
Concorrência de outros bancos	Concorrência de outros bancos	Concorrência de outros bancos	Concorrência de outros bancos
Concorrência de instituições não bancárias	Concorrência de instituições não bancárias	Concorrência de instituições não bancárias	Concorrência de instituições não bancárias
Concorrência com o mercado de capitais	Alterações regulamentares de política econômica/fiscal	Alterações regulamentares de política econômica/fiscal	Alterações regulamentares de política econômica/fiscal
Condições do mercado externo (fatores que facilitariam/dificultariam a captação no exterior)	Alteração nas taxas de juros	Alteração nas taxas de juros	Alteração nas taxas de juros
Financiamento para fusões ou aquisições	Perdas de períodos anteriores	Nível de aplicações financeiras do consumidor	Nível de aplicações financeiras do consumidor
			Evolução dos preços dos imóveis

A avaliação predominante era de que a demanda no segmento de grandes empresas estaria sendo sustentada, principalmente, pela necessidade de capital de giro, de investimento em ativo fixo (aumento da capacidade instalada) e, em segundo plano, pelo financiamento de fusões e aquisições.

Não obstante a construção de indicadores sobre condições de oferta e sobre demanda, foram feitas perguntas com o propósito de se obter uma medida mais direta do comportamento das concessões de crédito para cada segmento, ou seja, de aprovação de novas linhas. Nesse sentido, foi solicitada aos participantes uma avaliação a respeito da porcentagem de aprovação das novas linhas de crédito nos últimos três meses/para os próximos três meses utilizando a seguinte escala: 1) consideravelmente superior (CS); 2) moderadamente superior (MS); 3) basicamente inalterada (BI); 4) moderadamente inferior (MI); e 5) consideravelmente inferior (CI).

Obtidas as respostas, resumiu-se a percepção dos entrevistados a partir de um indicador de aprovação de linhas de crédito para cada segmento em cada trimestre, com ponderação similar às anteriores. De acordo com a Tabela 4, as respostas são consistentes com a avaliação de oferta praticamente estável e de demanda ainda forte, com migração de respostas que apontavam aprovação consideravelmente superior para uma expectativa mais conservadora (moderadamente superior) para os próximos meses.

Tabela 4 – Aprovação de Novas Linhas – Segmento de grandes empresas

Como você avalia a porcentagem de aprovação das novas linhas de créditos para grandes empresas demandadas nos últimos três meses e para os próximos três meses?	Comportamento nos últimos três meses	Comportamento nos próximos três meses
Consideravelmente inferior	0,0%	0,0%
Moderadamente inferior	9,1%	18,2%
Basicamente inalterada	40,9%	31,8%
Moderadamente superior	36,4%	50,0%
Consideravelmente superior	13,6%	0,0%
Indicador de Aprovação de Crédito para Grandes Empresas[1]	0,55	0,32

[1]O Indicador de "Aprovação de Crédito" varia de -2 (consideravelmente inferior) a 2 (consideravelmente superior)

Tabela 5 – Tendência esperada para cada segmento de crédito no trimestre abril-junho/2011

Segmento	Tendência para os próximos 3 meses		
	Aprovação de novas linhas	Oferta	Demanda
Grandes empresas	Crescimento em ritmo inferior ao que do trimestre anterior	Estabilidade	Moderadamente forte, mas menor do que do trimestre anterior
Micro, pequenas e médias empresas	Crescimento em ritmo superior ao trimestre anterior	Estabilidade	Moderadamente forte, com crescimento levemente superior ao do trimestre anterior
Crédito voltado ao consumo - pessoa física	Manutenção dos níveis atuais	Estabilidade	Estabilidade
Crédito habitacional	Moderadamente forte, com crescimento superior ao do trimestre anterior	Estabilidade	Moderadamente forte, com crescimento superior ao do trimestre anterior

A Tabela 5 acima resume os resultados para todos os segmentos.

Em suma, neste boxe apresentou-se a metodologia de construção de indicadores de tendência do mercado de crédito, do lado da oferta bem como da demanda, com base em consulta sobre a percepção dos agentes econômicos sobre a evolução desse mercado e das variáveis que o influenciam. Os primeiros resultados, data-base de março de 2011, sugerem que a consulta fornece informações relevantes para fins de política monetária sobre mudanças no mercado de crédito bancário em diferentes segmentos.

Referências

ASEA, P. K.; BLOMBERG, S. B. *"Lending cycles"*. Journal of Econometrics, v. 83, n.1–2, p. 89–128, Mar-Abr, 1

BANK OF ENGLAND (BofE). *"The Bank of England Credit Conditions Survey"*. Quarterly Bulletin, 2007. Disponível em <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb070303.pdf>. Acesso em 5 jun, 2011.

LOWN, C. S.; MORGAN, D. P. *"The credit cycle and the business cycle: new findings using the Loan Officer Opinion Survey"*. Journal of Money, Credit and Banking, v. 38, n. 6, p. 1575–1597. Set, 2006.

LOWN, C. S.; MORGAN, D. P.; ROHATGI, S. *"Listening to loan officers: the impact of commercial credit standards on lending and output"*. FRBNY Economic Policy Review. Jul, 2000.

JARA, Alejandro; SILVA, Carmen Gloria. *"Metodología de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito"*. Estudios Económicos Estadísticos, n. 57. Banco Central de Chile. Abr, 2007. Disponível em < http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos-estadisticos/pdf/see57.pdf >. Acesso em 26 mai, 2011.

SCHREFT, S. L.; OWENS, R. E. *"Survey evidence of tighter credit conditions: what does it mean?"* Working Paper Series n. 91-5. Federal Reserve Bank of Richmond. 1991.

Anexo

Notas da 158ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/4/2011
Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/4) e do 20º andar (20/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h45 (19/4) e 16h55 (20/4)
Horário de término: 19h10 (19/4) e 20h00 (20/4)

Presentes:
Membros do Copom
Alexandre Antonio Tombini – Presidente
Aldo Luiz Mendes
Altamir Lopes
Anthero de Moraes Meirelles
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Luiz Awazu Pereira da Silva (presente somente no dia 20)
Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes no dia 19)
Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 20)
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 19)
Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de Gabinete da Diretoria
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Chefe de Gabinete da Diretoria
Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) situou-se em 0,79% em março, depois de registrar alta de 0,80% em fevereiro. Assim, a inflação acumulada nos últimos doze meses alcançou 6,30% em março (6,01% em fevereiro e 5,99% em janeiro), 1,13 ponto percentual (p.p.) acima da observada no acumulado em doze meses até março de 2010. O aumento da inflação nesse período refletiu, basicamente, o comportamento dos preços livres, que variaram 7,04%, enquanto os preços administrados se elevaram em 4,53% (4,67% no mesmo período de 2010). Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 6,04%, e a dos não comercializáveis, 7,93%. A inflação no setor de serviços continua em patamar elevado e, no acumulado em doze meses até março, atingiu 8,53%, maior variação desde agosto de 1997. Em síntese, o

conjunto de informações disponíveis sugere que a aceleração de preços observada em 2010, processo liderado pelos preços livres, mostra persistência, em parte porque a inflação dos serviços segue em patamar elevado.

2. Nos primeiros três meses de 2011, o IPCA registrou alta de 2,44%, 0,38 p.p. acima da inflação observada no mesmo período de 2010. Os principais itens que contribuíram para essa elevação foram educação, transporte e despesas pessoais, com variações de 7,23%, 3,61% e 3,07%, respectivamente, ante 5,37%, 1,70% e 1,96%, respectivamente, no primeiro trimestre de 2010. Esses itens foram responsáveis por 1,49 p.p. da variação da inflação plena no período. Já a alta observada no grupo alimentação e bebidas, de 2,15%, ficou abaixo da inflação observada para esse grupo entre janeiro e março de 2010 (3,68%). A trajetória dos preços dos alimentos, entretanto, continua desempenhando papel relevante na aceleração recente da inflação plena. De fato, no acumulado em doze meses, o grupo alimentação e bebidas continuou registrando maior inflação, com variação acumulada de 8,76% em março (9,62% registrados em fevereiro). A elevação recente nos preços dos alimentos tem mostrado persistência elevada e reflete, em parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e pelo aumento da demanda global.

3. Cada uma das três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central registrou evolução similar à da inflação plena: enquanto houve elevação na variação acumulada em doze meses até março, as variações mensais recuaram entre janeiro e março. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,54% em janeiro para 0,40% em fevereiro, e para 0,49% em março. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,80% em janeiro, permaneceu inalterado em 0,70% em fevereiro e março, enquanto o núcleo por exclusão avançou de 0,76% em janeiro para 0,96% em fevereiro, e recuou para 0,70% em março. No acumulado em doze meses até março, as três medidas de núcleo alcançaram 5,73%, 6,39% e 6,22%, respectivamente, ante 5,70%, 6,07% e 5,92% em fevereiro, e 5,69%, 5,83% e 5,63% em janeiro. O índice de difusão do IPCA, que havia alcançado 69,30% em janeiro, recuou para 61,72% em fevereiro, mas voltou a aumentar em março (68,23%), e continua a evidenciar disseminação da aceleração de preços.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) mostrou desaceleração, na margem, em março, com variação de 0,61%, ante 0,96% em fevereiro. No acumulado em doze meses até março, a variação foi de 11,09%, superior aos 2,26% registrados nos doze meses até março de 2010. O principal componente do indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 13,78% em doze meses, refletindo alta de 9,16% no IPA industrial e de 28,24% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 38,93% nos preços de matérias-primas brutas, 7,11% nos preços de bens intermediários e 4,27% nos de bens finais, na mesma base de comparação. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente no IGP-DI, registrou alta de 5,86% no acumulado em doze meses até março, superior aos 5,17% registrados nos doze meses até março de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,10%. Já o novo Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que mede o nível de preços na indústria excluindo o valor de fretes e impostos, registrou variação de 0,60% em fevereiro, após registrar alta de 0,40% em janeiro. Em doze meses, a variação desse índice caiu para 6,21% em fevereiro, após atingir 6,88% em janeiro. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condições atuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. Em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) do quarto trimestre de 2010, houve crescimento de 5,0% na comparação com o mesmo trimestre do ano

anterior, e de 0,7% ante o terceiro trimestre de 2010. Com esse resultado, o crescimento do PIB a preços de mercado, em 2010, foi de 7,5%, o maior desde 1986, com a taxa sendo influenciada pela baixa base de comparação. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão de 7% no consumo das famílias, de 3,3% no consumo do governo e de 21,8% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em 2010. Destaque-se que a taxa de investimento em 2010 atingiu 18,4%, e foi superior à referente a 2009 (16,9%). Ainda na comparação com o mesmo período de 2009, a contribuição da demanda interna para o crescimento do produto foi fortemente positiva (10,3 p.p.), sobrepondo-se à contribuição negativa de 2,8 p.p. advinda do setor externo. Sob a ótica da oferta agregada, a indústria teve expansão de 10,1% no ano, enquanto a agropecuária cresceu 6,5% e o setor de serviços, 5,4%.

6. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou crescimento de 0,3% em fevereiro, após elevação de 0,7% em janeiro e de relativa estabilidade em dezembro (0,1%). Dessa forma, considerando a base de comparação de três meses contra os três meses anteriores, a taxa de crescimento foi de 1,0% nos trimestres encerrados de novembro de 2010 até fevereiro de 2011. Persiste a tendência de moderação da taxa de crescimento do indicador no acumulado em doze meses, reduzindo-se de 7,6%, em janeiro, para 7,3% em fevereiro, em direção a níveis mais sustentáveis no longo prazo. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou, na margem, 1,9% em março, depois de ter avançado 4,5% em fevereiro e caído 3% em janeiro. O índice médio no primeiro trimestre ficou 1,0% abaixo do nível médio do ICS em 2010.

7. A atividade fabril permanece relativamente estável, em patamar elevado, a despeito da alta de 1,9% da produção industrial em fevereiro – mês que, neste ano, apresentou maior número de dias úteis corridos – de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar avanço de 0,2% em janeiro e recuo de 0,7% em dezembro, na comparação mensal. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,5% no período de dezembro a fevereiro de 2011, após recuar 0,2% no período de novembro a janeiro de 2011. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção aumentou 6,9% em fevereiro de 2011. No acumulado de doze meses, a produção industrial mostrou expansão de 8,6% em fevereiro, ante 9,4% registrados em janeiro, continuando em processo de moderação do ritmo de crescimento. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até fevereiro foi de 25,7%. A dinâmica de recuperação foi amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

8. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalidados pelo IBGE, a produção de bens de consumo duráveis recuou 2,3% em fevereiro, e a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, 0,2%. Houve aumento na produção de bens de capital (0,9%) e de bens intermediários (1,3%). Já em doze meses até fevereiro de 2011, a produção de bens de consumo duráveis registrou expansão de 17,4%, a produção de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, 3,6%, e a produção de bens intermediários avançou 4,1%. O crescimento da atividade da indústria de bens de capital é o maior entre as categorias de uso, com expansão de 17,9% no acumulado em doze meses até fevereiro. Tal comportamento evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,4%, em fevereiro de 2011, para 6,5% em março de 2011, inferior aos 7,6% registrados em março de 2010. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente até março de 2011, como também atingiu o mínimo histórico para esse mês na série iniciada em março de 2002. A taxa dessazonalizada registrou 6,1% em março, com recuo de 0,1 p.p. comparativamente à de fevereiro. O emprego, medido pelo número de ocupados nas regiões metropolitanas, na comparação

com os mesmos meses dos anos anteriores, apresentou elevação de 2,4% em fevereiro e em março de 2011. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam crescimento no setor formal em onze dos últimos doze meses. Em março, houve criação de 92,7 mil postos de trabalho (266,4 mil em março de 2010), enquanto em fevereiro houve criação de 280,8 mil postos de trabalho (209,4 mil em fevereiro de 2010). O setor que mais contribuiu para o aumento do número de empregos formais, em março, foi o de serviços. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual observado em março de 2011 aumentou 0,5% em relação a fevereiro de 2011 e avançou 3,8% em comparação com março de 2010. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 6,4% em março, ante o mesmo mês em 2010, e permanece como fator-chave para sustentação do crescimento da demanda doméstica.

10. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado vem crescendo desde maio de 2009, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Em fevereiro, o crescimento foi de 14,5%, ante 11,2% registrados em janeiro e 15% em dezembro. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal do volume de vendas do comércio ampliado apresentou estabilidade em fevereiro de 2011, depois de ter caído 0,3% em janeiro e crescido 0,3% em dezembro. Assim, a taxa de crescimento trimestral do volume de vendas desacelerou para 1,9% no período de dezembro a fevereiro. Note-se, ainda, que a taxa de crescimento acumulada em doze meses alcançou 12,4% em fevereiro, e todos os dez segmentos pesquisados mostraram expansão, com destaques, pela importância, para os segmentos de Veículos e motos, partes e peças (15,3%) e de Móveis e eletrodomésticos (18,4%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial real, pela confiança dos consumidores e pela expansão ainda mais moderada do crédito.

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 83,7% em fevereiro para 83,5% em março. Esses valores situam-se próximos aos observados no mesmo período de 2010. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, também houve redução no valor do Nuci, que passou de 84,5% em fevereiro para 84,3% em março. Na margem, os setores de bens de consumo e de materiais de construção apresentaram igual redução do Nuci (0,3 p.p.), enquanto os setores de bens de capital e de bens intermediários apresentaram estabilidade. Segundo os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 83,7% em fevereiro, ante 83% observados no mês de janeiro. De fato, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado relativamente estáveis, em patamares elevados. O elevado nível de ocupação reflete a expansão recente da atividade econômica, cujos efeitos ainda não foram compensados totalmente pela maturação dos investimentos. A propósito, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 25,5% no período de doze meses encerrado em fevereiro, enquanto a produção de insumos para a construção civil, de 11,3%. Conforme assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US$21,6 bilhões em fevereiro para US$22,5 bilhões em março. Esse resultado adveio de exportações de US$213,9 bilhões e importações de US$191,4 bilhões, ou variações de 32,8% e 38,8%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em março de 2010. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US$49,1 bilhões em janeiro para US$49,2 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,31% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$55,7 bilhões em doze meses até fevereiro, equivalente a 2,62% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

13. A recuperação da economia global segue em velocidades distintas e com pressões inflacionárias assimétricas. Há evidência, entretanto, de moderação da atividade na margem, face aos desenvolvimentos no Japão, às continuadas incertezas sobre o mercado

de trabalho americano, e às pressões sobre os preços internacionais do petróleo. De fato, o indicador divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por exemplo, sinalizou continuidade da recuperação mundial em fevereiro, mas com certa moderação em países emergentes. Já o *Purchasing Managers Index* (PMI) para a economia global, que indica o nível de atividade na indústria e no setor de serviços, recuou em março (54,7), para o menor valor nos últimos seis meses, após ter atingido, em fevereiro, o maior valor registrado desde 2006 (59,2). De fato, os indicadores PMI desagregados indicam menor dinamismo nos Estados Unidos da América (EUA), sem, contudo, comprometerem a tendência positiva; crescimento moderado nos principais países emergentes; e efeito negativo dos recentes eventos geológicos sobre a economia japonesa. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro continuam assimétricas, persistem dúvidas quanto à solvência de algumas economias periféricas, ao mesmo tempo em que o ritmo da expansão continua forte na Alemanha. Cabe ressaltar que decisões importantes sobre mecanismos permanentes de auxílio para economias em dificuldades na Zona do Euro foram adiadas para junho deste ano. No que se refere à política monetária, o Banco Central Europeu (BCE) aumentou sua taxa básica, enquanto os demais países centrais, e, em particular, os EUA, continuaram com suas taxas básicas inalteradas. Os núcleos das taxas de inflação persistem em níveis moderados no grupo de países do G3 (EUA, Zona do Euro e Japão). Nos países emergentes, observam-se pressões inflacionárias na Ásia e no Leste Europeu, com destaque para Índia, Rússia e China. Nesse sentido, desde a última reunião houve aperto das condições monetárias em diversas economias emergentes. Em particular, o banco central chinês anunciou o quarto aumento, desde outubro de 2010, nas taxas de juros de referência para depósitos e empréstimos, bem como o sétimo aumento do requerimento compulsório por parte dos bancos.

14. O preço do barril de petróleo do tipo Brent subiu desde a última reunião do Copom e ultrapassou a marca dos US$120, embora apresente alguma acomodação na margem. Essa alta é consistente com um quadro de aparente fortalecimento da demanda global – a evidência empírica sugere que os preços internacionais do petróleo, nas últimas duas décadas, têm sido influenciados mais intensamente pelas condições da demanda mundial do que pelas de oferta –, bem como de elevada instabilidade política em alguns países do Oriente Médio e, especialmente, do norte da África. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e da dependência do crescimento da oferta de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. O cenário central com o qual o Copom trabalha prevê reajuste de 2,2% nos preços domésticos da gasolina para 2011. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a moderação dos preços internacionais das agrícolas e metálicas, após sucessivos meses com elevações expressivas. Em particular, as incertezas que emergiram em decorrência dos eventos trágicos ocorridos no Japão determinam reavaliações sobre a demanda mundial por minério de ferro e sobre p risco de descontinuidade da produção em importantes cadeias produtivas. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, apresentou queda em março de 2011, após oito meses consecutivos de alta. Esse movimento foi impulsionado, entre outros fatores, pela redução dos preços internacionais do açúcar, de cereais e de óleos vegetais, que continuam, contudo, em patamares elevados em comparação com o ano anterior. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento da demanda e à volatilidade nos mercados de câmbio. Os indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais elevaram-se consideravelmente por ocasião dos eventos no Japão, mas recuaram desde então. Nesse contexto, destaque-se a elevação da avaliação do risco soberano brasileiro por agência de classificação de risco, bem como o rebaixamento na perspectiva do *rating* soberano dos EUA.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

15. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:
a) a projeção para o reajuste no preço da gasolina, para o acumulado de 2011, elevou-se para 2,2%, em virtude de aumentos ocorridos neste ano, ante 0% considerado na reunião do Copom de março, e a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão, para o mesmo período, foi mantida em 0%;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 2,9% e 2,8%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2011, segundo o cenário de referência, elevou-se para 4,3%, ante os 4,0% considerados na reunião de março. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 28,83% do total do IPCA de março;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, elevou-se para 4,4%, ante 4,3% considerados na reunião do Copom de março. Essa projeção se baseia em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 19 p.b. e de -42 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e 2012, respectivamente.

16. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de R$117,9 bilhões (ou cerca de 2,9% do PIB), sem ajustes, em 2011 (conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2011). Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário de 3,1% em 2012, conforme parâmetros constantes do Projeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2012, inclusive no que se refere ao aumento projetado para o salário mínimo em 2012.

17. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro de 2010.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 se deslocou de 5,80% para 6,29%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 4,78% para 5,00%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2011 encontra-se, respectivamente, em 6,26%, 6,48% e 6,19%. Para 2012, em 4,80%, 5,19% e 4,86%, segundo a mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,60 R$/US$ e da taxa Selic em 11,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março, e se encontra acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin, com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também se elevou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção elevou-se em ambos os cenários, e se encontra acima do valor central da meta. Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente; e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação se encontra acima da meta em 2011 e em torno desse valor em 2012.

Implementação da política monetária

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

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

22. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos sete anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

23. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde sua última reunião, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez global e por desenvolvimentos adversos no âmbito geopolítico. Nesse período, mantiveram-se altas as preocupações com dívidas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração na China. Observou-se recuo nos preços de importantes *commodities*, notadamente agrícolas e, ao mesmo tempo, depreciação da moeda norte americana. De modo geral, as perspectivas para o financiamento

externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra clara disseminação de pressões inflacionárias nas principais economias.

24. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação, em ritmo ainda incerto, da expansão da demanda doméstica, são relativamente favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem certo arrefecimento, apontam que a expansão da oferta de crédito tende a persistir, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas; e no fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de acomodação na margem, entre outros fatores. O Comitê entende, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários.

25. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação não evoluiu favoravelmente desde sua última reunião. No último trimestre de 2010 e no primeiro deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada por choques de oferta domésticos e externos. As evidências sugerem que os preços ao consumidor já incorporaram parcela substancial dos efeitos desses choques. Também foram relevantes efeitos localizados decorrentes da concentração atípica de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano, embora, para o ano como um todo, o comportamento desses itens tenda a ser relativamente benigno. O Comitê pondera que esses efeitos ainda deverão impactar a dinâmica dos preços ao consumidor, entre outros mecanismos, via inércia. Ao mesmo tempo, avalia como relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a diminuir. Destaca, além disso, a estreita margem de ociosidade dos fatores de produção, especialmente de mão de obra, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Não menos importantes são os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, que, a despeito de mais recentemente ter apresentado sinais de moderação, tem se apresentado envolta em grande incerteza.

26. O Copom prevê dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. Neste trimestre e no seguinte, a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares similares ou mesmo superiores àquele observado no primeiro trimestre. Isso, em grande parte, explica-se pela elevada inércia trazida de 2010, pela duração de choques que atingiram a economia no final do ano passado, que se estenderam para o primeiro trimestre deste ano, e pelo fato de as projeções de inflação, contrastando com o observado em 2010, apontarem taxas de inflação próximas ao padrão histórico no trimestre junho/agosto de 2011. Entretanto, a partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, ou seja, deslocando-se na direção da trajetória de metas.

27. O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. A propósito, cabe enfatizar que, desde o início deste ano, importantes decisões foram tomadas e executadas, e reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal.

28. O Copom destaca que o cenário central também contempla moderação na expansão no mercado de crédito, para a qual contribuem ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária recentemente adotadas. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

29. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos à concretização

de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Desde a última reunião, no âmbito externo, fatores de estímulo e seus reflexos sobre preços de ativos apontam baixa probabilidade de reversão do processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. Em outra perspectiva, ainda revelam influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudencias e, principalmente, ações convencionais de política monetária recentemente implementadas ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões inflacionárias recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação não evoluiu favoravelmente.

30. O Copom entende, de forma unânime que, diante das incertezas quanto ao grau de persistência das pressões inflacionárias recentes, e da complexidade que envolve hoje o ambiente internacional, o ajuste total da taxa básica de juros deve ser, a partir desta reunião, suficientemente prolongado.

31. A despeito desse consenso, duas visões emergem. Por um lado, parte do Comitê entende que o balanço de riscos do cenário central enseja a manutenção do ritmo de ajuste da taxa Selic implementado no primeiro trimestre deste ano para mitigar riscos de que pressões inflacionárias recentes se transmitam ao cenário prospectivo. Por outro lado, a maioria do Comitê entende que um substancial esforço anti-inflacionário já foi introduzido na economia no último quadrimestre e que há defasagens no mecanismo de transmissão desse esforço para a atividade e para os preços, o que, associado à decisão de se prolongar o ciclo de ajuste, recomendaria uma reavaliação da estratégia de política monetária.

32. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pelo aumento da taxa Selic em 0,50 p.p. Considerando o balanço de riscos para a inflação, o ritmo ainda incerto de moderação da atividade doméstica, bem como a complexidade que ora envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que, neste momento, a implementação de ajustes das condições monetárias por um período suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012.

33. A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, em que pese iniciativas recentes apontarem contenção das despesas do setor público, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a expansão da atividade e, consequentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de iniciativas tomadas durante a recente crise financeira de 2008/2009, os das recentes ações macroprudenciais e, principalmente, os das ações convencionais de política monetária implementadas neste ano. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal e parafiscal são parte importante 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.

34. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 7 de junho de 2011, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 20.223, de 15 de outubro de 2010.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

35. O IPCA variou 0,79% em março, ante 0,80% em fevereiro e 0,83% em janeiro, de acordo com os dados do IBGE. No primeiro trimestre do ano, o índice aumentou 2,44% e, nos últimos doze meses até março, 6,30%, avançando relativamente aos 6,01% registrados em fevereiro. A variação dos preços livres diminuiu de 0,93% em fevereiro, para 0,68% em março, refletindo o comportamento dos

preços dos bens não comercializáveis, cuja taxa passou de 1,78% para 1,05% no mesmo período, influenciada, sobretudo, pela menor variação dos preços de serviços, 0,85%, após alta de 2,28% em fevereiro. Os preços dos bens comercializáveis variaram 0,27% em março, ante -0,02% no mês anterior. A variação no segmento dos monitorados, impulsionada pelos preços das passagens aéreas e da gasolina, aumentou de 0,47% em fevereiro para 1,05% em março. Os grupos Transportes e Alimentação e bebidas apresentaram as maiores contribuições para o aumento do índice no mês, 0,29 p.p. e 0,18 p.p., respectivamente. O índice de difusão situou-se em 68,23% em março, comparativamente aos 61,72% em fevereiro.

36. Os preços livres aumentaram 7,04% no acumulado em doze meses até março, ante 7,17% em fevereiro, enquanto nos preços monitorados a elevação atingiu 4,53%, ante 3,29%. A ligeira desaceleração dos preços livres foi motivada pelo recuo da variação nos preços comercializáveis, de 6,31% para 6,04%, enquanto a dos bens não comercializáveis passou de 7,91% para 7,93%, tendo o segmento relativo aos preços de serviços atingido alta de 8,53%, o maior percentual desde agosto de 1997.

37. As medidas de núcleo de inflação registraram altas no acumulado em doze meses até março. Na comparação mensal, no entanto, apenas o núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou expansão, atingindo 0,49% em março, ante 0,40% em fevereiro, e acumulando elevação de 5,73% em doze meses até março, ante 5,70% no mês anterior. O núcleo por exclusão, que não incorpora ao cálculo dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, registrou 0,70% em março, ante 0,96% no mês anterior, acumulando 6,22% em doze meses, ante 5,92% em fevereiro. O núcleo por dupla ponderação apresentou elevação de 0,70% em março, igual à do mês anterior, acumulando 6,39% em doze meses, comparativamente aos 6,07% registrados em fevereiro.

38. O IGP-DI variou 0,61% em março, após crescimento de 0,96% em fevereiro, acumulando elevação de 2,57% no ano e de 11,09% em doze meses, de acordo com a FGV. No mês, observou-se arrefecimento na evolução do IPA e aceleração no IPC e no INCC.

39. O IPA aumentou 0,60% no mês, ante 1,23% em fevereiro, acumulando variações de 2,82% no trimestre e de 13,78% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários aumentaram 1,08% em março, ante 2,60% em fevereiro, acumulando 5,68% em 2011 e 28,25% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,42% no mês, ante 0,73% em fevereiro, acumulando altas de 1,79% no ano e de 9,16% em doze meses. Relativamente aos produtos agropecuários, a desaceleração foi influenciada pela queda mais acentuada do preço da soja, 4,86%, ante 2,23% em fevereiro, e pela desaceleração no preço do algodão, cuja alta em março situou-se em 3,82%, ante 14,21% em fevereiro. Entre os produtos industriais, a principal contribuição para a desaceleração decorreu do comportamento dos preços de óleos e gorduras vegetais, com variação de -4,48% em março, ante 0,11% em fevereiro.

40. O IPC variou 0,71% em março, ante 0,49% em fevereiro, acumulando altas de 2,49% no ano e de 5,86% em doze meses, com ênfase para a elevação na taxa do grupo alimentação, que atingiu 0,98% no mês, ante 0,12% em fevereiro, contribuindo com 0,29 p.p. para o resultado mensal do índice. O INCC aumentou 0,43%, ante 0,28% em fevereiro, refletindo o recuo de 0,53% para 0,49% na variação dos preços de materiais, equipamentos e serviços e o aumento de 0,02% para 0,37% na variação dos preços da mão de obra. O INCC acumulou elevações de 1,13% no ano e de 7,10% em doze meses.

41. A divulgação dos índices parciais sobre a evolução da inflação em abril apontou patamar ainda elevado para os preços ao consumidor e arrefecimento nos preços no atacado, em relação aos resultados de março. O IPCA-15 variou 0,77% em abril, ante 0,60% no mês anterior, refletindo maiores elevações nos grupos vestuário, transportes e alimentação e bebidas. O indicador acumula altas de 3,14% no ano e de 6,44% em doze meses.

42. O IGP-10 variou 0,56% em abril, ante 0,84% em março, acumulando aumentos de 2,95% no ano e de 11,06% em doze meses. O IPA cresceu 0,49% em abril, ante 0,99% em março, refletindo recuos de 2,31% para 0,66% na variação dos preços agropecuários e de 0,51% para 0,42% na variação dos preços industriais.

Considerados períodos de doze meses, o IPA aumentou 13,64% em abril, em decorrência das elevações de 27,81% e de 9,09% observadas nos preços agropecuários e industriais, respectivamente. O IPC apresentou variação de 0,77% em abril, ante 0,59% em março, acumulando 5,81% em doze meses. O INCC variou 0,52% em abril, ante 0,33% em março, acumulando 6,90% em doze meses.

43. O IPP/IT, novo indicador de preços do IBGE, com divulgação iniciada em abril, apresentou variação de 0,60% em fevereiro, ante 0,40% em janeiro, acumulando 6,21% nos últimos doze meses até fevereiro, ante 6,88% até o mês anterior. A variação do índice no mês foi especialmente influenciada pelo comportamento dos preços no segmento Outros produtos químicos, que contribuiu com 0,36 p.p. para a variação do IPP/IT.

44. O Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) cresceu em março, pelo nono mês consecutivo, apresentando elevação mensal de 0,64%, resultado de variações respectivas de 6,35%, 0,19% e -3,08% nos segmentos energia, agropecuária e metal. Registre-se que a elevação em março representou significativa desaceleração frente ao ritmo de alta observado nos oito meses anteriores. No ano e em doze meses, o índice acumula aumentos de 9,67% e de 40,5%, na ordem.

Atividade econômica

45. O IBC-Br registrou expansão de 0,3% em fevereiro, ante janeiro, considerados dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em fevereiro, o índice cresceu 1% em relação ao finalizado em novembro. Pela série observada, o IBC-Br cresceu 7% em relação a fevereiro de 2010, acumulando elevações de 6,1% no ano e de 7,3% em doze meses.

46. As vendas do comércio ampliado mantiveram-se estáveis em fevereiro em relação a janeiro, segundo dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, enquanto no trimestre encerrado em fevereiro registrou-se expansão de 1,9% relativamente ao trimestre anterior. Após nove altas consecutivas, o comércio varejista recuou 0,4% no mês, com o trimestre encerrado em fevereiro apresentando elevação de 1,2%. Por atividade do comércio, verificou-se aumento mensal em três dos dez segmentos pesquisados, com ênfase em Tecidos, vestuário e calçados e Outros artigos de uso pessoal e doméstico, ambos com variação de 1,4%, em oposição às retrações de 4,7% em Livros, jornais, revistas e papelaria e de 3,1% em Equipamentos e materiais para escritório.

47. As vendas do comércio ampliado cresceram 14,5% em fevereiro em relação a igual período do ano anterior, acumulando altas de 12,8% no ano e de 12,4% em doze meses. O crescimento na comparação interanual foi motivado pela expansão das vendas em todos os segmentos analisados pela pesquisa, com ênfase nos relativos a Veículos e motos, partes e peças, 26%; Móveis e eletrodomésticos, 20,5%; e Material de construção, 16,2%. O desempenho do comércio no acumulado em doze meses refletiu o crescimento das vendas em todas as atividades consideradas, em especial nas referentes a Equipamentos e materiais para escritórios, 22%; Móveis e eletrodomésticos, 18,4%; Material de construção, 16,3%; e Veículos e motos, partes e peças, 15,3%.

48. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram expansão mensal de 2,2% em março, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando recuo de 1,2% no primeiro trimestre do ano, em relação ao finalizado em dezembro. As vendas de autoveículos cresceram 4,7% no acumulado do ano, com ênfase nos aumentos de 26,7% e de 25,9%, respectivamente, dos segmentos relativos a Caminhões e ônibus, e de 8,9% no acumulado dos doze meses encerrados em março, destacando-se a expansão de 39,5% em caminhões.

49. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou contração de 11,1% em março, ante fevereiro. Os dados observados mostraram elevação interanual de 27% no primeiro trimestre do ano e de 43,8% no acumulado em doze meses.

50. A produção de bens de capital registrou crescimento de 0,9% em fevereiro, acumulando alta de 2,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal decorreu, em especial, das elevações nos segmentos destinados ao setor de Peças agrícolas, 17,7%, e Construção, 15,4%, enquanto Equipamentos para fins industriais seriados e não seriados apresentaram retrações de 14,2% e de 3,8%, na ordem. A produção de bens de capital aumentou 17,9% na comparação com fevereiro de 2010, acumulando 13,1% no ano e 19,8% no período de doze meses encerrados em fevereiro.

51. A produção de insumos típicos da construção civil apresentou variação de 1,3% em fevereiro, ante janeiro, e igual variação no trimestre, em relação ao finalizado em novembro, pela série com ajuste sazonal. O segmento expandiu 12,2% no mês, em relação a fevereiro de 2010, acumulando aumento de 9,1% no ano e de 11,3% nos últimos doze meses.

52. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R$169,6 bilhões no acumulado dos doze meses encerrados em fevereiro, correspondentes ao aumento de 18,7% em relação a igual período de 2010, com ênfase para as elevações de 26,7% dos recursos direcionados ao setor agropecuário e de 25,9%, ao industrial. No primeiro bimestre do ano, os desembolsos cresceram 7,3% em comparação a igual período de 2010, em especial no setor de infraestrutura, que registrou participação de 41% no total liberado, seguido pela indústria, 32%, comércio e serviços, 18%, e agropecuária, 9%.

53. A produção da indústria geral cresceu 1,9% em fevereiro em relação ao mês anterior, pela série com ajuste sazonal da PIM-PF, do IBGE, registrando expansão de 1,3% em bens intermediários. Em relação a fevereiro de 2010, a produção da indústria cresceu 6,9%, sobressaindo aumentos de 17,9% em bens de capital e de 17,4% em bens de consumo duráveis. As elevações no acumulado do ano e no período de doze meses encerrado em fevereiro atingiram 4,6% e 8,6%, respectivamente, em relação a iguais períodos do ano anterior, com desempenho destacado da indústria de bens de capital.

54. O Nuci na indústria de transformação, calculado pela FGV, atingiu 84,3% em março, ante 84,5% em fevereiro, e 84,7% em janeiro, segundo dados dessazonalizados. O recuo mensal refletiu retração de 0,3 p.p. em bens de consumo e em material de construção, enquanto bens intermediários e de capital mantiveram-se estáveis na comparação mensal. Considerada a série observada, o Nuci manteve-se no mesmo patamar de março de 2010, 83,5%, e refletiu aumentos nos indicadores das indústrias de bens capital, 1,9 p.p., bens intermediários, 0,8 p.p., e de material de construção, 0,2 p.p., bem como o recuo de 1,5 p.p. na indústria de bens de consumo.

55. A produção de autoveículos atingiu 319,4 mil unidades em março, volume 3,5% inferior ao de fevereiro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), ajustados sazonalmente pelo Banco Central. No primeiro trimestre do ano, registrou-se expansão de 1,2%, comparativamente ao quarto trimestre de 2010. A produção do setor recuou 6% relativamente a março de 2010, com acréscimos de 7,9% e 10,7% no ano e em doze meses, respectivamente, em relação a iguais períodos do ano anterior.

56. As vendas de autoveículos pelas montadoras apresentaram expansão de 2,5% em março, ante fevereiro, e contração de 13,3%, em relação a março de 2010. A evolução mensal refletiu variações de 1,1% nas vendas para o mercado interno e de -18,7% nas exportações, enquanto o resultado interanual registrou decréscimos respectivos de 15,8% e de 2,7%. No acumulado do ano, as vendas do setor registraram queda de 1,5%, tendo as relativas ao mercado interno e externo variado -5,3% e 13,7%, respectivamente. No acumulado em doze meses, as vendas de autoveículos cresceram 9,1%, refletindo elevações de 2,7% no mercado doméstico e de 41,4% nas exportações.

57. A avaliação da safra nacional de cereais, leguminosas e oleaginosas de 2011, realizada pelo IBGE em março, estimou produção de 155,6 milhões de toneladas, representando crescimento de 4% em relação à safra recorde obtida em 2010. Entre as principais culturas, preveem-se elevações nas produções de arroz, 18%; feijão, 13,5%; soja, 4,5%; e milho, 0,3%; em oposição à retração de 19,3% na produção de trigo.

Expectativas e sondagens

58. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, recuou 2% em março, para 120,1 pontos, menor patamar desde junho de 2010. O resultado refletiu a retração de 3,8% no Índice de Expectativas (IE), enquanto o Índice da Situação Atual (ISA) cresceu 0,2%. O ICC apresentou elevação de 7,6% em relação a março de 2010, influenciado pelos aumentos de 18,6% no ISA e de 0,8% no IE.

59. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, declinou 0,1% em março, atingindo 112,4 pontos. O desempenho resultou da queda de 1% no IE, em oposição à elevação de 0,8% no ISA. O ICI apresentou desempenho desfavorável pelo terceiro mês consecutivo, com queda de 3% em relação a março de 2010, resultado de variações de -2,7% no ISA e de -3,2% no IE.

60. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, apresentou declínio mensal de 1,9% em março, após expansão de 4,5% em fevereiro, decorrente da redução de 4% no ISA e de 0,3% no IE. A maior volatilidade do indicador, no período recente, refletiu principalmente forte oscilação registrada no índice relativo às condições atuais. O ICS recuou 3,1% em relação a março de 2010, motivado por decréscimos de 2,2% no ISA e de 3,8% no IE.

Mercado de trabalho

61. Segundo o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram gerados 92,7 mil postos de trabalho em março, representando aumento de 0,1% em relação a fevereiro, considerados dados dessazonalizados, a menor taxa de crescimento mensal desde maio de 2009. No acumulado do ano, o saldo elevou-se para 525,6 mil, abaixo dos 657,3 mil postos gerados em igual intervalo de 2009. Em fevereiro, sobressaíram as contrações do setor de serviços, 60,3 mil; da indústria de transformação, 14,4 mil; e da agropecuária, 11,4 mil. Considerando os últimos doze meses encerrados em março, foram abertos dois milhões de empregos formais no País comparativamente a 2,2 milhões de postos acumulados até fevereiro.

62. De acordo com os dados observados, a taxa de desemprego aberto elevou-se 0,1 p.p. em março, situando-se em 6,5%, a menor taxa histórica para o mês, com queda de 1,2 p.p. em relação ao mesmo período de 2010, segundo a PME, do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do País. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 6,1%, 0,1 p.p. abaixo da relativa ao mês de fevereiro, resultado de aumentos de 0,3% na ocupação e de 0,1% na População Economicamente Ativa (PEA). Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores apresentou elevações de 0,5% no mês e de 4,3% no acumulado no ano, favorecendo expansões da massa salarial, calculada pelo produto entre rendimento real e população ocupada, de 1% e de 6,7%, nos mesmos períodos.

Crédito e inadimplência

63. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R$1.738,1 bilhões em fevereiro, correspondendo a 46,5% do PIB, com elevações de 1,3% no mês, 1,9% no ano e 21% em doze meses. A carteira de recursos livres cresceu 1,4%, 1,7% e 17,8%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, resultado de expansões respectivas de 1,3%, 2,3% e 19,8% no saldo das operações com pessoas físicas, e de 1,5%, 1,2% e 15,9% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados aumentaram 1,2% no mês, 2,2% no ano e 27,5% em doze meses, com destaque para os acréscimos respectivos de 2,5%, 5,1% e 49,6% observados nos financiamentos habitacionais e de 0,9%, 2% e 40,5% nos repasses do BNDES, sempre nas mesmas bases de comparação.

64. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,7 p.p. em fevereiro, para 38,1%. As taxas relativas ao segmento de pessoas jurídicas atingiram 30,7%, elevação de 1,4 p.p. em relação a janeiro, enquanto as relativas ao segmento de pessoas físicas mantiveram-se estáveis em 43,8%.

65. O prazo médio das operações de crédito referencial recuou de 474 dias, em janeiro, para 472 em fevereiro, observando-se diminuição de sete dias nos prazos relativos ao segmento de pessoas jurídicas e elevação de quatro nos referentes a de pessoas físicas, atingindo 388 dias e 563 dias, respectivamente.

66. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,1 p.p., atingindo 4,7% em fevereiro. A taxa relativa às operações com pessoas jurídicas manteve-se em 3,6% e a relativa ao segmento de pessoas físicas aumentou 0,1 p.p., para 5,8%.

Ambiente externo

67. A atividade econômica global segue em trajetória de recuperação. No entanto, os riscos negativos a esse cenário elevaram-se desde a última reunião do Copom em razão do aumento no preço do petróleo, das restrições fiscais e monetárias postas em prática, ou esperadas, por diversos países, e do terremoto, seguido por tsunami e acidente nuclear, ocorrido no Japão. A esse respeito, estimativas sobre perdas decorrentes da tragédia e perspectivas de recuperação para a economia japonesa ainda são bastante heterogêneas, inclusive em relação ao impacto do vazamento na usina nuclear de Fukushima. Na China, a variação anual do PIB do primeiro trimestre de 2011 atingiu 9,7%, ante 9,8% no último trimestre de 2010. O governo chinês tem adotado medidas para reduzir o ritmo da atividade. Nos EUA, o *Beige Book* seguiu reportando moderada recuperação econômica na maioria dos distritos. O setor privado nos EUA criou, em média, 188 mil postos de trabalho por mês no primeiro trimestre do ano. Na Zona do Euro, o consumo permanece restringido, em função da elevada taxa de desemprego e dos programas de austeridade em curso, sendo o crescimento agregado da região liderado pela Alemanha.

68. Os preços de *commodities* energéticas registraram expressiva elevação desde a última reunião do Comitê, refletindo o acirramento da tensão geopolítica no Oriente Médio e norte da África, além da perspectiva de aumento da demanda por fontes alternativas de energia no Japão. No mesmo período, as *commodities* metálicas e agropecuárias tiveram comportamento ambíguo. Inicialmente, a combinação de importações chinesas de *commodities* menores do que o esperado, melhoras nas perspectivas para safra na América do Sul e incertezas quanto aos impactos do terremoto no Japão sobre a economia mundial provocou fortes reduções nos preços desses produtos. A partir de meados de março, no entanto, os preços das *commodities* metálicas e agropecuárias voltaram a se elevar, refletindo a depreciação do dólar e o ainda apertado equilíbrio entre oferta e demanda nos mercados de diversos desses produtos. Nos mercados cambiais, o dólar manteve trajetória de depreciação. Essa tendência foi reforçada pelo início da normalização da política monetária na Zona do Euro e pela continuidade da política de afrouxamento quantitativo adotada pelo *Federal Reserve* (Fed).

69. As pressões altistas derivadas dos preços de energia e de alimentos continuaram a se fazer sentir globalmente nas taxas de inflação. O IPC de março registrou variações anuais de 2,7%, tanto nos EUA quanto na Zona do Euro, e de 4,1% no Reino Unido. Os núcleos de inflação, contudo, permanecem relativamente contidos nos EUA e na Zona do Euro, tendo alcançado, em março, variações anuais de 1,2% e de 1,3%, na ordem. Na China, a variação anual do IPC avançou de 4,9% em fevereiro para 5,4% em março, com os preços dos alimentos registrando elevação de 11,7% em doze meses. A variação anual do IPC em março, comparativamente ao observado no mês anterior, acelerou-se na Zona do Euro, EUA, Chile, Colômbia, Coreia, Filipinas, Peru, Polônia e Tailândia.

70. Em resposta ao contínuo crescimento das pressões inflacionárias, o BCE elevou a taxa de refinanciamento para 1,25% na reunião de abril, a primeira alteração após havê-la fixado em 1,0% em maio de 2009. Os bancos centrais dos Estados Unidos, Japão e Reino Unido, por sua vez, mantiveram inalteradas suas respectivas taxas básicas de juros. Nos mercados emergentes, prevaleceu movimento de normalização das respectivas políticas monetárias. Assim, desde a última reunião do Copom, houve elevação nas taxas básicas de juros dos bancos centrais de Chile, Colômbia, Peru, China, Coreia, Índia, Filipinas, Tailândia, Taiwan, Polônia e Israel. Atuando em sentido oposto, o banco central da Nova Zelândia,

por força do impacto econômico deflacionário do terremoto que assolou o país em março, reduziu a taxa básica em 50 p.b.

Comércio exterior e reservas internacionais

71. A balança comercial brasileira registrou superávit de US$1,6 bilhão em março. As exportações somaram US$19,3 bilhões e as importações, US$17,7 bilhões. O saldo acumulado no trimestre atingiu US$3,2 bilhões, 253,9% superior ao registrado em igual período de 2010, pelo critério de média diária, consequência dos crescimentos de 28,5% nas exportações e de 23,3% nas importações. No trimestre, a corrente de comércio aumentou 25,9% no ano, totalizando US$99,3 bilhões em 2011, comparativamente a US$77,6 bilhões em 2010.

72. As reservas internacionais atingiram US$317,1 bilhões em março, US$9,6 bilhões acima do estoque de fevereiro. As compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de câmbio, até 14 de abril, totalizaram US$4,1 bilhões no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

73. No período posterior à reunião do Copom de março, a curva de juros doméstica apresentou ligeira redução de inclinação, com elevação das taxas de curtíssimo prazo e recuo das taxas de prazos entre três meses e um ano. A elevação da parte curta da curva refletiu, principalmente, a decisão do Copom de março, a divulgação de índices de inflação corrente e de dados de coletas de preços ainda elevados e a piora das expectativas de inflação. No prazo de três meses a um ano, contribuíram para a queda das taxas a interpretação do mercado para a ata do Copom e o Relatório de Inflação de março, a expectativa dos agentes em relação à adoção de novas medidas macroprudenciais pelo Banco Central e a divulgação de dados de vendas do comércio varejista de fevereiro. Entre 28 de fevereiro e 18 de abril, as taxas de juros de um mês e de três meses elevaram-se em 0,32 p.p. e 0,18 p.p., respectivamente, enquanto as taxas para os prazos de seis meses e de um ano caíram, respectivamente, 0,12 p.p. e 0,17 p.p. A taxa para o prazo de dois anos apresentou estabilidade e, para o prazo de três anos, ligeira elevação de 0,07 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, recuou de 6,90% em 28 de fevereiro para 6,70% em 18 de abril.

74. Entre 1º de março e 18 de abril, o Banco Central realizou cinco leilões de *swap* cambial reverso, sendo que o leilão de 28 de março foi destinado à rolagem dos contratos de vencimento em 1º de abril. Essas operações totalizaram o equivalente a US$2,6 bilhões em valor nocional.

75. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 1º de março a 18 de abril, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R$52,6 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo subiu para R$161,1 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 8 e 33 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R$164,8 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 33 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R$59,7 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R$387,1 bilhões entre 18 de janeiro e 28 de fevereiro para R$385,6 bilhões entre 1º de março e 18 de abril. Considerando-se o período mais recente, houve elevação dos compromissos de recompra em R$19,6 bilhões, passando o estoque total de R$359,5 bilhões, em 28 de fevereiro, para R$379,1 bilhões, em 18 de abril. O principal fator condicionante para a expansão da liquidez no período foram as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio a vista.

76. Entre 1º de março e 18 de abril, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, referentes aos leilões tradicionais, somaram R$66,4 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R$35,2 bilhões, sendo R$31,9 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011, 2012,

2013 e 2015 e R$3,3 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R$16,3 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2015 e em 2017. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2014, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R$14,9 bilhões.

77. No mesmo período, o Tesouro Nacional realizou leilões de venda de Notas do Tesouro Nacional (NTN-B) liquidadas mediante entrega de outros títulos, que somaram R$4,1 bilhões e envolveram títulos com vencimentos em 2014, 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050. O Tesouro Nacional efetuou, ainda, leilão de troca de LTN de vencimento em outubro de 2011, com a entrega de LTN de vencimentos em abril e em julho de 2011, equivalente a R$5,0 bilhões.

Notas da 159ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 7 e 8/6/2011
Local: Sala de reuniões do 8º andar (7/6) e do 20º andar (8/6) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h15 (7/6) e 16h50 (8/6)
Horário de término: 18h45 (7/6) e 20h20 (8/6)

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
Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes no dia 7)
Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 8)
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico
Wagner Thomaz de Aquino Guerra Júnior – Departamento de Assuntos Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 7)
Alexandre Pundek Rocha – Assessor do Gabinete do Presidente
André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas
Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de Gabinete da Diretoria
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Chefe de Gabinete da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) situou-se em 0,47% em maio, depois de registrar alta de 0,77% em abril. Assim, a inflação acumulada nos últimos doze meses alcançou 6,55% em maio (6,51% em abril e 6,30% em março), 1,33 ponto percentual (p.p.) acima da observada no acumulado em doze meses até maio de 2010. O aumento da inflação nesse período reflete tanto o comportamento dos preços livres, que variaram 6,80% (5,59% em doze meses até maio de 2010), quanto o dos preços administrados, que se elevaram em 5,96% (4,32% no mesmo período de 2010). Especificamente sobre preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 5,96%, e a dos não comercializáveis, 7,53%. A inflação no setor de serviços continua em patamar elevado e, no acumulado em doze meses até maio, atingiu 8,54%

– maior nível desde agosto de 1997. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere persistência da alta de preços observada em 2010, processo liderado pelos preços livres, que em parte se reflete no fato de a inflação dos serviços seguir em patamar muito elevado.

2. Nos primeiros cinco meses de 2011, o IPCA registrou alta de 3,71%, 0,62 p.p. acima da inflação observada no mesmo período de 2010. Os principais itens que contribuíram para essa elevação foram educação, transporte e despesas pessoais, com variações de 7,33%, 4,98% e 4,40%, respectivamente, ante 5,53%, 1,71% e 3,40%, respectivamente, no mesmo período de 2010. Esses itens foram responsáveis por 1,88 p.p. da inflação plena no período. Já a alta observada no grupo alimentação e bebidas, de 3,39%, ficou abaixo da inflação observada para esse grupo entre janeiro e maio de 2010 (5,48%). No acumulado em doze meses, entretanto, a trajetória dos preços desse grupo desempenha papel mais relevante na dinâmica da inflação plena, com variação de 8,20% em maio (7,83% em abril). A elevação dos preços dos alimentos e bebidas nesse período refletiu, em parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e pelo aumento da demanda global.

3. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central registraram evolução similar à da inflação plena: enquanto houve estabilidade na variação acumulada em doze meses até maio em relação a abril, a média das variações mensais recuou entre março e maio. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,49% em março para 0,60% em abril, e para 0,62% em maio. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,70% em março, recuou para 0,68% em abril e para 0,59% em maio, enquanto o núcleo por exclusão passou de 0,70% em março para 0,52% em abril, e para 0,54% em maio. Dessa forma, a variação média dos três núcleos deslocou-se de 0,63% em março, para 0,60% em abril e para 0,58% em maio. No acumulado em doze meses até maio, as três medidas de núcleo alcançaram 5,84%, 6,68% e 6,30%, respectivamente, ante 5,84%, 6,66% e 6,32% em abril, e 5,73%, 6,39% e 6,22% em março. O índice de difusão do IPCA, que havia alcançado 68,23% em março, recuou para 59,38% em abril, mas voltou a aumentar em maio (64,84%), e continua a evidenciar disseminação da alta de preços.

4. A inflação medida pela variação mensal do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou fortemente, para 0,01% em maio, ante 0,50% em abril. No acumulado em doze meses até maio, alcançou 9,14%, ante 4,38% em maio de 2010. Nesse critério, o índice vem desacelerando desde dezembro de 2010, quando registrou variação de 11,30%. O principal componente do indicador, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 10,30% em doze meses, refletindo alta de 6,85% no IPA industrial e de 21,28% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 25,16% nos preços de matérias-primas brutas, 5,66% nos preços de bens intermediários e 4,62% nos de bens finais, na mesma base de comparação. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente no IGP-DI, registrou alta de 6,37% no acumulado em doze meses até maio, superior aos 5,28% registrados nos doze meses até maio de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 8,52% (6,07% em maio de 2010). Já o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que mede o nível de preços na indústria excluindo o valor de fretes e impostos, registrou variação de 0,34% em abril, após alta de 0,39% em março e 0,60% em fevereiro. Em doze meses, a variação desse índice se deslocou para 6,73% em abril, após atingir 6,81% em março. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre os preços ao consumidor dependerão, entre outros fatores, das condiçõesatuais e prospectivas da demanda, da exposição de cada setor à competição externa e interna e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

5. O IBGE divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2011. Os dados mostram expansão de 4,2% da atividade na

comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, e de 1,3% ante o quarto trimestre de 2010, segundo dados dessazonalizados. Sob a ótica da demanda agregada, em relação ao primeiro trimestre de 2010, houve expansão de 5,9% no consumo das famílias e de 2,1% no consumo do governo, e crescimento de 8,8% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), além de 4,3% nas exportações e de 13,1% nas importações. Destaque-se que a taxa de investimento atingiu 18,4%, sendo ligeiramente superior à taxa registrada no primeiro trimestre de 2010 (18,2%). A importação e a produção interna de máquinas e equipamentos contribuíram para a alta do investimento. No acumulado em quatro trimestres, a contribuição da demanda doméstica para a variação do PIB recuou de 10,3 p.p., no último trimestre de 2010, para 8,8 p.p., no primeiro trimestre de 2011, enquanto a contribuição negativa do setor externo passou de 2,8 p.p. para 2,5 p.p, respectivamente. Do ponto de vista da oferta agregada, em comparação ao primeiro trimestre do ano anterior, a indústria teve expansão de 3,5%, a agropecuária cresceu 3,1% e o setor de serviços, 4,0%.

6. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produtos e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou crescimento de 0,5% em março, após elevação de 0,4% em fevereiro e de 0,7% em janeiro, e, dessa forma, variou 1,3% no primeiro trimestre. Persiste a tendência de moderação da taxa de crescimento do indicador no acumulado em doze meses, reduzindo-se de 7,3%, em fevereiro, para 6,5% em março, em direção a níveis mais sustentáveis no longo prazo. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou, na margem, 1,4% em maio, depois de ter avançado 3,0% em abril e caído 1,9% em março. Assim, o nível do indicador em maio ficou 0,1% acima do valor medido em maio de 2010, e o nível médio dos cinco primeiros meses de 2011 posiciona-se 0,4% abaixo do nível médio do período correspondente em 2010.

7. A atividade fabril apresentou queda em abril, com recuo de 2,1% da produção industrial, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar avanço de 1,1% em março – mês em que atingiu novo recorde histórico – e de 1,9% em fevereiro, na comparação mensal. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,3% no período de fevereiro a abril, situando-se em patamar inferior ao crescimento de 1,1% medido no período de janeiro a março. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção apresentou recuo de 1,3% em abril. No acumulado em doze meses, a produção industrial mostrou expansão de 5,5% em abril, ante 6,8% em março, continuando em processo de moderação do ritmo de crescimento. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até abril foi de 25,1%. A dinâmica de recuperação pós-crise foi amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

8. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalidados pelo IBGE, houve recuo na produção de todas as categorias em abril: a produção de bens intermediários recuou 0,6%; a de bens de capital, 2,9%; a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, 1,5%; e a de duráveis, 10,1%. Já em doze meses até abril, a produção de bens intermediários registrou expansão de 5,8%, a produção de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, 2,6%, e a produção de bens duráveis avançou 3,4%. Na mesma base de comparação, o crescimento da atividade da indústria de bens de capital é o maior entre as categorias de uso, com expansão de 13,7%. Tal comportamento evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,5% em março para 6,4% em abril, inferior aos 7,3% registrados em abril de 2010. Após atingir 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente, como também atingiu o mínimo histórico para o mês de abril na série iniciada em março de 2002. A taxa de desocupação dessazonalizada registrou 6,0% em abril, com recuo de 0,1 p.p. comparativamente à de março. O emprego, medido pelo número de ocupados nas seis maiores

regiões metropolitanas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, apresentou elevação de 2,3% em abril. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam crescimento no setor formal em onze dos últimos doze meses. Em abril, houve criação de 272,2 mil postos de trabalho (305,1 mil em abril de 2010), enquanto em março houve criação de 92,7 mil postos de trabalho. Os setores que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais, em abril, foram os de serviços e da indústria de transformação. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual observado em abril recuou 1,8% em relação a março e avançou 1,8% em comparação a abril de 2010. Como consequência, a expansão da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 4,3% em abril, ante o mesmo mês de 2010, e permanece como fator-chave para a sustentação do crescimento da demanda doméstica.

10. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado recuou 2,5% em março na comparação com o mesmo mês do ano anterior, depois de registrar alta de 14,7% em fevereiro e de 11,2% em janeiro. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal do volume de vendas do comércio ampliado foi de 1,7% em março, após ter registrado quedas de 0,5% em fevereiro e de 0,3% em janeiro. Assim, a taxa de crescimento trimestral do volume de vendas acelerou para 7,1% no período de janeiro a março de 2011. Note-se, ainda, que a taxa de crescimento acumulada em doze meses desacelerou para 10,2% em março (de 12,4% em fevereiro), e, de acordo com as duas últimas bases de comparação, todos os dez segmentos pesquisados mostraram expansão, com destaques, pela importância, para os segmentos de Veículos e motos, partes e peças (expansão de 10,7% no acumulado em doze meses) e de Móveis e eletrodomésticos (17,2%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pela confiança dos consumidores e pela expansão ainda mais moderada do crédito.

11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 84,0% em abril para 84,1% em maio. Ambos os valores situam-se 0,5 p.p. abaixo dos valores observados no mesmo período de 2010. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o valor do Nuci manteve-se inalterado em 84,4% em maio. A utilização de capacidade é maior no setor de materiais de construção (88,5%) e no de bens intermediários (85,9%). Na margem, o setor de materiais de construção apresentou elevação do Nuci de 0,5 p.p., o setor de bens intermediários, de 0,4 p.p., o de bens de capital, de 0,1 p.p., enquanto o setor de bens de consumo apresentou queda de 0,6 p.p. Segundo os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 82,1% em abril, ante 82,6% observados no mês de março. De fato, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado relativamente estáveis, em patamares elevados. O elevado nível de ocupação reflete a expansão recente da atividade econômica, cujos efeitos ainda não foram compensados totalmente pela maturação dos investimentos. A propósito, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 20,8% no período de doze meses encerrado em abril, enquanto a produção de insumos para a construção civil, de 7,9%. Conforme assinalado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento da demanda.

12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US$23,1 bilhões em abril para US$23,2 bilhões em maio. Esse resultado adveio de exportações de US$224,4 bilhões e importações de US$201,3 bilhões, ou variações de 32,3% e 36,0%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2010. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US$50,0 bilhões em março para US$48,9 bilhões em abril, equivalente a 2,25% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$63,7 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 2,93% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

13. A recuperação da economia global segue em velocidades distintas e com pressões inflacionárias assimétricas. As evidências apontam moderação da atividade na margem, em parte refletindo os desdobramentos do desastre no Japão, as incertezas

sobre a recuperação americana, o preço elevado do petróleo, bem como os efeitos do aperto monetário em importantes economias emergentes. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por exemplo, sinalizou continuidade da recuperação mundial em março, mas com certa moderação em países emergentes. Já o *Purchasing Managers Index* (PMI) para a economia global, um indicador do nível de atividade na indústria e no setor de serviços, após atingir em fevereiro o maior valor registrado desde 2006 (59,2), deslocou-se para patamares mais baixos – em março (54,5), abril (51,8) e maio (52,6). Os indicadores PMI desagregados indicam menor dinamismo nos Estados Unidos da América (EUA) e na Zona do Euro, sem, contudo, comprometer a tendência positiva. As perspectivas macroeconômicas para a Zona do Euro continuam apresentando fortes assimetrias, pois, enquanto algumas economias permanecem impactadas por riscos de insolvência e sujeitas a fortes ajustes fiscais, o ritmo da expansão continua vigoroso em outras regiões, como, por exemplo, na Alemanha.
No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas excessivamente acomodatícias. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no grupo de países do G3 (EUA, Zona do Euro e Japão). Nos países emergentes, observam-se pressões inflacionárias disseminadas e, desde a última reunião, houve novos apertos das condições monetárias em diversas economias. Em particular, o banco central chinês elevou novamente o requerimento compulsório por parte dos bancos, totalizando, desde outubro de 2010, oito aumentos de compulsórios e quatro elevações nas taxas de juros de referência para depósitos e empréstimos.

14. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* se mostrou volátil e permanece acima de US$115 (nível inferior, contudo, ao observado por ocasião da última reunião do Copom). Esse nível de preços é consistente com um quadro de aparente fortalecimento da demanda global, bem como de elevada instabilidade política em alguns países do Oriente Médio e, especialmente, do norte da África. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e da dependência do crescimento da oferta de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a moderação dos preços internacionais das agrícolas e metálicas, após sucessivos meses com elevações relevantes. Em particular, as regras de apreçamento das principais mineradoras internacionais para o minério de ferro no terceiro trimestre devem implicar estabilidade de preços. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, apresentou estabilidade em maio de 2011, mas continua em patamares elevados em comparação ao observado no mesmo mês do ano anterior. No passado recente, a alta volatilidade dos preços das *commodities* foi fortemente influenciada pela ampla liquidez global, em contexto no qual os mercados financeiros se ajustam às novas expectativas de crescimento da demanda e à volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) a projeção de reajuste no preço da gasolina para o acumulado de 2011 elevou-se de 2,2% considerados na reunião do Copom de abril, para 4,0%, contemplando, portanto, reversão parcial da elevação de 10,5% ocorrida até maio; enquanto a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão, para o acumulado de 2011, foi mantida em 0%;

b) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2011, foram mantidas em 2,9% e 2,8%, respectivamente;

c) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2011, segundo o cenário de referência, elevou-se para 4,6%, ante os 4,3% considerados na reunião de abril. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,06% do total do IPCA de maio;

d) a projeção de reajustes para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados para o acumulado de 2012, conforme o cenário de referência, reduziu-se para 4,3%, ante 4,4% considerados na reunião do Copom de abril. Essa projeção se baseia em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 41 p.b. e de -44 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente.

16. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de R$117,9 bilhões (ou cerca de 2,9% do PIB), sem ajustes, em 2011, conforme parâmetros constantes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário de R$139,8 bilhões (ou cerca de 3,1% do PIB) em 2012, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) – 2012, inclusive, no que se refere ao aumento projetado para o salário mínimo em 2012.

17. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro de 2010.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 recuou para 6,22%, de 6,29%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 5,00% para 5,10%. Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), a mediana das projeções para 2011 se deslocou de 6,26%, 6,48% e 6,19%, para 6,21%, 6,22% e 6,27%, respectivamente. Para 2012, a mediana das projeções se deslocou de 4,80%, 5,19% e 4,86%, para 5,00%, 5,40% e 5,00%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em 1,60 R$/US$ e da taxa Selic em 12,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, e se encontra acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin, com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2011 também recuou e se encontra acima do valor central da meta para a inflação. Para 2012, a projeção se manteve estável no cenário de referência e no de mercado e, portanto, permaneceu acima do valor central da meta em ambos os cenários. Em um cenário alternativo, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio, no horizonte relevante, em patamares semelhantes aos observados no passado recente; e a trajetória de juros coletada pelo Gerin, a projeção de inflação para 2011 se encontra acima da meta e em torno desse valor para 2012.

Implementação da política monetária

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

manter-se especialmente vigilante para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

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

22. Como consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, as quais determinaram mudanças estruturais importantes, o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos sete anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, entre outros, parecem ter determinado redução significativa da taxa neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos, não obstante a substancial incerteza que envolve o dimensionamento de variáveis não observáveis. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

23. O Copom observa que, nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram desde sua última reunião, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez e por incertezas crescentes quanto à recuperação da atividade global. Nesse período, aumentaram as preocupações com dívidas de países e de bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração da atividade econômica na China. Observou-se recuo nos preços de importantes *commodities*, notadamente das agrícolas e, ao mesmo tempo, certa estabilidade na cotação da moeda norte americana. De modo geral, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguem favoráveis. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços mostra clara disseminação de pressões inflacionárias nas principais economias.

24. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação, em ritmo ainda incerto, da expansão da demanda doméstica, são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica, como, inclusive, sugerem informações preliminares sobre o ritmo de crescimento da economia neste trimestre. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem certo arrefecimento, apontam que a expansão da oferta de crédito tende a persistir tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas; e no fato de a confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de acomodação na margem, entre outros fatores. O Comitê entende, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuará a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários.

25. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, mostra sinais mais favoráveis. No último trimestre de 2010 e no primeiro

deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada por choques de oferta domésticos e externos. As evidências sugerem que os preços ao consumidor já incorporaram grande parte dos efeitos diretos desses choques. Também foram relevantes efeitos diretos da concentração atípica de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano, que, em casos específicos, mostram sinais de reversão. O Comitê pondera que esses efeitos ainda deverão impactar indiretamente a dinâmica dos preços ao consumidor, entre outros mecanismos, via inércia. Ao mesmo tempo, avalia como relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a diminuir. Destaca, além disso, a estreita margem de ociosidade dos fatores de produção, especialmente de mão de obra, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco muito importante reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Também são relevantes os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, que, a despeito de mais recentemente ter mostrado sinais de moderação, tem se apresentado envolta em grande incerteza.

26. O Copom prevê dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. Neste trimestre e no seguinte, a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares superiores àquele observado no primeiro trimestre. Isso, em grande parte, explica-se pela elevada inércia trazida de 2010, pela duração de choques que atingiram a economia no final do ano passado, que se estenderam para o primeiro trimestre deste ano, e pelo fato de as projeções de inflação para o trimestre junho/agosto de 2011 apontarem taxas médias mensais superiores às registradas no mesmo período de 2010. Entretanto, a partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, ou seja, deslocando-se na direção da trajetória de metas.

27. O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Importa destacar que a geração de superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, além de contribuir para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, solidificará a tendência de redução da razão dívida pública sobre produto. A propósito, cabe enfatizar que, desde o início deste ano, importantes decisões foram tomadas e executadas, e reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal.

28. O Copom destaca que o cenário central também contempla moderação na expansão no mercado de crédito, para a qual contribuem ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária recentemente adotadas. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

29. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Desde a última reunião, no âmbito externo, as evidências apontam moderação no processo de recuperação em que se encontram as economias do G3 e, em outra perspectiva, ainda revelam influência ambígua sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudencias e, principalmente, ações convencionais de política monetária recentemente implementadas ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Embora incertezas crescentes que cercam o cenário global e, em escala bem menor, o cenário doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões inflacionárias recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação mostra sinais mais favoráveis.

30. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste gradual das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% a.a., sem viés. Considerando o balanço de riscos para a inflação, o ritmo ainda incerto de moderação da atividade doméstica, bem como a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entende que a implementação de ajustes das condições monetárias por um período suficientemente prolongado continua sendo a

estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012.

31. A demanda doméstica se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Além disso, em que pese iniciativas recentes apontarem contenção das despesas do setor público, impulsos fiscais e creditícios foram aplicados na economia nos últimos trimestres, e ainda deverão contribuir para a expansão da atividade e, consequentemente, para que o nível de ociosidade dos fatores se mantenha em patamares baixos. Aos efeitos desses estímulos, entretanto, contrapõem-se os efeitos da reversão de iniciativas tomadas durante a crise financeira de 2008/2009, os das recentes ações macroprudenciais e, principalmente, os das ações convencionais de política monetária implementadas neste ano. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito fiscal e parafiscal são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 19 de julho de 2011, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 20.223, de 15 de outubro de 2010.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

33. O IPCA variou 0,47% em maio, ante 0,77% em abril, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. Nos primeiros cinco meses do ano, o IPCA atingiu 3,71%, ante 3,09% no mesmo período do ano anterior. Nos últimos doze meses até maio, o índice variou 6,55%, comparativamente a 6,51% em abril. A variação dos preços livres diminuiu de 0,56% em abril, para 0,44% em maio, refletindo a desaceleração nos preços comercializáveis, de 0,60% para 0,36% no mesmo período. Os preços dos bens não comercializáveis variaram 0,50% em maio, ante 0,52% no mês anterior. O segmento de preços monitorados apresentou variação de 0,55% em maio, ante 1,29% em abril, influenciado pela redução de 11,65% no item passagens aéreas. Os grupos Alimentação e bebidas e Habitação apresentaram as maiores contribuições para o aumento do índice no mês, 0,15 p.p. e 0,13 p.p., respectivamente. O índice de difusão situou-se em 60,94% em maio, comparativamente a 59,38% em abril.

34. Os preços livres aumentaram 6,80% no acumulado em doze meses até maio, ante 6,84% em abril, enquanto nos preços monitorados a elevação atingiu 5,96%, ante 5,73% nos mesmos períodos considerados. Entre os preços livres, a variação em doze meses dos produtos comercializáveis passou de 6,03% para 5,96% até maio, enquanto as dos não comercializáveis, de 7,55% para 7,53%. Os preços do segmento de serviços, que apresentam maior grau de persistência, atingiram variação de 8,54% em maio, ante 8,57% em abril e 6,79% em maio do ano anterior.

35. Das três medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central, apenas uma registrou ligeira aceleração no acumulado de doze meses encerrado em maio. Na comparação mensal, entretanto, apenas o núcleo de dupla ponderação registrou diminuição, atingindo 0,59% em maio, ante 0,68% em abril, acumulando elevação de 6,68% em doze meses até maio, ante 6,66% no mês anterior. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,54% em maio, ante 0,52% em abril, acumulando 6,30% em doze meses, comparativamente a 6,32% em abril. A medida de núcleo que adota o critério de médias aparadas com suavização variou 0,62% em maio, ante 0,60% no mês anterior, acumulando elevação de 5,84% em doze meses até maio, mesmo patamar observado até o mês anterior.

36. O IGP-DI variou 0,01% em maio, após crescimento de 0,50% em abril, acumulando elevações de 3,08% no ano e de 9,14% em doze meses, comparativamente a 10,84% em abril, de acordo com a FGV. No mês, a desaceleração resultou de queda no IPA e de arrefecimento no IPC. O INCC manteve trajetória ascendente.

37. O IPA apresentou variação de 0,63% no mês, ante 0,24% em abril, acumulando variações de 2,42%

no ano e de 3,07% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários registraram retração de 3,19% em maio, ante queda de 0,66% em abril, acumulando 1,63% no ano e 21,28% em doze meses. Os preços dos produtos industriais variaram 0,32% no mês, ante 0,58% em abril, acumulando altas de 2,71% no ano e de 6,85% em doze meses. Relativamente aos produtos agropecuários, a desaceleração foi influenciada pela queda mais acentuada do preço do algodão, -25,46%, ante -10,35% em abril, e pelas retrações nos preços dos subitens ovos e bovinos com variações respectivas de -11,25% e de -2,33% em maio, comparativamente, na ordem, ao aumento de 8,39% e à queda de 1,05% no mês anterior. Entre os produtos industriais, a principal contribuição para a desaceleração decorreu do comportamento dos preços de derivados de petróleo e álcool com variação de -2,46% em maio, ante 2,63% em abril.

38. O IPC-DI aumentou 0,51% em maio, após alta de 0,95% em abril, acumulando crescimento de 3,98% no ano e de 6,37% em doze meses. No mês, houve desaceleração em seis dos sete grupos que compõem o índice, com destaque para o grupo alimentação que registrou incremento de 0,47%, ante crescimento de 1,04% no mês anterior. O INCC-DI apresentou crescimento de 2,94% no mês, relativamente a 1,06% em abril, respondendo à aceleração tanto nos preços de mão de obra, 5,48% ante 1,74%, quanto nos preços de materiais de construção, 0,51%, ante 0,42%. O INCC-DI acumula variações de 5,21% no ano e de 8,52% em doze meses.

39. O Índice de Preços ao Produtor – Indústria da Transformação (IPP/IT) apresentou alta de 0,34% em abril, ante 0,39% em março, acumulando 1,74% no ano e 6,73% nos últimos doze meses encerrados em abril, ante 6,81% no mês anterior. A variação do índice, no acumulado em doze meses, refletiu mais acentuadamente a elevação dos preços nos setores de produtos alimentícios, produtos químicos e produtos derivados de petróleo e biocombustíveis.

40. O Índice de Commodities Brasil (IC-Br) recuou 1,64% em abril e 4,47% em maio, após ter acumulado alta de 42,3% entre junho de 2010 e março de 2011. No mês de maio, a queda do IC-Br refletiu os recuos de 6,58%, 2,32% e 1,56% dos subíndices referentes aos segmentos agropecuária, metal e energia, respectivamente.

Atividade econômica

41. O PIB cresceu 1,3% no primeiro trimestre de 2011, ante o trimestre imediatamente anterior, considerando dados com ajuste sazonal, segundo informações divulgadas pelo IBGE. Sob a ótica da oferta, todos os setores apresentaram variação positiva nessa base de comparação, com destaque para o crescimento do setor primário, 3,3%, seguido da indústria, 2,2%, e dos serviços, 1,1%. Pela ótica da demanda agregada destacou-se a FBCF, com aumento de 1,2% na margem. Os dois componentes de consumo também apresentaram variações positivas, com crescimento do consumo das famílias de 0,6% e elevação do consumo do governo de 0,8%. Nos componentes relacionados ao setor externo, houve retração de 3,2% nas exportações e de 1,6% nas importações de bens e serviços.

42. Na comparação com o primeiro trimestre de 2010, o PIB cresceu 4,2%, refletindo crescimentos de 4% no setor de serviços, de 3,5% na indústria e de 3,1% na agricultura. Pelo lado da demanda, destacou-se a alta dos investimentos, 8,8%. O consumo das famílias permaneceu com taxa de expansão superior à do PIB, 5,9%, enquanto o consumo do governo registrou expansão mais moderada, 2,1%. As contas externas continuam a apresentar contribuição negativa para o PIB, -1,1 p.p., com elevação das exportações de 4,3%, em ritmo menos intenso do que as importações, que aumentaram 13,1%.

43. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 1,7% em março em relação a fevereiro, segundo dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após contração de 0,5% em fevereiro. Em consequência, a média do primeiro trimestre do ano cresceu 0,8% relativamente ao quarto trimestre de 2010. Na comparação mensal com ajuste sazonal, houve alta em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para o crescimento de 3,8% em Veículos e motos, partes e peças; de 3,5% em Equipamentos e materiais para escritório e de 2,7% em Material de construção. Para o comércio varejista, o volume de vendas apresentou alta de 1,2% em março,

comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após alta de 0,3% em fevereiro, enquanto a média trimestral registrou crescimento de 2,3% no primeiro trimestre de 2011 em relação ao último trimestre do ano anterior.

44. Considerando os dados observados, as vendas do comércio ampliado registraram retração interanual de 2,5% em março, primeira retração nessa base de comparação desde abril de 2009, decorrente da queda de 12,8% nas vendas de automóveis. No acumulado de doze meses, o desempenho do comércio ampliado apresentou incremento de 10,2%, favorecido pela alta nas vendas nos segmentos relativos a Equipamento e material para escritório, 20,6%, Móveis e eletrodomésticos, 17,2%, e Material de construção, 15,3%.

45. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram aumento mensal de 2,6% em maio, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando alta de 0,8% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro. As vendas de autoveículos cresceram 8,8% no acumulado do ano, com destaque para as elevações em ônibus, 25,9%, comerciais leves, 19%, e caminhões, 17,6%. No acumulado em doze meses encerrado em maio houve elevação de 9,7%, sobressaindo o crescimento de 29,3% em caminhões e de 23,9% em comerciais leves e ônibus.

46. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou expansão de 11,6% em abril, ante março. A análise dos dados observados indicou crescimento de 32% na comparação com abril de 2010, de 28,3% no primeiro quadrimestre do ano, e de 44,4% no acumulado em doze meses.

47. A produção de bens de capital registrou retração de 2,9% em abril, acumulando alta de 4,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal refletiu, especialmente, contrações de 15% da produção de bens de capital para a agricultura, de 9,2% para construção, e de 7% para fins industriais, enquanto os segmentos de equipamentos para o setor de energia elétrica e de peças agrícolas apresentaram aumentos de 5,1% e de 2,3%, respectivamente. A produção de bens de capital cresceu 0,1% na comparação com abril de 2010, acumulando elevações de 6,2% no ano e de 13,7% no período de doze meses encerrado em abril.

48. A produção de insumos típicos da construção civil apresentou retração de 2,7% em abril, ante março, e estabilidade no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, pela série com ajuste sazonal. O segmento registrou declínio de 1,9% em relação a abril de 2010, mas acumula crescimento de 3,5% no ano e de 7,9% nos últimos doze meses.

49. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R$167,9 bilhões no acumulado dos últimos doze meses encerrados em março, representando aumento de 16,6% em relação a igual período de 2010, com ênfase nas expansões de 27,3% dos recursos direcionados à indústria de transformação e de 15,1% à agropecuária. No primeiro trimestre do ano, os desembolsos decresceram 2,2% na comparação com igual período do ano anterior, com 40% do valor total destinado ao setor de infraestrutura, seguido pela indústria, 31%, comércio e serviços, 20%, e agropecuária, 9%.

50. A produção da indústria geral recuou 2,1% em abril em relação ao mês anterior, pela série com ajuste sazonal da PIM-PF, do IBGE, com destaque para a contração de 10,1% em bens de consumo duráveis. Em relação a abril de 2010, a produção da indústria decresceu 1,3%, sobressaindo-se as contrações de 5,6% em bens de consumo duráveis e de 2% em bens de consumo semi e não duráveis. As elevações no acumulado do ano e no período de doze meses encerrado em abril atingiram 1,6% e 5,4%, respectivamente, em relação a iguais períodos do ano anterior, com ênfase no crescimento da indústria de bens de capital, de 6,2% e de 13,7%, nas mesmas bases de comparação.

51. O Nuci da indústria de transformação, calculado pela FGV, manteve-se estável em maio ante abril, em 84,4%, segundo dados dessazonalizados. O resultado refletiu as elevações de 0,5 p.p. em material de construção, de 0,4 p.p. em bens intermediários, e de 0,1 p.p. em bens de capital, enquanto bens de consumo apresentaram retração de 0,6 p.p., na comparação mensal. Considerada a série observada, o Nuci recuou 0,5 p.p. em relação a maio de 2010, influenciado pelas quedas nos indicadores das indústrias de material de construção, -2,6 p.p.; de bens de consumo, -2,1 p.p.; e de bens intermediários, -0,3 p.p.; e pelo aumento de 2,4 p.p. em bens de capital.

52. A produção de autoveículos atingiu 303,5 mil unidades em maio, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), queda de 0,9% em relação a abril, considerados dados ajustados sazonalmente pelo Banco Central. A produção do setor registrou expansões de 2,1% em relação a maio de 2010 e de 3,7% no acumulado do ano.

53. O licenciamento de autoveículos, segundo dados da Anfavea, apresentou expansão de 3,5% em maio, ante abril, pela série dessazonalizada pelo Banco Central, e de 26,9% em relação a maio de 2010. As exportações apresentaram variações de -13,5% e de -5,2% nas mesmas bases de comparação. No acumulado do ano, o licenciamento aumentou 8,9% e a exportação, 5,7% e, em doze meses, essas variações atingiram 4,2% e 4,9%, na ordem.

54. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetou safra de grãos para 2011 de 161,2 milhões de toneladas, 7,8% superior à registrada em 2010. Considerando-se as principais culturas, projetam-se expansões nas safras de arroz e feijão, de 18% e 19,2%, respectivamente, além de incrementos de 8,4% na colheita de soja e de 3,9% na de milho.

Expectativas e sondagens

55. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, recuou 2,4% em maio, situando-se em 115,4 pontos, menor patamar desde março de 2010. O resultado refletiu igual retração de 2,4% nos Índices de Expectativas (IE) e da Situação Atual (ISA). Na comparação interanual, o ICC apresentou retração de 1,2%, a primeira queda na comparação interanual desde outubro de 2009, influenciado pelo declínio de 5,8% no IE, em parte compensando pelo crescimento de 6% no ISA.

56. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, declinou 1,2% em maio, para 109,9 pontos. O resultado decorreu das contrações de 1,7% no Índice de Situação Atual (ISA) e de 0,6% no Índice de Expectativas (IE). O ICI apresentou desempenho desfavorável pelo quinto mês consecutivo na comparação interanual, com queda de 5,3% em relação a maio de 2010, resultado de variações de -6,4% no ISA e de -4,2% no IE.

57. O ICS, da FGV, registrou declínio mensal de 1,4% em maio, dados sem ajustes sazonais. Quando comparado ao mesmo mês do ano anterior observou-se estabilidade. O resultado no mês decorreu da combinação de retrações tanto na avaliação do momento atual quanto das expectativas. O ISA reduziu-se 2,1% e o IE decresceu 0,7% em relação ao mês anterior. Em relação a maio de 2010, houve retração de 0,2% no ISA-S e alta de 0,3% no IE-S.

Mercado de trabalho

58. Dados divulgados pelo Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged) do MTE apontaram geração de 272,2 mil postos de trabalho em abril, representando expansão de 0,4% em relação a março, considerados dados dessazonalizados. Os setores que mais contribuíram para o crescimento de empregos no mercado formal foram serviços, 114,4 mil; indústria de transformação, 51,3 mil; e comércio, 41,6 mil. No acumulado do ano, o saldo atingiu 797,8 mil, ante 962,3 mil vagas geradas em igual período de 2010.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Adriana Soares Sales
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 Operações das Reservas Internacionais (Depin)

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

Siglas

a.a.	Ao ano
a.t.	Ao trimestre
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BIS	Banco de Compensações Internacionais
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
CCR	Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos
CDs	Centros de Distribuição
CGFS	Comitê sobre o Sistema Financeiro Global
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	*Commodity Research Bureau*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	*Deutscher Aktienindex*
DES	Direitos Especiais de Saque
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPS	Demanda potencial por Serviços
Embi+	*Emerging Markets Bond Index Plus*
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fecomércio-RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fed	*Federal Reserve*
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto

FTSE 100	*Financial Times Securities Exchange Index*
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
HP	Hodrick e Prescott
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/ Índice da Bovespa
IC-Br	Índice de *Commodities* – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IIF	*Institute of International Finance*
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
IPC-DI	Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
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
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição Internacional de Investimento
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias

PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PPC	Paridade do Poder de Compra
RMC	Região Metropolitana de Curitiba
S&P 500	*Standard and Poor's 500*
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	*Bombay Stock Exchange Sensitive Index*
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
UE	União Europeia
VAB	Valor Adicionado Bruto
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*
WEO	Perspectivas da Economia Mundial
WTI	*West Texas Intermediate*
XU100	*Istanbul Stock Exchange National 100 Index*