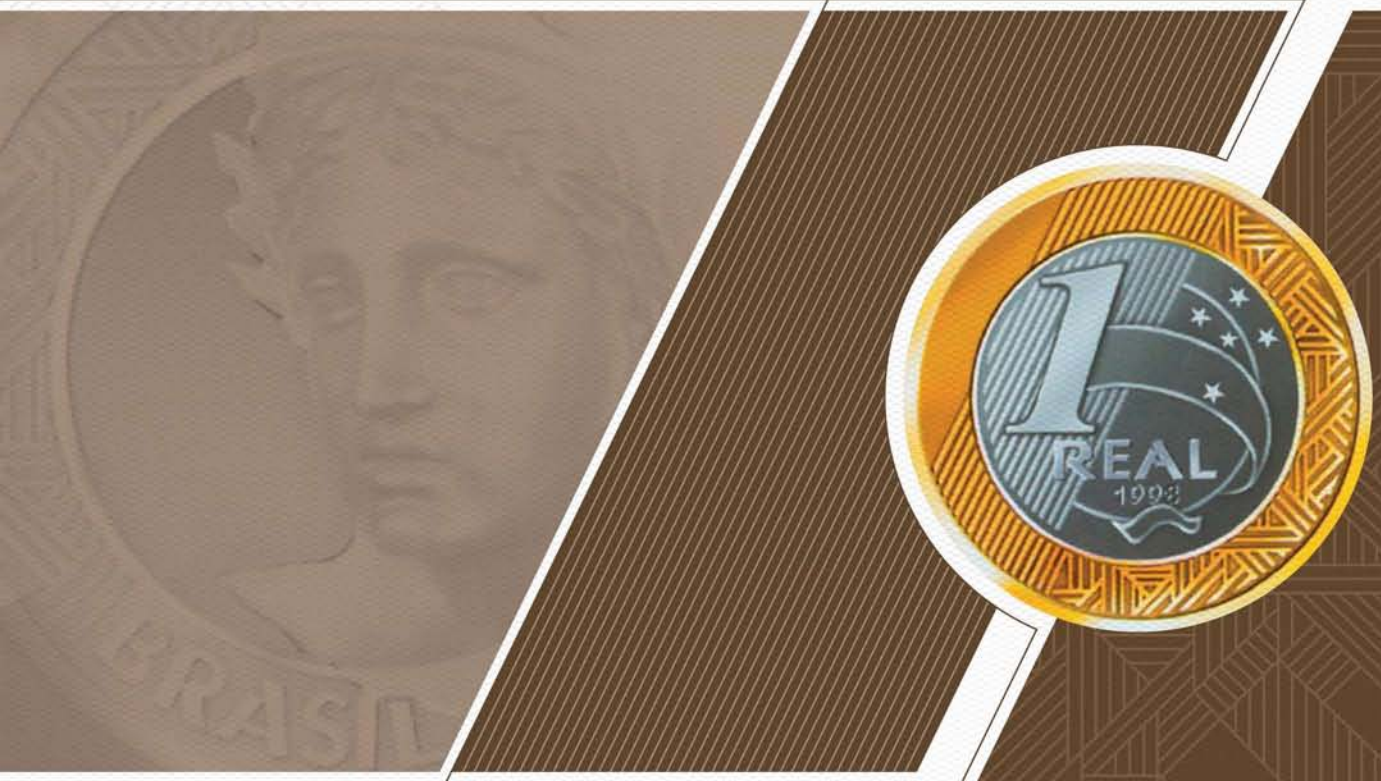
ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Setembro 2011
Volume 13 | Número 3



BANCO CENTRAL DO BRASIL

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação

Setembro 2011

Volume 13 | Número 3



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 13	nº 3	set.	2011	p. 1-141

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 3.

Controle Geral de Publicações

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

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Secre/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
1.4 Produto Interno Bruto 21
1.5 Investimentos 24
1.6 Conclusão 24

Preços 27

2.1 Índices gerais 27
2.2 Índices de preços ao consumidor 28
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo 28
2.3 Preços monitorados 29
2.4 Núcleo de inflação 29
2.5 Expectativas de mercado 30
2.6 Conclusão 31

Políticas creditícia, monetária e fiscal 33

3.1 Crédito 33
Operações de crédito com recursos direcionados 34
Operações de crédito com recursos livres 35
Taxas de juros e inadimplência 36
3.2 Agregados monetários 36
Taxas de juros reais e expectativas de mercado 37
Mercado de capitais 37
3.3 Política fiscal 38
Necessidades de financiamento do setor público 39

Operações do Banco Central no mercado aberto 41
Dívida mobiliária federal 41
Dívida Líquida do Setor Público 42
3.4 Conclusão 43

Economia internacional 47

4.1 Atividade econômica 47
4.2 Política monetária e inflação 49
4.3 Mercados financeiros internacionais 51
4.4 *Commodities* 52
4.5 Conclusão 54

Setor externo 55

5.1 Movimento de câmbio 55
5.2 Comércio de bens 56
5.3 Serviços e renda 57
5.4 Conta financeira 59
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa 60
5.6 Conclusão 61

Perspectivas para a inflação 69

6.1 Determinantes da inflação 70
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária 79
6.3 Pressupostos e previsão de inflação 87

Boxes

Evolução Recente do Mercado de Trabalho no Brasil: aspectos quantitativos e qualitativos 17
Revisão da Projeção para o PIB de 2011 22
Evolução Fiscal Comparada e Risco Soberano 44
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2011 62
Evolução dos Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto 64
Novas Medidas de Núcleo de Inflação 92
Tomador de Crédito Pessoal no Brasil, Inadimplência e Ciclos 98

Anexo 107

Apêndice 135

Apresentação

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

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

Sumário executivo

O cenário econômico global apresentou substancial deterioração desde o último Relatório de Inflação. As previsões de crescimento para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos Estados Unidos da América (EUA), que, entre outros desenvolvimentos, repercutiram negativamente sobre as expectativas de empresários e consumidores. O ambiente econômico internacional mais restritivo tende a permanecer por um período mais prolongado do que se antecipava e apresenta viés desinflacionário para a economia mundial bem como para a economia doméstica. Nesse contexto, o aumento da percepção de risco se traduziu em acentuada volatilidade nos mercados financeiros.

No Brasil, observa-se moderação do ritmo de atividade, que, entretanto, ainda continuará sendo favorecida pela demanda interna. Para tanto, contribuirão o vigor do mercado de trabalho e a expansão do crédito, a despeito de alguma moderação na margem. Por outro lado, devem ser considerados, nessa perspectiva, os efeitos da deterioração do cenário internacional, entre outros, sobre as expectativas de empresários e consumidores, sobre os fluxos de comércio exterior e sobre os investimentos.

A evolução das operações de crédito e dos agregados monetários mostrou-se consistente com as ações de política monetária implementadas no final do ano passado e início deste ano. No âmbito do crédito às famílias, persiste a expansão dos financiamentos habitacionais, impulsionada, em parte, por avanços institucionais verificados nesse mercado.

A instabilidade no cenário internacional repercutiu no mercado de capitais doméstico, com recuo do mercado acionário e contenção das emissões primárias de ativos.

O desempenho favorável da arrecadação e a contenção das despesas têm favorecido a dinâmica dos

indicadores fiscais. A esse respeito, cabe mencionar a elevação da meta de superávit primário para 2011.

A expansão nas importações de bens e serviços e, em meses recentes, o aumento nas remessas líquidas de renda para o exterior têm sido contrabalançados pelo desempenho favorável das exportações, em grande parte, devido aos patamares bastante favoráveis dos termos de troca. Nesse contexto, o déficit em transações correntes acumulado em doze meses se manteve estável em 2,2% do Produto Interno Bruto (PIB) pelo terceiro trimestre consecutivo.

Perspectivas favoráveis para a economia brasileira, a despeito da elevada aversão ao risco nos mercados internacionais, permanecem estimulando o ingresso de capitais externos, em especial investimentos diretos. Dessa forma, tem sido possível fortalecer as reservas internacionais, que aumentaram US$64,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2011.

Os indicadores de inflação ao consumidor, de modo geral, desaceleraram no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio. Em linha com a dinâmica da inflação plena, as medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central registraram variações menores no trimestre encerrado em agosto do que no finalizado em maio.

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 9 de setembro de 2011 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$1,65/US$ e meta para a taxa Selic em 12,00% a.a., projeta inflação de 6,4% em 2011 e de 4,7% em 2012. Para o terceiro trimestre de 2013, a projeção se encontra em 4,5%.

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 6,4% para a inflação em 2011, assim como no cenário de referência, e de 5,0% para 2012. Para o terceiro trimestre de 2013, a projeção atinge 5,1%.

Em um cenário alternativo, construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, e, considerando ainda projeções geradas por outros modelos, a projeção de inflação para

2011 se encontra em 6,4% e em 4,7% para 2012. No terceiro trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,8%.

O Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza crescente e que já se posiciona muito acima do usual e identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Além disso, o Comitê prevê que, neste trimestre, se encerra o ciclo de elevação da inflação acumulada em doze meses. A partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, a qual passa a se deslocar na direção da trajetória de metas. Dito de outra forma, o Comitê pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde o último Relatório, acumulou sinais favoráveis, em grande parte, devido à substancial deterioração do ambiente internacional.

O Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2011 é de 3,5%, valor 0,5 p.p. menor que o projetado no Relatório de Inflação de junho de 2011. Essa revisão reflete ações de política implementadas desde o final do ano passado e, principalmente, a deterioração do cenário internacional, que tem levado a reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos.

Nível de atividade

1

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Variação percentual

Discriminação	2011			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês[1/]				
Comércio varejista	-0,1	0,8	0,3	1,4
Combustíveis e lubrificantes	-1,4	-0,6	0,3	0,8
Hiper, supermercados	-0,2	0,4	0,0	1,6
Tecidos, vestuário e calçados	-3,3	2,7	2,6	-2,9
Móveis e eletrodomésticos	1,8	1,3	-0,8	4,1
Artigos farmacêuticos, médicos	1,6	2,2	0,2	1,1
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0,5	2,5	-0,3	1,1
Equipamentos e materiais para escritório	-12,6	20,4	11,0	-12,5
Outros artigos de uso pessoal	0,8	-4,0	1,7	0,6
Comércio ampliado	1,2	0,6	0,3	0,6
Materiais de construção	0,4	0,0	1,1	0,6
Automóveis e motocicletas	1,5	0,7	-0,9	0,9
Trimestre/trimestre anterior[1/]				
Comércio varejista	1,7	1,7	1,2	1,7
Combustíveis e lubrificantes	-0,3	-1,8	-2,2	-1,4
Hiper, supermercados	1,3	1,4	0,8	1,2
Tecidos, vestuário e calçados	2,9	1,0	0,6	1,5
Móveis e eletrodomésticos	3,6	3,9	3,1	4,0
Artigos farmacêuticos, médicos	0,8	1,6	3,0	3,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	-9,9	-4,7	0,8	2,8
Equipamentos e materiais para escritório	-0,9	6,5	10,7	17,5
Outros artigos de uso pessoal	2,7	2,6	1,1	-1,3
Comércio ampliado	1,4	2,1	2,5	2,1
Materiais de construção	3,5	3,0	2,4	1,9
Automóveis e motocicletas	0,1	2,4	3,5	2,3
No ano				
Comércio varejista	7,7	7,4	7,3	7,3
Combustíveis e lubrificantes	4,6	3,2	2,8	2,5
Hiper, supermercados	4,7	4,1	3,9	4,0
Tecidos, vestuário e calçados	7,3	6,9	7,7	6,7
Móveis e eletrodomésticos	17,4	18,0	17,7	18,3
Artigos farmacêuticos, médicos	9,7	10,1	10,6	10,6
Livros, jornais, revistas e papelaria	8,6	8,5	8,6	8,4
Equipamentos e materiais para escritório	5,9	9,6	14,7	14,8
Outros artigos de uso pessoal	8,4	7,2	6,5	6,0
Comércio ampliado	8,2	9,2	9,2	9,0
Materiais de construção	12,6	12,4	12,6	11,7
Automóveis e motocicletas	8,5	11,9	12,0	11,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A evolução do PIB no segundo trimestre do ano foi sustentada pela demanda doméstica e ratificou a perspectiva de moderação da atividade. O reduzido crescimento da produção industrial registrado no início do terceiro trimestre sugere que esse processo terá continuidade. Ressalte-se, além disso, a piora nos indicadores de confiança, na margem, e a elevação recente dos níveis de estoques industriais.

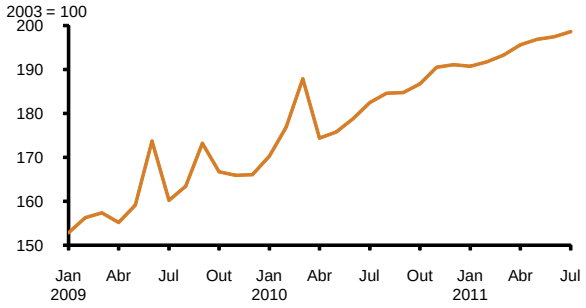
1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado aumentaram 2,1% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando haviam crescido 1,4%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Oito dos dez segmentos pesquisados registraram crescimento, ressaltando-se os relativos a equipamentos e material para escritório, 17,5%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 3,8%; e móveis e eletrodomésticos, 4%, contrastando com os recuos nas vendas de combustíveis e lubrificantes, 1,4%, e de outros artigos de uso pessoal e domésticos, 1,3%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças e material de construção, aumentaram 1,7% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando, nesse tipo de análise, também haviam expandido 1,7%, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, no trimestre, aumentos nas vendas em todas as regiões, com destaque para os assinalados no Sul, 2,1%, e no Norte, 1,2%.

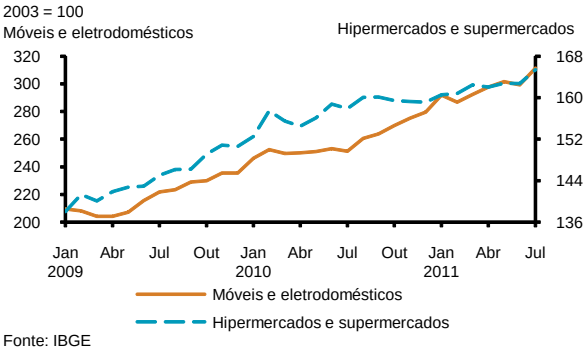
Outros indicadores apontam menor dinamismo do setor varejista. As vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC, cresceram 0,3% no trimestre finalizado em julho, em relação ao

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



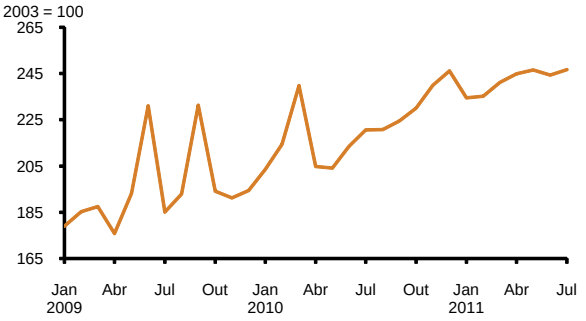
Fonte: IBGE

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

encerrado em abril, quando se elevaram 3% no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O índice Serasa, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, aumentou 1,7% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, quando havia crescido 1,3%, no mesmo tipo de comparação.

As vendas dos segmentos mais relacionados às condições de crédito apresentaram retração nos primeiros meses do terceiro trimestre. Nesse contexto, as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), decresceram 3,7% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao terminado em maio. A evolução recente do mercado de crédito e o aumento da inadimplência no segmento de pessoas físicas sugerem que a moderação da atividade varejista tende a se manter nos próximos meses.

Os indicadores de inadimplência registraram aumento em relação a iguais períodos do ano anterior. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 5,8% em agosto, ante 5,3% em igual mês de 2010, ressaltando-se os aumentos respectivos de 1 p.p. e 0,7 p.p. observados nas regiões Norte e Nordeste. No mesmo sentido, a inadimplência do estado de São Paulo atingiu 6,6% em agosto, ante 5,8% em igual mês de 2010, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), e o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor[1] registrou, em agosto, o sexto aumento mensal consecutivo, acumulando elevação de 29,2% em relação ao mesmo mês do ano anterior[2].

Os principais indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores registraram, no início do terceiro trimestre, acomodação em patamares elevados, mas inferiores aos observados em 2010. Nesse contexto, considerados dados dessazonalizados, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), atingiu 118,7 pontos em agosto de 2011, recuando 4,6% em relação ao mês anterior, retração decorrente de recuos de 4,5% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,9% no Índice de Expectativas (IE). O indicador recuou 2,6% em relação a agosto de 2010, resultado de variações de 2% no ISA e de -5,5% no IE.

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

2/ As principais contribuições para elevação do indicador decorreram de elevações das dívidas com as financeiras, cartões de crédito e empresas não financeiras, e com as instituições bancárias, que detêm participações respectivas de 36% e 45% no indicador geral.

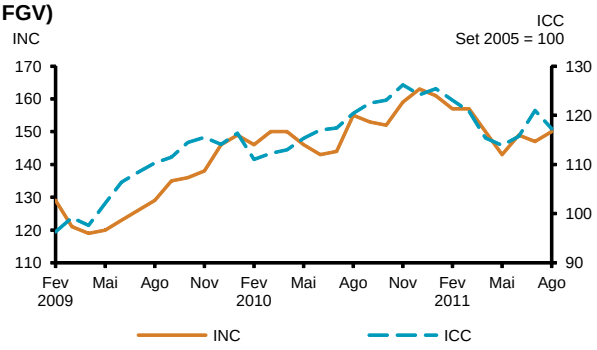
O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010 pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou recuo mensal de 1,1% em agosto, ante expansão de 1,3% em julho, quando foi interrompida uma sequência de oito retrações mensais consecutivas. O resultado de agosto refletiu, em especial, a piora de 6,6% no componente que avalia a preocupação dos consumidores com relação à inflação para os próximos seis meses. Os índices relativos às expectativas em relação à evolução da própria renda para os próximos seis meses e ao endividamento registraram recuos respectivos de 1,3% e 0,8%, no mês. O Inec decresceu 6,1% em relação a agosto de 2010, com ênfase nas retrações nos componentes expectativas de inflação, 21%, e desemprego, 10%.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, atingiu 150 pontos em agosto, 13 pontos abaixo do recorde registrado em dezembro de 2010, variando 2% em relação a julho e -3,2% comparativamente a agosto do ano anterior. Por nível de renda, o indicador relativo à classe C permaneceu em patamar de otimismo mais elevado, enquanto os relacionados às classes A/B e às classes D/E experimentaram variações mensais respectivas de 5 pontos. Segmentada por regiões, a elevação mensal assinalada em agosto refletiu os crescimentos no Norte/Centro-oeste, 10,3%, e Sudeste, 6,7%, e os recuos no Sul, 6,7%, e Nordeste, 3,2%.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), restrito ao município de São Paulo, atingiu 152,7 pontos em agosto. O decréscimo mensal de 0,1% – segundo retração em sequência neste tipo de comparação – decorreu de variações de -0,5% no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 0,1% do Índice de Expectativa do Consumidor (IEC), enquanto a redução de 7,2% em relação a agosto de 2010 resultou de recuos de 8,3% no Icea e de 6,3% no IEC.

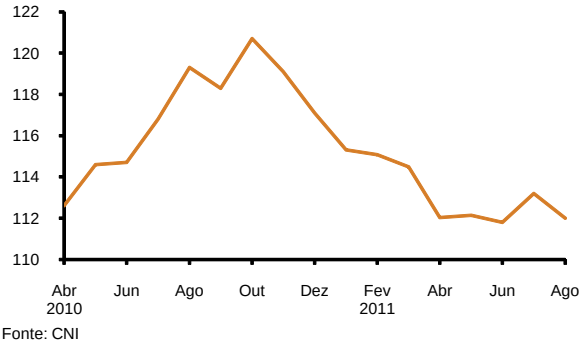
Em trajetória oposta, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ), para a Região Metropolitana do Rio de Janeiro, atingiu 122,1 pontos em agosto, crescendo 2,6% em relação a julho, segundo aumento mensal consecutivo, com ênfase na elevação de 6% no componente que avalia a confiança dos consumidores com renda de até dois salários mínimos.

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

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior[1/]

%

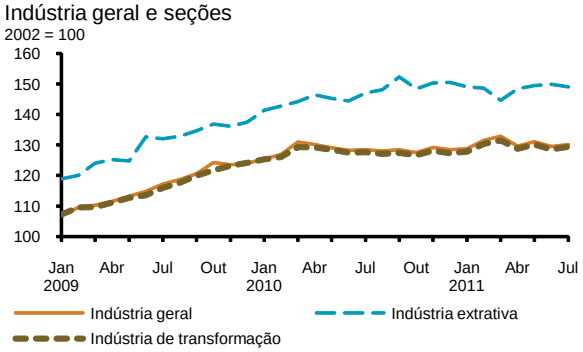
Discriminação	2011			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Indústria geral	2,0	1,2	-0,8	-0,8
Por seção				
Indústria extrativa	-1,8	-1,3	1,2	1,5
Indústria de transformação	1,9	1,3	-0,6	-0,6
Por categoria de uso				
Bens de capital	4,0	3,4	-0,4	0,0
Bens intermediários	0,8	0,8	0,2	-0,1
Bens de consumo	1,6	1,2	-1,7	-0,9
Duráveis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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial[1/]

Indústria geral e seções

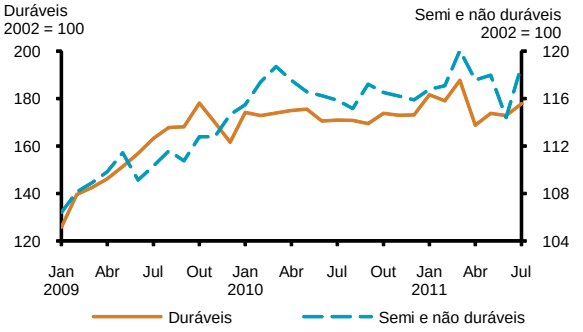


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial[1/]

Bens de consumo

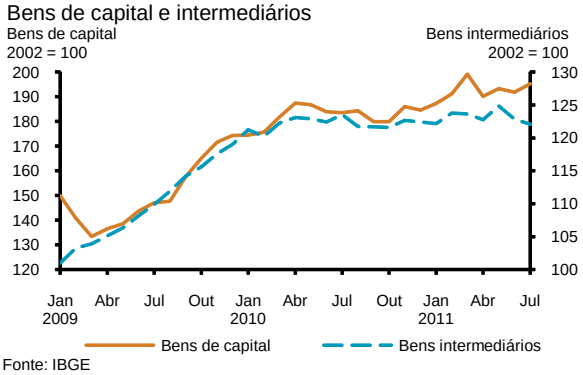


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial[1/]

Bens de capital e intermediários



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria recuou 0,8% no trimestre encerrado em julho, relativamente ao finalizado em abril, quando havia crescido 2%, nesse tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa cresceu 1,5% no período, enquanto a indústria de transformação recuou 0,6%, ressaltando-se as retrações nos segmentos farmacêutica, 12,8%; têxtil, 7,5%; e equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 4,9%, e as expansões nas indústrias de fumo, 24,3%; edição, impressão e reprodução, 7,6%; e material eletrônico e equipamentos de comunicação, 6,3%.

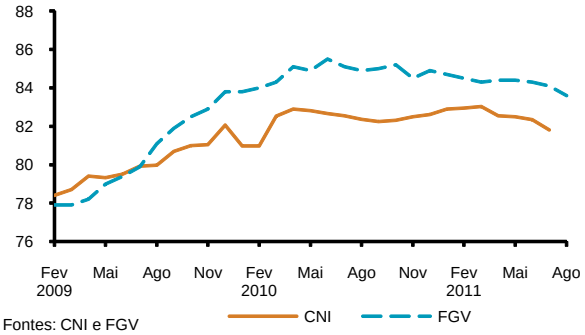
A análise por categorias de uso revela retrações trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis, 2,1%; bens de consumo semi e não duráveis, 1%; e de bens de consumo intermediários, 0,1%, e estabilidade na relativa a bens de capital. Nesse segmento, ressaltem-se as expansões respectivas de 4,1% e 2,7% nas indústrias de equipamentos de transporte e de bens de capital para fins industriais, e as retrações nas atividades bens de capital de uso misto, 7,8%, para o setor de energia elétrica, 7%, e agrícolas, 4,7%.

O índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE, decresceu 0,1% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril. Ao mesmo tempo, a produtividade do trabalhador industrial recuou 0,7% no período, com a folha de pagamento real aumentando 0,3%.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 83,6% em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. A UCI média recuou 0,4 p.p. no trimestre finalizado em agosto, em relação ao encerrado em maio, resultado de reduções nas indústrias de bens de consumo não duráveis, 1,2 p.p.; bens de capital, 0,3 p.p.; e de bens de consumo duráveis, 0,1 p.p., e de crescimento de 0,1 p.p. na indústria de bens intermediários.

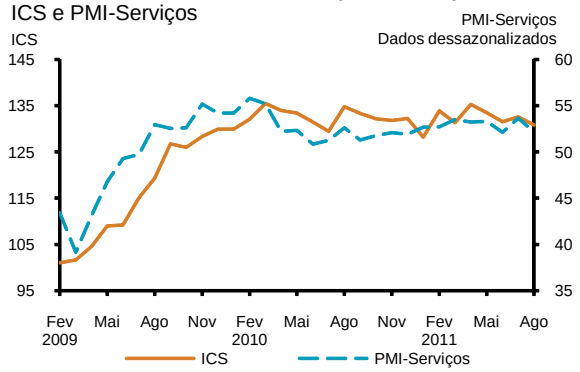
O Índice de Confiança da Indústria[3] (ICI) atingiu 102,7 pontos em agosto, retraindo 2,2% em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados da FGV. A tendência recente de acomodação do indicador se expressa,

Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada[1/]
Indústria de transformação
%



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

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



Fontes: FGV e Markit

ainda, no recuo médio de 6,2 pontos assinalado no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, resultante de reduções nas indústrias de bens de consumo não duráveis, 8 p.p.; bens de capital, 6,7 p.p.; bens intermediários, 4,7 p.p.; e de bens de consumo duráveis, 0,4.

O Índice Gerente de Compras[4] (PMI), considerada a série dessazonalizada pela Markit, atingiu 46 pontos em agosto, sinalizando retração da atividade industrial pelo terceiro mês seguido.

Serviços

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), que reflete a confiança do empresariado do setor de serviços, atingiu 130,8 pontos em agosto, ante 132,6 pontos em julho e 134,8 pontos em igual mês de 2010. A variação mensal refletiu as retrações respectivas de 2% e 0,5% registradas no Índice de Expectativas (IE-S) e no Índice de Situação Atual (ISA-S).

O Índice Gerente de Compra (PMI-Serviços)[5] relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 52,2 pontos em agosto, ante 53,7 pontos em julho, sugerindo a manutenção do dinamismo da atividade no setor. O indicador sem ajuste sazonal atingiu 53,4 pontos no mês, após igual resultado em julho e 51,7 pontos em junho.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), em linha com outros indicadores, sugere moderação da atividade econômica. De fato, o IBC-Br aumentou 0,4% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando se elevara 1,2%, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador registrou crescimento de 1,7% em julho, ante elevações de 2,9% em junho e de 4,2% em maio.

4/ 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.

5/ O indicador, calculado pela Markit e divulgado pelo *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* (HSBC), 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.

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

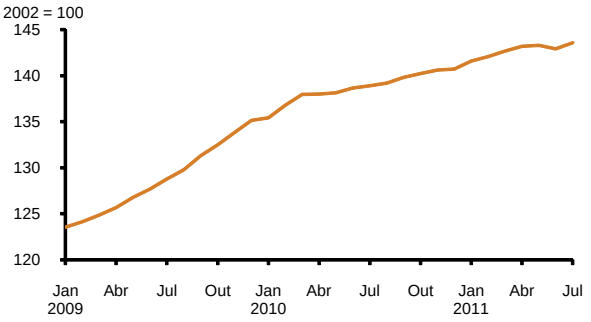
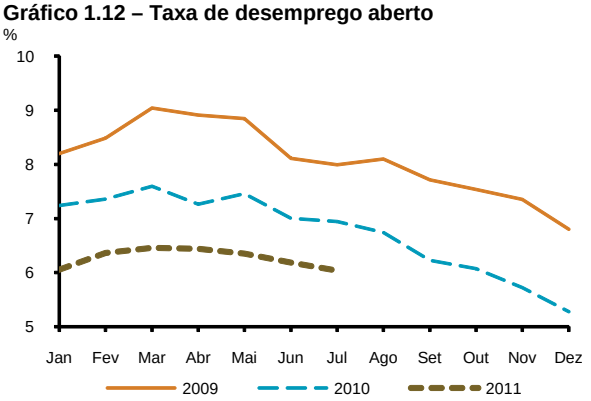


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

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

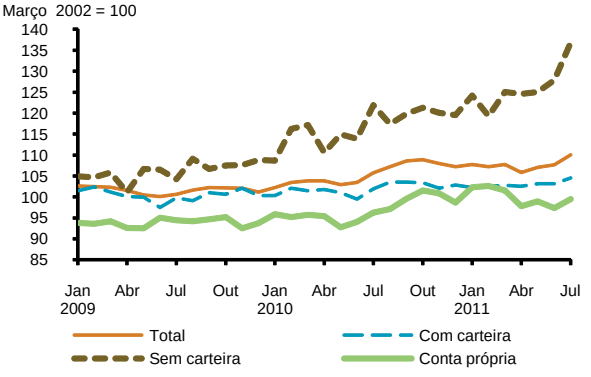
Discriminação	2010	2011		
	No ano	1º Sem.	Ago	No ano[2/]
Total	2 136,9	1 265,3	190,4	1 596,3
Indústria de transformação	485,0	244,0	35,9	303,5
Comércio	519,6	92,3	44,3	165,2
Serviços	864,3	507,1	94,4	647,5
Construção civil	254,2	156,7	31,6	214,0
Agropecuária	-25,9	223,5	-19,5	217,7
Serviços ind. de util. pública	17,9	6,7	-0,0	7,8
Outros[1/]	22,0	35,0	3,7	40,7

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a agosto.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real



Fonte: IBGE

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego atingiu 6% em julho, ante 6,2% no mês anterior e 6,9% em julho de 2010, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou o menor patamar histórico em julho, 5,9%, enquanto sua média atingiu 6% no trimestre encerrado em julho, 0,1 p.p. inferior à registrada no trimestre encerrado em abril, recuo decorrente de aumentos de 0,5% no pessoal ocupado e de 0,4% na População Economicamente Ativa (PEA).

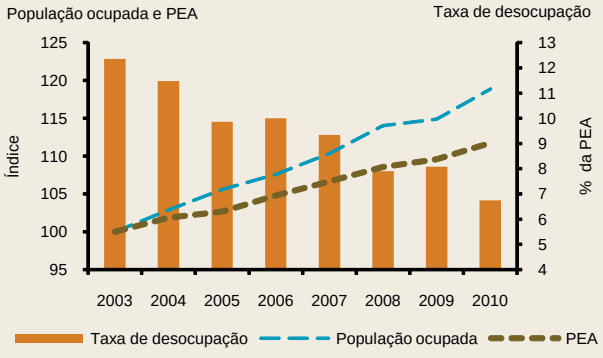
De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.596,3 mil postos de trabalho no país nos oito primeiros meses de 2011, ante 1.954,5 mil em igual período do ano anterior. Ressalte-se a geração de 647,5 mil vagas no setor de serviços, seguindo-se os aumentos nos saldos de empregos formais na indústria de transformação, 303,5 mil; na agropecuária, 217,7 mil; e na construção civil, 214 mil.

O rendimento médio real do trabalho principal, habitualmente recebido pelos ocupados nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME, cresceu 4% no trimestre finalizado em julho, em relação a igual período do ano anterior. Os ganhos reais aumentaram 11,1% no segmento informal e 2,8% no segmento de empregados com carteira assinada, enquanto, considerados os principais setores da economia, os maiores ganhos ocorreram nos setores outros serviços, que agrega as atividades alojamento, transporte, limpeza urbana e serviços pessoais, 8,1%; serviços domésticos, 7,8%; indústria, 5,7%; e construção civil, 4,6%. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 6,4% no trimestre.

Evolução Recente do Mercado de Trabalho no Brasil: aspectos quantitativos e qualitativos

O mercado de trabalho do país, em trajetória consistente com o desempenho da economia brasileira, registrou dinamismo acentuado nos últimos anos, expresso em significativos aumentos na ocupação, nos rendimentos reais e na expressiva redução da taxa de desemprego. Nesse cenário, este boxe busca evidenciar a trajetória positiva também de indicadores qualitativos do mercado de trabalho, concomitante aos aspectos quantitativos tradicionalmente abordados, com ênfase na evolução do trabalho juvenil, da formalização, do nível de instrução dos trabalhadores e da carga horária registrada.

Gráfico 1 – Ocupação, desocupação e PEA



Fonte: IBGE

O crescimento médio anual de 4,4% apresentado pelo Produto Interno Bruto (PIB) do país de 2003 a 2010 favoreceu a retração, de 12,4% para 6,7%, na taxa de desemprego medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), conforme o Gráfico 1. Nesse período, a ocupação e a População Economicamente Ativa (PEA) registraram crescimentos anuais médios respectivos de 2,5% e 1,6%, resultando em recuo de 39% na população desocupada. O rendimento médio real experimentou expansão anual média de 2,5%, de 2003 a 2010.

A evolução da taxa de atividade[1], segmentada por faixa etária, constitui indicador qualitativo relevante do mercado de trabalho. Conforme a Tabela 1, de 2003 a 2010 verificaram-se reduções nas taxas de atividade relacionadas às faixas etárias de 10 a 14 anos e de 15 a 17 anos, que incorporam, na ordem, indivíduos com idades compatíveis para cursar o ensino fundamental e o

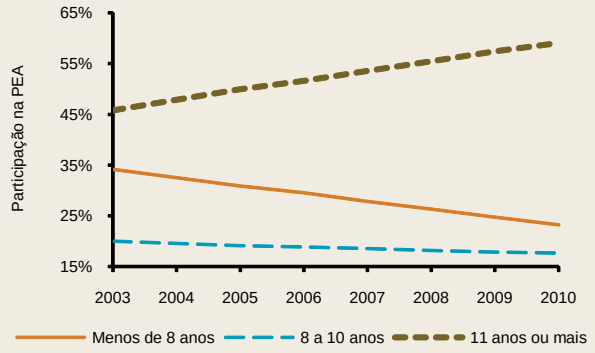
1/ Taxa de atividade é a relação entre a PEA e a População em Idade Ativa (PIA) e representa, portanto, o percentual das pessoas que busca emprego e/ou está empregado.

Tabela 1 – Taxa de atividade (%)

	10 a 14 anos	15 a 17 anos	18 a 24 anos	25 a 49 anos	50 anos ou mais
2003	3,5	26,0	70,2	78,5	38,0
2004	3,0	25,5	70,7	78,7	38,2
2005	1,8	22,5	69,5	78,6	38,1
2006	2,0	23,5	70,6	79,1	38,3
2007	1,7	22,1	70,8	79,6	38,4
2008	1,7	21,6	70,6	79,9	39,2
2009	1,4	19,0	69,9	80,1	39,5
2010	1,3	18,9	70,1	80,9	40,0

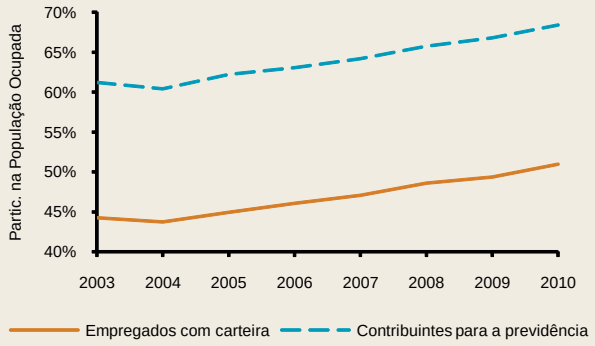
Fonte: IBGE

Gráfico 2 – Nível de instrução dos trabalhadores



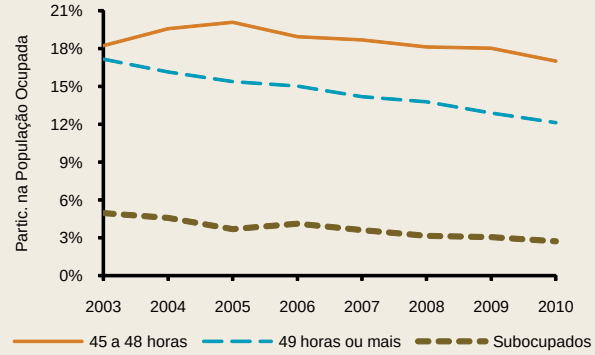
Fonte: IBGE

Gráfico 3 – Formalização do mercado de trabalho



Fonte: IBGE

Gráfico 4 – Horas trabalhadas



Fonte: IBGE

ensino médio. Exemplificando, no primeiro grupo, 3,5% da população estava inserido no mercado de trabalho – trabalhando ou buscando emprego – em 2003, percentual que se reduziu para 1,3% em 2010, segundo dados da PME. Em oposição, registraram-se elevações nas taxas relacionadas às faixas etárias de 25 a 49 anos e de 50 anos ou mais. Essa evolução reflete, em parte, o impacto do aumento da renda familiar sobre a necessidade de indivíduos mais jovens ingressarem no mercado de trabalho, exercendo desdobramentos, a médio e longo prazos, sobre o nível de escolaridade do trabalhador e, em consequência, sobre a produtividade da mão de obra.

De fato, o nível de instrução formal dos participantes do mercado de trabalho vem registrando aumento expressivo nos últimos anos. De acordo com o Gráfico 2, a participação dos trabalhadores com menos de 8 anos de estudo recuou de 34,1% da PEA, em 2003, para 23,2%, em 2010, enquanto a relativa aos trabalhadores com 11 ou mais anos de estudo aumentou de 45,8% para 59,1%.

A trajetória da formalização do emprego evidencia, igualmente, a melhora qualitativa no mercado de trabalho do país. Nesse sentido, o Gráfico 3 revela que o contingente de trabalhadores do setor privado com carteira assinada, após representar 44,3% do total dos trabalhadores em 2003, deteve participação de 51% em 2010. Adicionalmente, a proporção de trabalhadores contribuintes para a Previdência em relação à população ocupada passou de 61,2% para 68,4%, no mesmo período. A maior formalização do mercado de trabalho, ao aumentar a segurança dos empregados, dando-lhes acesso a mecanismos institucionalizados de auxílio em caso de problemas de saúde ou perda de emprego, é elemento importante para o fortalecimento do mercado interno.

A quantidade de horas trabalhadas, outro indicador qualitativo do mercado de trabalho, também apresentou evolução favorável no período analisado. Conforme o Gráfico 4, a participação da população ocupada com carga horária superior a 44 horas semanais passou de 35,4% do total dos trabalhadores, em 2003, para 29,1%, em 2010. Adicionalmente a participação dos trabalhadores com jornada de trabalho semanal igual ou superior a

49 horas recuou de 17,2% para 12,1%, no período. Nesse cenário, a média de horas semanais habitualmente trabalhadas recuou de 42,5 para 41,8, de 2003 a 2010.

Vale ressaltar que a retração na carga horária não representa, no caso brasileiro, menor demanda por horas trabalhadas. Esse argumento é respaldado pela trajetória recente da ocupação, pelos custos relativamente elevados de contratação de horas extras – em ambiente de formalização crescente – e pela redução observada na proporção de subocupados por insuficiência de horas trabalhadas, que passou de 5%, em 2003, para 2,7%, em 2010.

O tempo de procura por colocação, outro aspecto qualitativo do mercado de trabalho, decresceu no período considerado. Nesse sentido, o percentual da população desocupada que buscava trabalho há mais de um ano recuou de 23,4%, em 2003, para 17,7%, em 2010. A recolocação mais rápida no mercado de trabalho favorece a ocorrência desse retorno de forma mais produtiva.

Em síntese, o crescimento registrado pela economia brasileira nos últimos anos contribuiu para a redução da taxa de desemprego e para o aumento do rendimento real dos trabalhadores. Além dessa melhora quantitativa, o mercado de trabalho do país registrou importantes avanços qualitativos, com desdobramentos para seu fortalecimento e, consequentemente, para a manutenção do dinamismo do mercado interno e do ciclo virtuoso da economia do país. No âmbito dos aspectos qualitativos, todos os indicadores considerados apresentaram melhoras relevantes no período analisado.

Relativamente ao trabalho juvenil, a evolução da taxa de atividade segmentada por faixa etária evidencia menor participação de indivíduos em idade escolar no mercado de trabalho, favorecendo sua dedicação integral aos estudos. Ressalte-se que esse processo, expresso no aumento do número de anos de estudo dos integrantes da PEA, favorece o nível de instrução formal dos participantes do mercado de trabalho e cria condições para o aumento da produtividade da mão de obra. Adicionalmente, a relação trabalhista encontra-se crescentemente

formalizada e o tempo de retorno ao mercado de trabalho, reduzindo-se, trajetórias que exercem desdobramentos sobre as expectativas desse contingente de trabalhadores e sobre o fortalecimento do mercado interno. O último indicador considerado neste boxe refere-se à quantidade de horas trabalhadas, ressaltando-se que sua redução no período analisado reflete, em ambiente de aumento da ocupação e redução dos subocupados, o impacto do aumento da formalização sobre a contratação excessiva de horas extras.

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Variação %

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

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2010			2011	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Agropecuária	8,1	7,8	6,5	3,1	1,4
Indústria	14,5	12,3	10,1	3,5	2,6
Extrativa mineral	15,6	16,0	15,7	4,0	3,3
Transformação	15,6	12,5	9,7	2,4	1,8
Construção civil	15,9	13,6	11,6	5,2	3,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	9,2	8,8	7,8	4,9	4,1
Serviços	6,1	5,7	5,4	4,0	3,7
Comércio	13,6	12,0	10,7	5,5	5,2
Transporte, armazenagem e correio	11,8	10,3	8,9	4,7	4,1
Serviços de informação	3,2	3,5	3,8	5,1	5,3
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	9,9	10,4	10,7	6,4	5,5
Outros serviços	3,8	3,5	3,6	3,5	3,5
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,6	1,7	1,9	1,6
Administração, saúde e educação públicas	2,7	2,6	2,3	2,8	2,7
Valor adic. a preços básicos	8,4	7,5	6,7	3,8	3,2
Impostos sobre produtos	14,0	13,3	12,5	6,5	6,3
PIB a preços de mercado	9,2	8,4	7,5	4,2	3,6
Consumo das famílias	7,4	6,9	7,0	5,9	5,7
Consumo do governo	4,2	4,1	3,3	2,1	2,3
Formação Bruta de Capital Fixo	28,2	25,6	21,8	8,8	7,3
Exportação	10,6	10,8	11,5	4,3	5,2
Importação	39,2	39,8	36,2	13,1	13,9

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2011, em relação ao primeiro trimestre do mesmo ano, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

A análise sob a ótica da produção revela variações trimestrais respectivas de -0,1%, 0,2% e 0,8% nos segmentos agropecuária, indústria e serviços, ante aumentos de 3%, 2,2% e 0,7% no trimestre encerrado em março. Vale ressaltar o dinamismo do setor de serviços, que registrou o décimo aumento trimestral consecutivo na margem, enquanto a produção industrial experimentou arrefecimento acentuado no período.

No âmbito da demanda, em que o componente interno persiste sustentando a evolução do PIB, ressalte-se o crescimento robusto da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 1,7%, seguindo-se as expansões trimestrais respectivas de 1,2% e 1% no consumo do governo e no consumo das famílias. O setor externo contribuiu de forma negativa para a evolução do PIB no trimestre, registrando-se elevações de 6,1% nas importações e de 2,3% nas exportações.

O PIB cresceu 3,6% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2010. Sob a ótica da oferta, ocorreram aumentos de 1,4% na agropecuária, influenciado pelas safras favoráveis de soja, arroz, algodão e feijão; de 2,6% na indústria, impulsionado pelo dinamismo dos segmentos produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 4,1%, e na construção civil, 3,6%; e de 3,7% no setor de serviços, com ênfase nas expansões registradas nas atividades intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relacionados, 5,5%; serviços de informação, 5,3%; e comércio, 5,2%.

A análise dos componentes da demanda revela que a contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 4,7 p.p. no primeiro semestre de 2011, ante 12,4 p.p. em igual intervalo de 2010, registrando-se elevações respectivas de 7,3%, 5,7% e 2,3% na FBCF, no consumo das famílias e no consumo do governo. O setor externo exerceu contribuição de -1,1 p.p., ante -3,2 p.p. no primeiro semestre de 2010, resultado de elevações de 13,9% nas importações e de 5,2% nas exportações.

Revisão da Projeção para o PIB de 2011

A projeção de crescimento para o Produto Interno Bruto (PIB) foi revisada de 4%, divulgada nos dois últimos Relatórios de Inflação, para 3,5%, recuo decorrente da incorporação dos resultados do segundo trimestre 2011 de dados preliminares referentes ao terceiro trimestre e da atualização do cenário macroeconômico para o último trimestre do ano.

A análise da oferta revela que a agropecuária deverá crescer 2,1% em 2011, conforme a Tabela 1. A expansão de 0,2 p.p. acima da estimativa anterior é consistente com a revisão da estimativa pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) – de 1,2%, à época da projeção anterior para o PIB, para 6,3% – para a safra de grãos de 2011. Contrastando com o efeito positivo da agricultura, a pecuária apresentou desempenho aquém da expectativa no primeiro semestre, impactando negativamente a projeção anual para o segmento agropecuário.

A expansão anual do setor industrial em 2011 está estimada em 2,3%. O recuo de 1,9 p.p. em relação à estimativa anterior decorre de revisões para menos em todos os sub-setores da indústria, em linha com os respectivos desempenhos registrados no segundo e no início do terceiro trimestre do ano. Nesse cenário, ocorreram reduções nos prognósticos relacionados à indústria extrativa mineral, de 5,6% para 3,2%; à indústria de transformação, de 3,6% para 1,5%; à construção civil, de 5,2% para 3,4%; e à produção e distribuição de eletricidade, gás e água, de 4,5% para 3,7%.

A produção do setor de serviços deve aumentar 3,5%, ante 3,8% na projeção anterior, ressaltando-se as reduções nas estimativas relacionadas aos

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2010			2011		
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	IV Tri[1/]
Agropecuária	8,1	7,8	6,5	3,1	1,4	2,1
Indústria	14,5	12,3	10,1	3,5	2,6	2,3
Extrativa mineral	15,6	16,0	15,7	4,0	3,3	3,2
Transformação	15,6	12,5	9,7	2,4	1,8	1,5
Construção civil	15,9	13,6	11,6	5,2	3,6	3,4
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	9,2	8,8	7,8	4,9	4,1	3,7
Serviços	6,1	5,7	5,4	4,0	3,7	3,5
Comércio	13,6	12,0	10,7	5,5	5,2	4,6
Transporte, armazenagem e correio	11,8	10,3	8,9	4,7	4,1	4,1
Serviços de informação	3,2	3,5	3,8	5,1	5,3	5,1
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	9,9	10,4	10,7	6,4	5,5	5,5
Outros serviços	3,8	3,5	3,6	3,5	3,5	3,3
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,6	1,7	1,9	1,6	1,7
Administração, saúde e educação públicas	2,7	2,6	2,3	2,8	2,7	2,3
Valor adic. a preços básicos	8,4	7,5	6,7	3,8	3,2	3,1
Impostos sobre produtos	14,0	13,3	12,5	6,5	6,3	5,5
PIB a preços de mercado	9,2	8,4	7,5	4,2	3,6	3,5

Fonte: IBGE e Banco Central
1/ Estimativa.

segmentos outros serviços, 1,6 p.p.; serviços de informação, 1,1 p.p.; e intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relacionados, 0,6 p.p.

No âmbito da demanda agregada, a nova projeção considera crescimento maior no consumo das famílias, de 4,5% ante 4,1% na estimativa anterior, consistente com a evolução favorável do mercado de trabalho no primeiro semestre. Também aumentou a projeção de crescimento para o consumo de governo, de 1,9% para 2,1%. A estimativa para o crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) foi reduzida de 6,4% para 5,6%, alteração associada aos recuos nas projeções de crescimento da construção civil, da indústria de transformação e das importações de bens de capital.

As exportações e as importações de bens e serviços devem registrar elevações anuais respectivas de 4,7% e 12,9%, ante estimativas anteriores de 9,6% e 18,2%. O menor crescimento de exportações é compatível com o ambiente de desaceleração da economia mundial, enquanto a revisão do crescimento das importações ocorre em linha com a expectativa de continuidade da moderação na atividade econômica interna no segundo semestre.

Incorporadas essas alterações, a contribuição da demanda interna para a expansão anual do PIB está estimada em 4,5 p.p., enquanto o setor externo deverá exercer impacto negativo de 1 p.p. para a evolução do agregado em 2011.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2010			2011		
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	IV Tri[1/]
PIB a preços de mercado	9,2	8,4	7,5	4,2	3,6	3,5
Consumo das famílias	7,4	6,9	7,0	5,9	5,7	4,5
Consumo do governo	4,2	4,1	3,3	2,1	2,3	2,1
Formação Bruta de Capital Fixo	28,2	25,6	21,8	8,8	7,3	5,6
Exportação	10,6	10,8	11,5	4,3	5,2	4,7
Importação	39,2	39,8	36,2	13,1	13,9	12,9

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Variação % sobre mesmo período do ano anterior

Discriminação	2011			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Insumos da construção civil	-1,9	4,2	4,8	3,9
Bens de capital	-1,8	5,3	6,0	3,8
Tipicamente industrializados	0,3	2,4	1,3	11,5
Agrícolas	-16,0	-2,8	-13,7	-14,6
Peças agrícolas	28,7	24,1	18,7	-1,3
Construção	12,1	24,8	6,9	12,7
Energia elétrica	-22,9	0,1	-2,2	-7,6
Equipamentos de transporte	7,0	17,0	15,8	11,5
Misto	-9,4	-9,6	-1,2	-8,5

Fonte: IBGE

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, elevaram-se 5,9% no segundo trimestre do ano, em relação a igual período de 2010, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF cresceu 1,7% relativamente ao trimestre finalizado em março, persistindo em trajetória crescente, nessa base comparação, favorável à continuidade da expansão da capacidade produtiva no longo prazo.

O crescimento interanual da FBCF no segundo trimestre do ano traduziu as elevações registradas na produção de insumos da construção civil, 2,4%, e na absorção de bens de capital, 8,7%, esta decorrente de aumentos respectivos de 3,3%, 2,6% e 25,1% na produção, exportação e importação desses bens. O desempenho da produção de bens de capital foi sustentado, em especial, pelas expansões nas indústrias de equipamentos de transporte, 14,7%; bens de capital destinados à construção, 14,6%; e peças agrícolas, 12,9%.

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$55,6 bilhões no primeiro semestre de 2011. O recuo de 6,2% registrado em relação ao período equivalente do ano anterior refletiu, em especial, as retrações nos desembolsos aos segmentos comércio e serviços, 10,8%; indústria de transformação, 4,6%; e agropecuária, 1,6%, enquanto os recursos direcionados à indústria extrativa, representando apenas 2,7% do total de desembolsos, aumentaram 253,2%.

1.6 Conclusão

Importantes indicadores de conjuntura sugerem moderação do ritmo de crescimento da economia brasileira. Nesse cenário, consistente com os efeitos das ações de política implementadas desde o final do ano passado, verifica-se moderação no comércio varejista e no setor de serviços e, em maior intensidade, na indústria.

Prospectivamente, o desempenho da atividade deverá seguir favorecido pela expansão da demanda interna, sustentada pelo vigor do mercado de trabalho e pela expansão do crédito, ainda que em ritmo moderado.

Em oposição, devem ser consideradas nessa perspectiva influências contracionistas decorrentes da deterioração do cenário internacional, particularmente sobre as condições de crédito, as expectativas de empresários e consumidores, e os fluxos de comércio exterior e investimentos.

Preços

2

Os principais indicadores da inflação registraram desaceleração no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio. A evolução favorável dos preços ao consumidor esteve associada, principalmente, ao arrefecimento nas variações dos preços nos grupos alimentação e vestuário. Por sua vez, a desaceleração nos índices gerais de preços evidenciou a moderação dos preços industriais no atacado. No mesmo sentido, os núcleos de inflação ao consumidor registraram, nos distintos critérios adotados para o seu cálculo, variações menores no trimestre encerrado em agosto do que no finalizado em maio.

2.1 Índices gerais

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 0,43% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,12% naquele finalizado em maio, evolução decorrente de reduções nas variações trimestrais do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e do Índice Nacional de Custo da Construção Civil (INCC), e de expansão na relativa ao Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA).

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

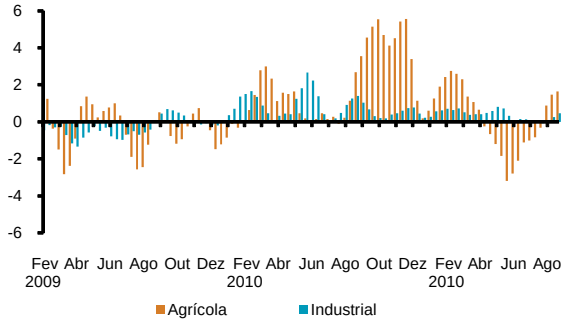
Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,50	0,01	-0,13	-0,05	0,61
IPA	0,24	-0,63	-0,19	-0,13	0,77
IPC-Br	0,95	0,51	-0,18	-0,04	0,40
INCC	1,06	2,94	0,37	0,45	0,13

Fonte: FGV

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

O IPA cresceu 0,44% ante 0,22% no trimestre finalizado em maio, refletindo aumentos de 0,21% nos preços agrícolas e de 0,52% nos preços industriais, que haviam registrado variações respectivas de -2,79% e 1,33% no período encerrado em maio. A evolução dos preços no segmento industrial esteve associada, em grande parte, à menor alta registrada no segmento minerais metálicos e aos recuos nos segmentos metalurgia básica, produtos de metal e produtos químicos, enquanto a mudança na dinâmica dos preços agrícolas foi determinada, em grande parte, pelos aumentos nos preços dos itens soja, arroz, suínos e aves.

O IPC variou 0,18% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,18% naquele terminado em maio. Ressaltem-se, no período, as retrações de preços nos segmentos alimentação,

evidenciando reduções nos itens arroz, feijão, hortaliças e legumes, frutas e aves e ovos; e transportes, influenciada por decréscimos de preços nos itens gasolina e álcool.

O INCC registrou aumentou 0,96% no trimestre, ante 4,48% de março a maio, reflexo de desacelerações nos custos da mão de obra, de 7,71% para 0,99%, e nos preços dos materiais e serviços, de 1,43% para 0,90%.

O IGP-DI aumentou 3,52% nos oito primeiros meses do ano e 7,81% no período de doze meses encerrado em agosto. O indicador havia acumulado variação de 6,87% de janeiro a agosto de 2010.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,68% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,04% naquele finalizado em maio, reflexo de menores elevações dos preços livres e dos monitorados, responsáveis, na ordem, por 0,62 p.p. e 0,06 p.p. da variação do indicador. O índice apresentou variações mensais de 0,15% em junho; 0,16% em julho; e 0,37% em agosto.

Os preços livres aumentaram 0,88%, ante 1,69% no trimestre encerrado em maio, resultado de elevações de 0,70% no segmento de bens comercializáveis e de 1,02% no relativo a não comercializáveis. Destaque-se, no segmento de não comercializáveis, o recuo de 7,76% nos preços dos alimentos *in natura*, que haviam aumentado 3,75% no trimestre finalizado em maio, e a redução de 0,93 p.p., para 2,33%, na variação do item empregado doméstico. A desaceleração observada no âmbito dos bens comercializáveis esteve associada, em especial, à evolução favorável dos preços do grupo vestuário e aos recuos nos preços dos itens óleos e gorduras, bovinos, álcool e automóvel novo.

Considerado o conjunto dos preços livres, os preços da alimentação aumentaram 0,12% no trimestre, resultado decorrente, em parte, do arrefecimento na variação dos preços dos alimentos industrializados e dos recuos nos relativos a produtos semielaborados e *in natura*. A variação dos preços de serviços recuou de 1,99% para 1,53% no trimestre.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

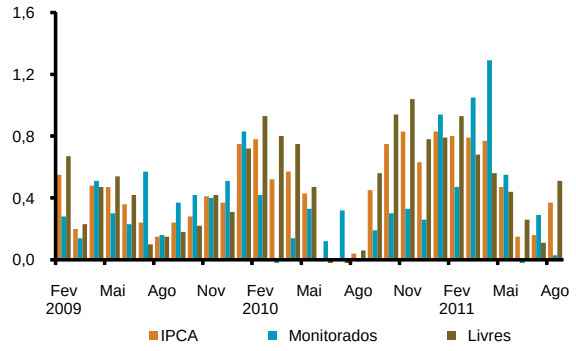
Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	0,77	0,47	0,15	0,16	0,37
Livres	0,56	0,44	0,26	0,11	0,51
Comercializáveis	0,60	0,36	0,19	-0,04	0,55
Não comercializáveis	0,52	0,50	0,32	0,23	0,47
Serviços	0,54	0,59	0,60	0,42	0,50
Monitorados	1,29	0,55	-0,12	0,29	0,03

Fontes: IBGE e Banco Central

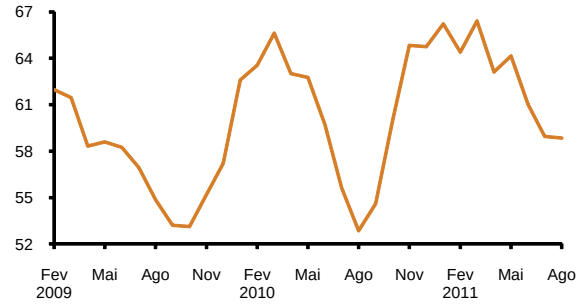
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

Variação % mensal



Fonte: IBGE

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					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,77	0,47	0,15	0,16	0,37	4,42
Livres	70,94	0,56	0,44	0,26	0,11	0,51	4,36
Monitorados	29,06	1,29	0,55	-0,12	0,29	0,03	4,58
Principais itens							
Gasolina	4,18	6,26	0,85	-3,94	0,15	-0,14	6,16
Ônibus urbano	3,90	0,22	0,79	0,79	0,03	0,00	8,45
Gás encanado	0,10	0,00	-0,12	1,79	0,18	0,00	9,47
Água e esgoto	1,58	1,00	2,32	0,08	0,33	1,05	6,07
Remédios	2,77	2,41	1,20	0,47	-0,04	0,11	4,06
Telefone celular	1,27	0,02	0,83	0,00	0,01	0,17	3,43
Gás veicular	0,10	1,35	2,74	-0,30	0,30	0,48	3,49
Plano de saúde	3,45	0,59	0,59	0,59	0,58	0,74	4,96
Energia elétrica	3,12	0,94	0,87	0,45	0,21	-0,41	2,12
Óleo diesel	0,08	0,07	-0,03	-0,15	-0,18	0,02	1,47
Gás de bujão	1,14	0,08	0,21	0,27	-0,09	-0,11	0,80
Pedágio	0,12	0,00	0,00	0,00	4,62	0,79	5,63

Fonte: IBGE

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Variação % mensal

Discriminação	2011				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,77	0,47	0,15	0,16	0,37
Exclusão 1/	0,52	0,54	0,56	0,33	0,32
Exclusão 2/	0,58	0,43	0,50	0,40	0,45
Médias aparadas com suavização	0,60	0,64	0,54	0,41	0,55
Médias aparadas sem suavização	0,49	0,45	0,44	0,28	0,33
Dupla ponderação	0,68	0,59	0,42	0,38	0,39
IPC-Br (cheio)	0,95	0,51	-0,18	-0,04	0,40
Médias aparadas	0,55	0,48	0,40	0,29	0,46

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

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

2/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

O índice de difusão do IPCA, que revela a proporção do número de itens do indicador que apresentou aumento de preços, atingiu média de 58,85% no trimestre encerrado em agosto, ante 64,15% naquele finalizado em maio e 52,86% em igual período de 2010.

O IPCA acumulou variação de 4,42% nos oito primeiros meses do ano, ante 3,14% no período correspondente de 2010, aceleração decorrente de aumentos respectivos de 0,75 p.p. e 2,56 p.p. nas variações dos preços livres e dos monitorados, que atingiram, na ordem, 4,36% e 4,58%. A variação acumulada em doze meses atingiu 7,23%, ante 6,55% em maio.

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,20% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,92% de março a maio, retração associada, em especial, aos menores aumentos nos itens tarifas de energia elétrica, taxa de água e esgoto, e remédios e à redução de 3,93% no preço da gasolina. Em oposição, ocorreram aumentos nos preços dos itens passagem aérea, 9,51%; ônibus interestadual, 6,63%; e pedágio, 5,45%.

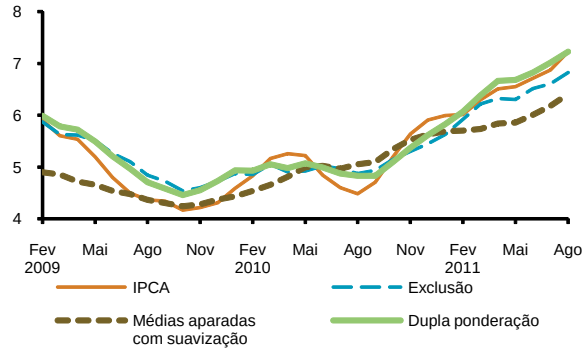
A variação acumulada em doze meses dos preços monitorados atingiu 5,71% em agosto, ante 5,96% em maio, enquanto, considerados os oito primeiros meses do ano, registraram-se aumentos de 4,58% em 2011 e de 2,02% em 2010.

2.4 Núcleo de inflação

O núcleo do IPCA, por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, registrou variações de 0,56% em junho, 0,33% em julho e de 0,32% em agosto, acumulando 1,21% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,77% naquele finalizado em maio. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,82% em agosto, ante 6,30% em maio.

O núcleo do IPCA, por exclusão de itens monitorados e de alimentação no domicílio, variou 0,50% em junho, 0,40% em julho e 0,45% em agosto, acumulando aumento trimestral de 1,36%, ante 1,71% no período março a maio. Considerados períodos de doze meses, o indicador cresceu 7,34% em agosto, ante 6,80% em maio.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização registrou variações de 0,54% em junho, 0,41% em julho e 0,55% em agosto, acumulando 1,51% no trimestre. O critério utilizado para o cálculo desse indicador exclui os itens cuja variação mensal se situe acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição, além de suavizar ao longo de doze meses a flutuação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,41% em agosto, ante 5,86% em maio.

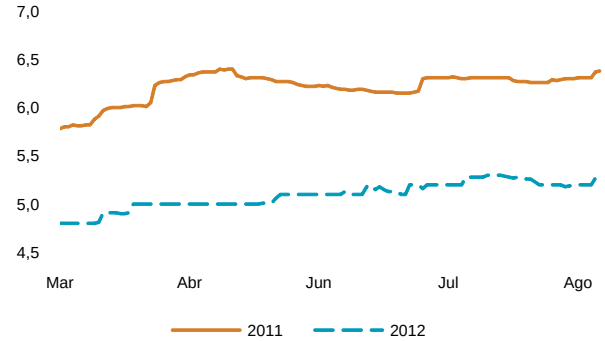
O núcleo por médias aparadas sem suavização registrou variações de 0,44% em junho, 0,28% em julho e 0,33% em agosto, acumulando 1,05% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,55% naquele finalizado em maio. Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 5,85% em agosto, ante 5,40% em maio.

O núcleo de dupla ponderação apresentou variações de 0,42% em junho, 0,38% em julho e 0,39% em agosto, acumulando 1,19% no trimestre finalizado em agosto, ante 1,98% naquele encerrado em maio. A variação do indicador acumulada em doze meses totalizou 7,23% em agosto, ante 6,68% em maio. Esse núcleo é calculado reponderando-se os 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.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, apresentou variações de 0,40% em junho, 0,29% em julho e 0,46% em agosto, acumulando 1,15% no trimestre, ante 1,47% de março a maio. Consideradas variações acumuladas em doze meses, o indicador registrou aumento de 5,38% em agosto, ante 5,13% em maio.

2.5 Expectativas de mercado

Gráfico 2.5 – IPCA
Medianas



De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 2 de setembro, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2011 e 2012 atingiram 6,4% e 5,3%, respectivamente, ante 6,2% e 5,1%, ao final de junho. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,53%, ante 5,18% em 30 de junho.

A mediana relativa à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) para 2011 recuou de 6%, ao

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2011

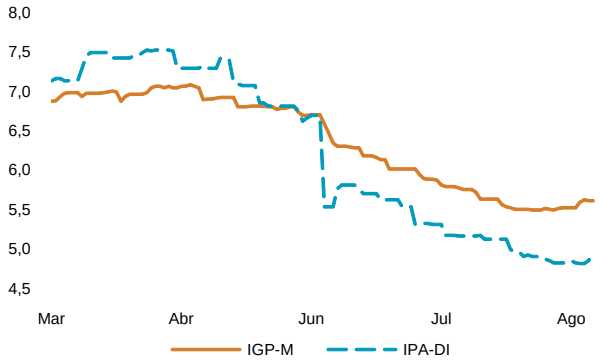


Gráfico 2.7 – Câmbio

Medianas 2011

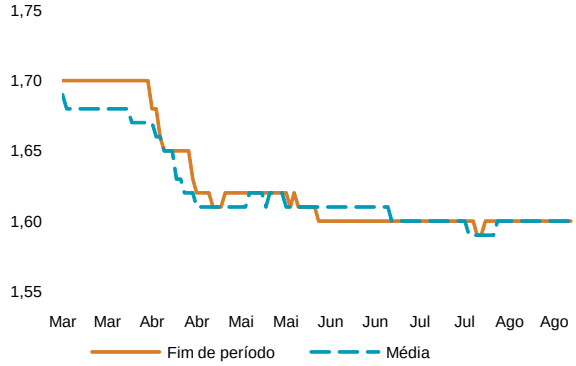


Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	31.3.2011		30.6.2011		2.9.2011	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
IPCA	6,0	5,0	6,2	5,1	6,4	5,3
IGP-M	6,9	4,9	6,0	5,0	5,6	5,0
IPA-DI	7,4	4,8	5,6	4,9	4,9	4,7
Preços administrados	4,6	4,5	5,1	4,5	5,4	4,5
Selic (fim de período)	12,3	11,3	12,5	12,5	12,4	11,9
Selic (média do período)	12,1	11,9	12,2	12,5	12,1	11,7
Câmbio (fim de período)	1,7	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Câmbio (média do período)	1,7	1,7	1,6	1,7	1,6	1,6
PIB	4,0	4,3	3,9	4,1	3,7	3,8

final de junho, para 5,6%, em dois de setembro, enquanto a referente ao IPA-DI decresceu de 5,6% para 4,9%. No mesmo período, a mediana para 2012 para o IGP-M manteve-se em 5,0% e a relacionada ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) diminuiu de 4,9% para 4,7%.

A mediana das expectativas quanto ao aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos para 2011 atingiu 5,4% em 2 de setembro, ante 5,1% ao final de junho, enquanto a referente a 2010 se manteve em 4,5%.

A mediana da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2011 permaneceu em R$1,60/US$, entre o final de junho e 2 de setembro, enquanto a relativa ao final de 2012 foi revisada de R$1,70/US$ para R$1,65/US$. As medianas das projeções para as taxas de câmbio média relativas a 2011 e a 2012 registraram recuos respectivos de R$1,61/US$ para R$1,60/US$ e de R$1,67/US$ para R$1,63/US$ no período.

2.6 Conclusão

O cenário prospectivo para a inflação apresenta sinais favoráveis desde o último Relatório de Inflação. Nesse sentido, as evidências sugerem que os impactos diretos de choques de oferta domésticos e externos registrados no final de 2010 e início de 2011 já estão incorporados nos preços ao consumidor. Além disso, a concentração de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano apresenta reversão parcial. Nesse cenário, em que o descompasso entre a evolução da oferta e da demanda persiste, mas tende a decrescer, o nível de utilização da capacidade instalada mostra recuo e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, a trajetória dos preços das *commodities* experimenta acomodação, compatível com a deterioração do ambiente econômico internacional, a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas a partir do quarto trimestre do ano.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3

3.1 Crédito

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	1 806,2	1 835,1	1 857,0	1 888,9	4,6	19,4
Recursos livres	1 179,7	1 199,5	1 210,0	1 226,6	4,0	17,9
Direcionados	626,6	635,6	647,0	662,3	5,7	22,2
Participação %:						
Total/PIB	46,9	47,1	47,3	47,8		
Rec. livres/PIB	30,6	30,8	30,8	31,0		
Rec. direc./PIB	16,3	16,3	16,5	16,8		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

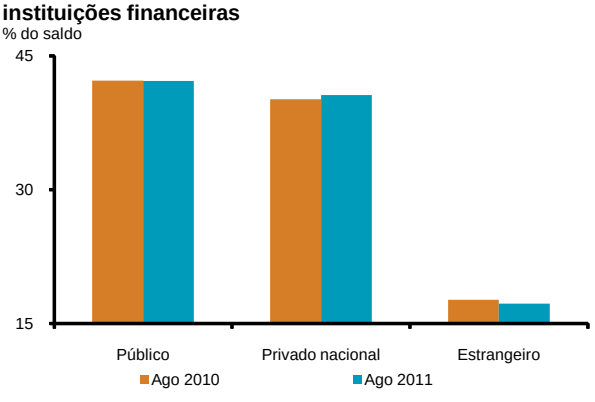
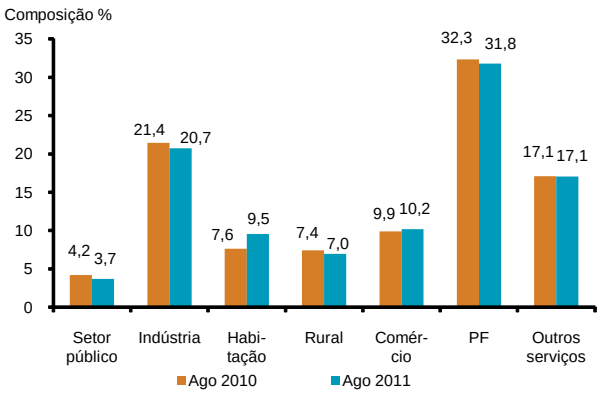


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



As operações de crédito do sistema financeiro, evidenciando o impacto das ações de política e a desaceleração da atividade econômica, apresentaram crescimento moderado no trimestre encerrado em agosto, mantendo padrão semelhante ao constatado no último Relatório de Inflação.

A expansão do crédito bancário ocorreu de forma mais acentuada nas operações com recursos direcionados, impulsionadas, principalmente, pelo crédito habitacional. No segmento de crédito livre para pessoas físicas, as modalidades crédito pessoal e financiamentos de veículos apresentaram expansão significativa no trimestre, enquanto o arrefecimento registrado no âmbito das operações destinadas ao segmento corporativo esteve associado, entre outros fatores, à menor demanda por recursos na modalidade conta garantida.

O estoque total do crédito bancário, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R$1.889 bilhões em agosto, com expansões de 4,6% no trimestre e de 19,4% em doze meses, equivalendo a 47,8% do PIB, ante 46,9% em maio e 45% em igual período de 2010. As participações relativas dos bancos públicos, privados nacionais e estrangeiros na carteira total de crédito situaram-se, respectivamente, em 42,2%, 40,6% e 17,2%, ante 41,7%, 41% e 17,3%, na ordem, ao final de maio.

O crédito ao setor privado totalizou R$1.819 bilhões em agosto, aumentando 4,7% no trimestre e 20% em doze meses. Os empréstimos ao segmento outros serviços, impulsionados pela demanda nos ramos de energia, infraestrutura de transportes e serviços de assessoria e consultoria, cresceram 6% no trimestre, somando R$322,4 bilhões. Os recursos alocados à indústria elevaram-se 3,4%, para R$391,7 bilhões, com predominância de operações relacionadas aos setores agronegócio, construção e automóveis. Os créditos ao comércio cresceram 4,5% no

trimestre, totalizando R$192,2 bilhões, com destaque para os segmentos lojas de departamento, produtos alimentícios e utensílios eletroeletrônicos.

O saldo das operações de crédito ao setor público somou R$70 bilhões em agosto, expandindo-se 2,5% no trimestre e 5,6% em doze meses. A evolução no trimestre refletiu as elevações de 3% nas operações ao governo federal e de 2,1% na dívida bancária dos estados e municípios, com destaque para os financiamentos do BNDES destinados à infraestrutura urbana.

As provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiram R$106,4 bilhões em agosto, aumentando 5,5% no trimestre e 11,6% em doze meses. A relação entre o volume provisionado e o total da carteira de crédito manteve-se em 5,6%. A taxa de inadimplência da carteira total do sistema financeiro, consideradas operações com atrasos superiores a noventa dias, atingiu 3,5% em agosto, variando 0,1 p.p. no trimestre e mantendo-se estável em doze meses.

Operações de crédito com recursos direcionados

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	626,6	635,6	647,0	662,3	5,7	22,2
BNDES	368,4	371,7	378,1	385,0	4,5	14,9
Direto	179,4	180,9	184,1	187,9	4,7	9,1
Repasses	189,0	190,8	194,0	197,1	4,3	21,1
Rural	91,9	92,3	91,3	93,7	2,0	17,0
Bancos e agências	86,4	87,0	86,1	88,2	2,1	16,4
Cooperativas	5,4	5,3	5,2	5,5	0,7	27,5
Habitação	151,8	157,0	162,9	168,7	11,1	47,1
Outros	14,5	14,6	14,6	14,9	2,6	19,7

O saldo das operações envolvendo recursos direcionados totalizou R$662,3 bilhões em agosto, crescendo 5,7% no trimestre e 22,2% em doze meses. Os financiamentos habitacionais, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), somaram R$168,7 bilhões, elevando-se 11,1% e 47,1%, respectivamente, nas bases de comparação mencionadas. Considerando-se apenas as operações lastreadas em recursos da caderneta de poupança, os desembolsos acumulados de janeiro a maio somaram R$16,7 bilhões, superando em 42,1% o valor registrado em igual período do ano anterior. Computados recursos livres e direcionados, a relação crédito habitacional/PIB situou-se em 4,6% em agosto, ante 4,2% em maio.

A carteira de crédito rural, excluídas as operações contratadas pelo BNDES, atingiu R$93,7 bilhões em agosto, com expansões de 2% em relação a maio e de 17% em doze meses. A evolução trimestral refletiu a sazonalidade do período, caracterizada pela liquidação de operações destinadas ao custeio, após o término da colheita da safra 2010/2011. Considerados recursos livres e direcionados, as participações dos financiamentos relacionados a custeio, investimentos e comercialização atingiram, na ordem, 40,1%, 50,7% e 9,2% em agosto, ante 41%, 50,6% e 8,4% em maio.

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

R$ milhões

Discriminação	Jan-jun		Variação %
	2010	2011	
Total	59 316	55 624	-6,2
Indústria	18 486	18 731	1,3
Bebidas	191	329	72,3
Têxtil	663	801	20,8
Metalurgia	815	1 289	58,2
Veículo, reboque e carroceria	2 202	2 388	8,4
Comércio/serviços	35 842	31 985	-10,8
Eletricidade e gás	5 314	4 834	-9,0
Construção	3 508	2 760	-21,3
Agropecuária	4 988	4 909	-1,6

Fonte: BNDES

Os financiamentos do BNDES totalizaram R$385 bilhões em agosto, expandindo-se 4,5% no trimestre e 14,9% em doze meses. Os repasses somaram R$197,1 bilhões, com aumentos respectivos de 4,3% e de 21,1%, e os créditos contratados diretamente atingiram R$187,9 bilhões, registrando evoluções respectivas 4,7% e 9,1% nas mesmas bases de comparação.

Os desembolsos do BNDES no primeiro semestre recuaram 6,2% em relação a igual período do ano anterior, totalizando R$55,6 bilhões. As liberações para o segmento de comércio e serviços, evidenciando a menor demanda nas áreas de eletricidade e gás e de construção civil, recuaram 10,8%, enquanto as concessões ao setor industrial aumentaram 1,3%, com relevância para os ramos de bebidas e metalurgia. As contratações referentes a micro, pequenas e médias empresas, correspondendo a 41,7% do total desembolsado, elevaram-se 8,1% no período.

Operações de crédito com recursos livres

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

R$ bilhões

Discriminação	2011				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	1 179,7	1 199,5	1 210,0	1 226,6	4,0	17,9
Pessoa jurídica	586,2	598,0	602,5	611,1	4,2	17,7
Referencial[1/]	491,9	499,7	503,9	511,7	4,0	18,8
Rec. domésticos	435,5	444,5	447,3	453,0	4,0	19,8
Rec. externos	56,4	55,2	56,7	58,7	4,0	12,2
Leasing[2/]	37,1	37,3	36,2	35,5	-4,2	-19,2
Rural[2/]	3,4	3,5	3,6	3,6	6,5	11,5
Outros[2/]	53,9	57,5	58,9	60,3	11,9	45,5
Pessoa física	593,4	601,5	607,5	615,5	3,7	18,2
Referencial[1/]	460,4	468,6	475,5	484,2	5,2	26,0
Cooperativas	27,6	27,9	28,7	28,8	4,4	23,0
Leasing	37,7	36,4	35,1	33,4	-11,4	-35,7
Outros	67,7	68,6	68,1	69,0	1,9	12,9

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.

As operações de crédito com recursos livres totalizaram R$1.227 bilhões em agosto, aumentando 4% no trimestre e 17,9% em doze meses. A participação desse segmento no estoque total de crédito do sistema financeiro atingiu 64,9% no mês, ante 65,3% em maio e 65,7% em agosto de 2010.

Os empréstimos a pessoas físicas somaram R$615,5 bilhões, crescendo 3,7% no trimestre e 18,2% em doze meses, com ênfase nas expansões trimestrais respectivas de 5,3% e 5,7% nas modalidades crédito pessoal e aquisição de veículos. As operações destinadas às pessoas jurídicas atingiram R$611,1 bilhões, elevando-se 4,2% e 17,7%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação. A evolução mais moderada dos créditos para empresas foi condicionada pelas modalidades com recursos internos, assinalando-se, principalmente, o arrefecimento nas operações de conta garantida, que recuaram 0,2% no trimestre encerrado em agosto, comparativamente aos aumentos de 3,5% no período anterior e de 2,5% no mesmo trimestre de 2010.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

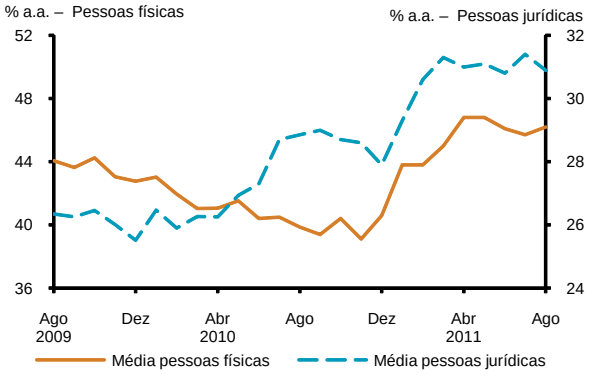


Gráfico 3.4 – *Spread* médio das operações de crédito com recursos livres

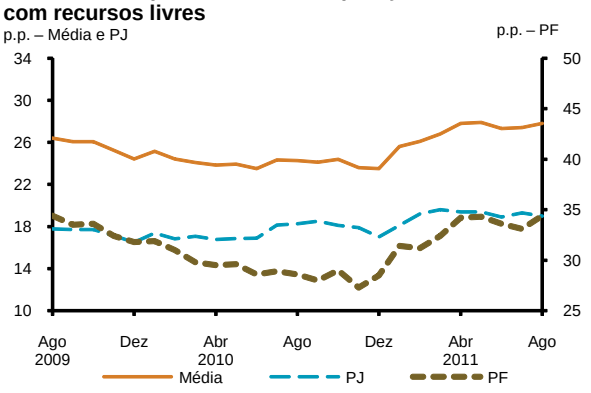
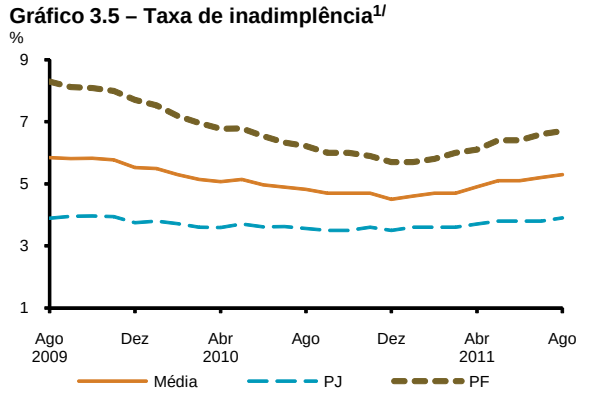
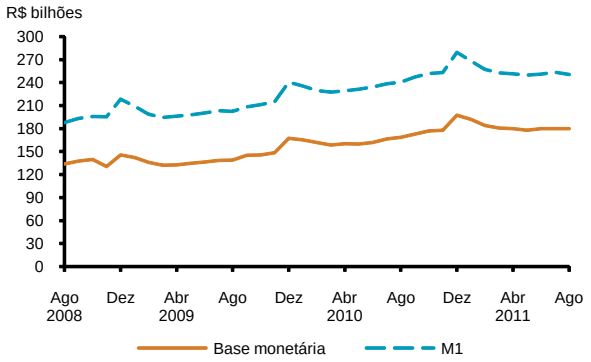


Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência[1/]



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



Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 39,7% a.a. em agosto, variando -0,3 p.p. no trimestre e 4,5 p.p. em doze meses, enquanto o *spread* bancário totalizou 27,8 p.p., oscilando -0,1 p.p. no trimestre e 3,5 p.p. em doze meses.

Considerada por segmentos, a taxa média de juros situou-se em 46,2% no âmbito das operações com pessoas físicas, ante 46,8% em maio e 39,9% em igual período de 2010. O recuo trimestral refletiu, em especial, as reduções respectivas de 1 p.p. e 0,1 p.p. registradas nas modalidades aquisição de veículos e crédito pessoal. A taxa média de juros do crédito referencial nas operações com pessoas jurídicas atingiu 30,9%, recuando 0,2 p.p. no trimestre e elevando-se 2 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial, considerados atrasos superiores a noventa dias, atingiu 5,3% em agosto, com aumentos de 0,2 p.p. no trimestre e de 0,5 p.p. em doze meses. O resultado trimestral decorreu de aumentos de 0,3 p.p. no segmento de pessoas físicas e de 0,1 p.p. no relativo a pessoas jurídicas.

O prazo médio da carteira de crédito referencial totalizou 493 dias em agosto, aumentando 16 dias no trimestre e 37 dias em doze meses. Os prazos relativos às operações com pessoas físicas e pessoas jurídicas atingiram 583 e 407 dias, respectivamente, com elevações trimestrais de 12 e 18 dias.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R$250,5 bilhões em agosto, aumentando 0,3% no trimestre e 4,2% em doze meses. Nas mesmas bases de comparação, o saldo médio de papel-moeda em poder do público expandiu-se 2,7% e 8,8%, e o dos depósitos à vista assinalou variações respectivas de -1,6% e 0,8%. A base monetária totalizou R$179,7 bilhões em agosto, registrando crescimentos de 1,2% no trimestre e de 6,6% em doze meses.

Considerados saldos em finais de período, a base monetária atingiu R$179,3 bilhões. A expansão trimestral de R$987 milhões refletiu, em especial, os impactos expansionistas resultantes das compras líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio,

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

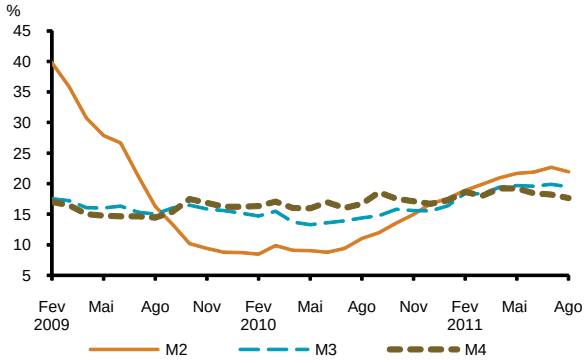
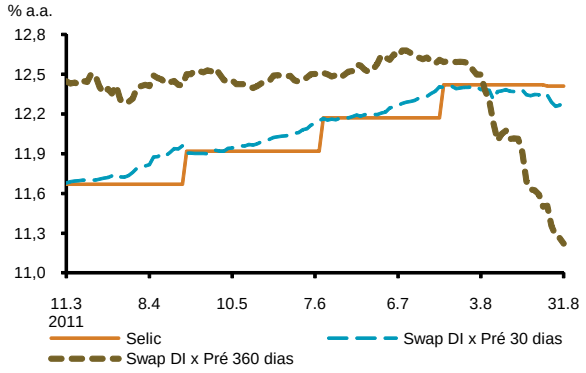


Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Fonte: BM&F

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

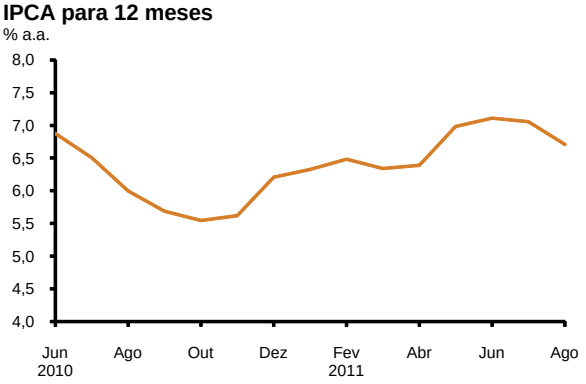


Gráfico 3.10 – Ibovespa
Pontos



Fonte: BM&FBOVESPA

R$22,3 bilhões, e das operações com títulos públicos federais, R$21,2 bilhões, em contraponto às variações negativas de R$33,5 bilhões nas operações do Tesouro Nacional e de R$9,5 bilhões nos recolhimentos compulsórios.

Os meios de pagamento, no conceito M2, aumentaram 4,8% no trimestre e 21,9%% em doze meses, somando R$1,5 trilhão. O M3 somou R$2,8 trilhões, elevando-se 5% no trimestre e 19,5% em doze meses, enquanto o agregado M4 totalizou R$3,3 trilhões, com expansões respectivas de 4% e de 17,6%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva de juros, após registrar elevação no início do trimestre, apresentou redução acentuada a partir de agosto, especialmente para os vértices de mais longo prazo. Os contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré de 30 dias encerraram agosto em 12,29% a.a., ante 12,05% no fechamento de maio, enquanto as taxas relativas aos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias recuaram 123 p.b., para 11,22% a.a., no período.

A taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 31 de agosto, manteve-se estável durante os dois primeiros meses do trimestre, em torno de 7,1% a.a. e recuou para 6,7% em agosto. Esse resultado se deveu, principalmente, à redução, de 12,75% a.a. para 12,5% a.a., na expectativa para a taxa Selic para os próximos doze meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), condicionado pelo acirramento da instabilidade nos mercados internacionais, recuou 8.125 pontos no trimestre, atingindo 56.495 pontos ao final de agosto. O valor de mercado das empresas listadas no índice recuou 10,1%, para R$1,8 trilhão, enquanto a média diária do volume transacionado aumentou 1,4% em relação à média do trimestre anterior. Avaliado em dólares, o Ibovespa recuou 13% no trimestre, ante retrações respectivas de 7,6% e 9% nos índices Dow Jones e *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Nasdaq).

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores
Abr 2010 = 100

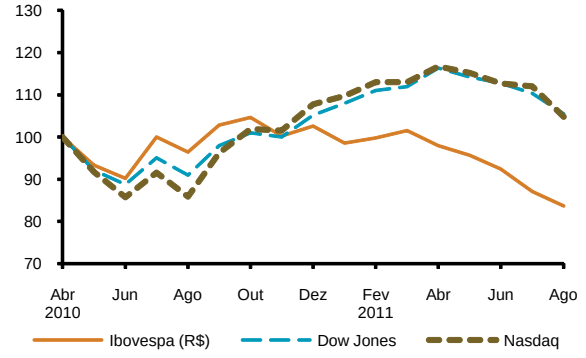
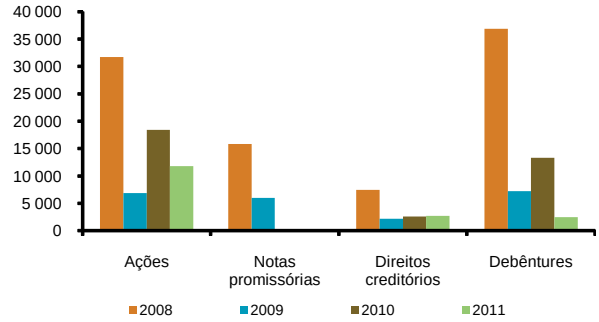


Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais
R$ milhões – Acumulado até Agosto



Fonte: CVM

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R$17 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, ante R$34,3 bilhões em igual período do ano anterior. Ressaltem-se, no período, as reduções nas emissões de ações, de R$18,4 bilhões para R$11,8 bilhões, e de debêntures, de R$13,3 para R$2,5 bilhões.

3.3 Política fiscal

O governo federal anunciou, em agosto, o Plano Brasil Maior. O plano, em continuidade à política de incentivo e fortalecimento da indústria nacional lançada em 2008, objetiva, ao proporcionar condições mais favoráveis para investimento e inovação tecnológica, aumentar a competitividade da economia. A implementação do plano, implicará renúncia de receita estimada em R$24,5 bilhões, dos quais R$6 bilhões em 2011 e R$18,5 bilhões em 2012. As medidas com impacto na arrecadação são as seguintes:

- desoneração, até dezembro de 2012, do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre materiais de construção, bens de capital e caminhões e veículos comerciais leves;
- redução para zero da contribuição patronal incidente sobre a folha de pagamento das indústrias de confecções, calçados, móveis e software;
- devolução de créditos presumidos do Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) acumulados na cadeia produtiva do setor manufatureiro. O crédito corresponde a 3% do valor exportado pelo segmento, e a medida terá validade até dezembro de 2012; e
- redução gradual do prazo de devolução dos créditos do PIS/Cofins – de doze meses para apropriação imediata – incidentes sobre bens de capital.

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2012 foi sancionada em agosto. A meta de superávit primário para o setor público consolidado, fixada em R$139,8 bilhões, 3,1% do PIB estimado, poderá ser reduzida em até R$40,6 bilhões, 0,9% do PIB, relativos ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) 2012 foi elaborado pressupondo crescimento real do PIB de 5% em 2012; aumento nominal de 9,8% na massa salarial; e taxa Selic anual média de 12,5%. O crescimento previsto no salário mínimo atinge 13,6%, com impacto estimado de R$21,5 bilhões no ano.

A meta de superávit do setor público de 2011 foi elevada em R$10 bilhões, para R$127,9 bilhões. Esse esforço adicional deverá ser realizado na esfera do Governo Central e depende de alteração na LDO, a ser aprovada pelo Congresso.

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado totalizou R$92 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 4% do PIB, superando em 1,9 p.p. do PIB o resultado de igual período do ano anterior. Ocorreram aumentos em todas as esferas do setor público, destacando-se a elevação de 1,6 p.p. no âmbito do Governo Central. O superávit do setor público consolidado acumulado em doze meses atingiu 3,83% do PIB.

A receita bruta do governo federal totalizou R$445,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2011, registrando crescimento de 23,2% em relação à de igual intervalo do ano anterior. Destacaram-se, no período, os aumentos de 41,4% no recolhimento da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e de 27,7% no Imposto de Renda – Pessoa Jurídica, evolução consistente com o melhor desempenho das empresas no último trimestre de 2010, com reflexos na arrecadação de 2011, e, especificamente no caso da CSLL, do pagamento de débito em atraso de R$5,8 bilhões. O recolhimento do IPI, favorecido pela retirada de incentivos adotados durante a crise de 2008/2009, aumentou 24,6% no período.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R$251 bilhões nos sete primeiros meses do ano, reduzindo-se 0,1 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 11,1%, impulsionados pela elevação das despesas no Poder Executivo e pelo aumento nas despesas com precatórios judiciais, e as despesas com custeio e capital, 10,7%, destacando-se o crescimento de 39,8% nos dispêndios com o PAC. Consideradas em relação ao PIB, as despesas com custeio e capital recuaram 0,1 p.p., e as relacionada a pessoal registraram queda de 0,04 p.p.

A Previdência Social registrou déficit de R$21,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, resultado 0,3 p.p. do PIB inferior ao registrado em igual período de 2010. A arrecadação líquida da Previdência, refletindo o aumento da massa salarial, cresceu 16,5%, e as despesas com benefícios previdenciários, traduzindo, em especial, o aumento no valor médio das aposentadorias e auxílios pagos, aumentou 10,8%.

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

Segmento	2009		2010		Jul 2011[1/]	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,1	-119,7	-3,0
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-27,7	-0,7
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-2,7	-0,1
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-150,1	-3,8

1/ Acumulado em doze meses até julho.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Jan-jul

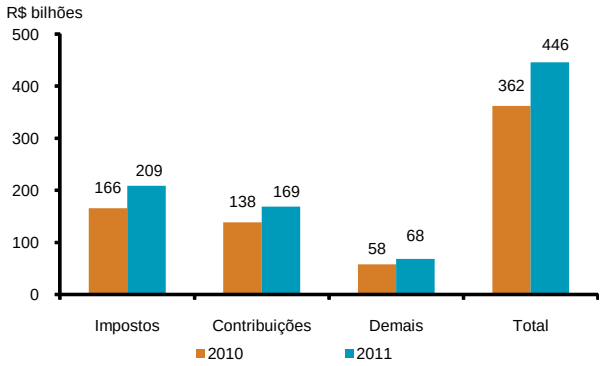


Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Jan-jul

Discriminação	2010		2011	
	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB
Total	225 984	11,0	250 997	10,9
Pessoal e encargos sociais	93 979	4,6	104 388	4,5
Custeio e capital	131 327	6,4	145 387	6,3
FAT	16 339	0,8	19 607	0,9
Subsídio e subvenções	5 418	0,3	6 968	0,3
Loas/RMV	12 804	0,6	14 366	0,6
Investimento	25 144	1,2	24 532	1,1
Outras	71 622	3,5	79 913	3,5
Transferências ao Bacen	679	0,0	1 222	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social
Jan-jul

R$ bilhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Arrecadação bruta	124,4	145,2	16,7
Restituição/devolução	-0,3	-0,4	22,3
Transferência a terceiros	-12,6	-15,0	18,9
Arrecadação líquida	111,5	129,9	16,5
Benefícios previdenciários	136,7	151,5	10,8
Resultado primário	-25,2	-21,6	-14,1
Arrecadação líquida/PIB	5,4%	5,6%	
Benefícios/PIB	6,7%	6,6%	
Resultado primário/PIB	-1,2%	-0,9%	

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

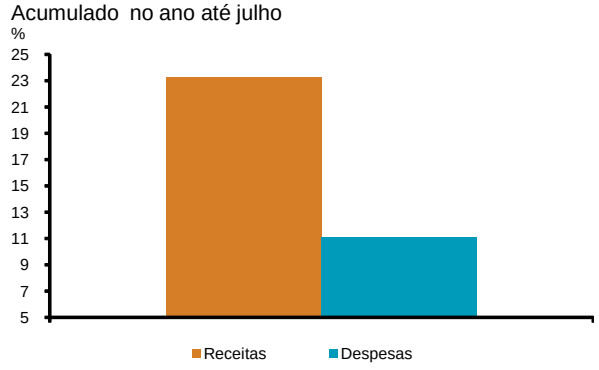


Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios em 2011
Jan-jul

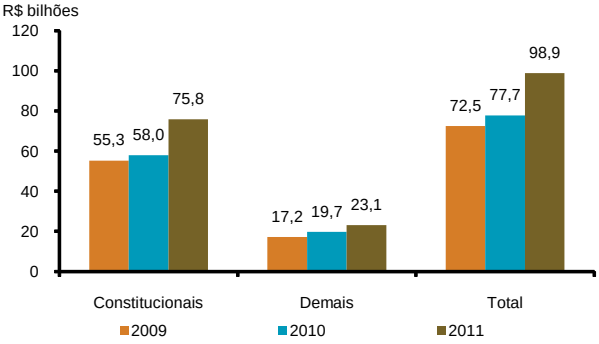
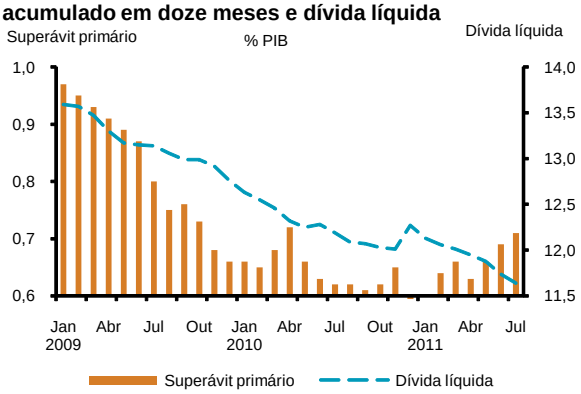


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida



O superávit primário do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentou 160,7% nos sete primeiros meses de 2011, em relação a igual período de 2010, resultado de elevações respectivas de 23,7% e 11,1% nas receitas e despesas do Tesouro Nacional. Como proporção do PIB, o superávit mencionado aumentou 1,7 p.p. no período, reflexo de variações de 1,8 p.p. nas receitas e de -0,1 p.p. nas despesas do Tesouro Nacional.

As transferências para os governos regionais, evidenciando os crescimentos das receitas do Imposto de Renda e do IPI compartilhadas por meio dos fundos de participação, e dos repasses de recursos do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb), atingiram R$98,9 bilhões, elevando-se 27,2% no período. Assinale-se que não ocorreram, em 2011, repasses de recursos da União a título de apoio financeiro, que haviam atingido R$1,3 bilhão nos sete primeiros meses de 2010.

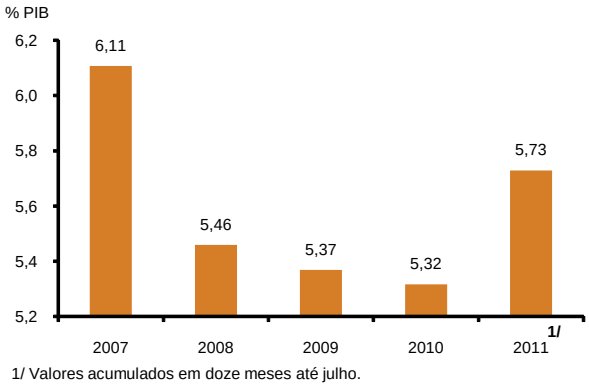
A arrecadação do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, cresceu 11,2% no primeiro semestre de 2011, em relação a igual período de 2010, enquanto a relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) elevou-se 10,6%.

O superávit primário dos governos regionais atingiu R$23,8 bilhões nos sete primeiros meses de 2011, elevando-se 0,22 p.p. do PIB em relação ao período correspondente do ano anterior. Essa evolução refletiu, em especial, o desempenho dos governos estaduais.

As empresas estatais registraram superávit de R$1,9 bilhão nos sete primeiros meses de 2011, ante R$1,5 bilhão em igual período de 2010. A melhora refletiu o impacto mais intenso da inversão, de déficit para superávit, no resultado das empresas estatais federais, e do crescimento do superávit das empresas municipais, associado à redução no superávit das empresas estatais estaduais.

Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R$138,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2011, 6,02% do PIB, elevando-se 0,7 p.p. do PIB em relação a igual período de 2010. Esse aumento foi influenciado pela aceleração do IPCA e pelo aumento da taxa Selic, indicadores que incidem sobre parcela expressiva da dívida mobiliária federal.

Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados



1/ Valores acumulados em doze meses até julho.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2009		2010		Jan-jul 2011	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Usos	106,2	3,3	93,7	2,5	46,6	2,0
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-92,0	-4,0
Juros	171,0	5,4	195,4	5,3	138,5	6,0
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,5	46,6	2,0
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	139,8	6,1
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	209,4	9,1
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,7	-48,0	-2,1
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-21,7	-0,9
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-93,2	-4,1

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

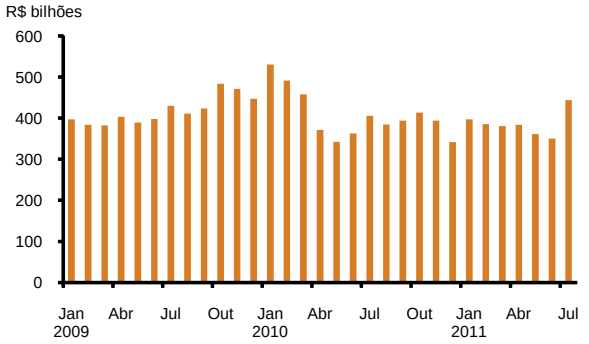
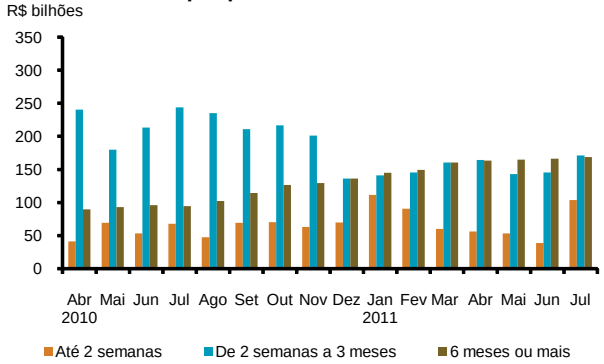


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários



O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R$46,6 bilhões, 2,02% do PIB, reduzindo-se 1,17 p.p. do PIB em relação ao registrado nos sete primeiros meses do ano anterior. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, por reduções do financiamento externo líquido, da dívida bancária líquida e das 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 impacto expansionista de R$74,5 bilhões no trimestre encerrado em julho, resultado de colocações de R$121,4 bilhões e de resgates de R$195,9 bilhões. As operações de trocas totalizaram R$16,1 bilhões, das quais 71,4% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 19,1% com Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e 9,5% com Letras do Tesouro Nacional (LTN). Os resgates antecipados atingiram R$2,5 bilhões, dos quais 61% em LTN e 39% em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F).

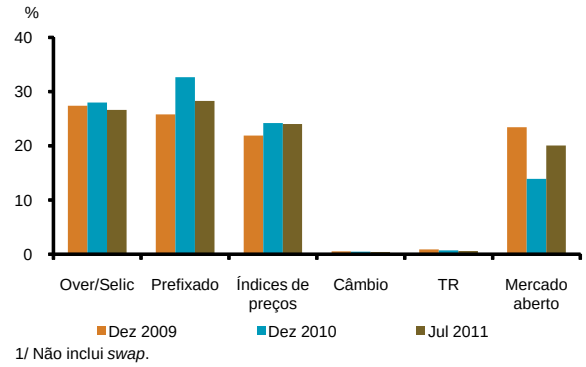
O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R$443,5 bilhões em julho, elevando-se 15,6% em relação a abril. Esse desempenho resultou de elevações de R$163,2 bilhões para R$168,8 bilhões nas operações de seis meses; de R$164,5 bilhões para R$171,2 bilhões nas de prazo de duas semanas a três meses; e de R$55,9 bilhões para R$103,5 bilhões nas de prazo inferior a duas semanas.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R$1.659,8 bilhões em julho, 42,3% do PIB, recuando 1,1 p.p. do PIB em relação a abril e 1,2 p.p. do PIB em doze meses. A redução trimestral traduziu o impacto de resgates líquidos de R$45 bilhões no mercado primário; da incorporação de juros nominais de R$51,8 bilhões; e da apreciação cambial de 1,1% observada no período.

Em julho, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa *over*/Selic, pré-fixados e atrelados a índices de preços registraram decréscimos trimestrais respectivos de 0,5 p.p., 1,3 p.p. e

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



1/ Não inclui *swap*.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária

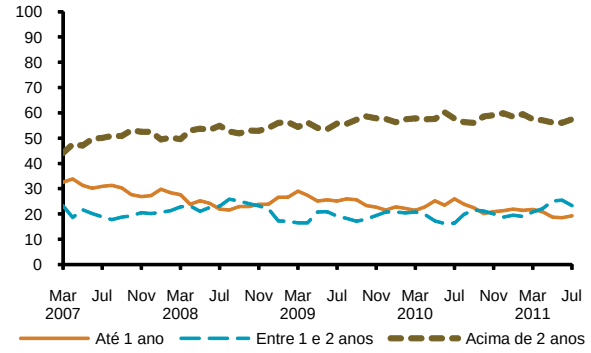
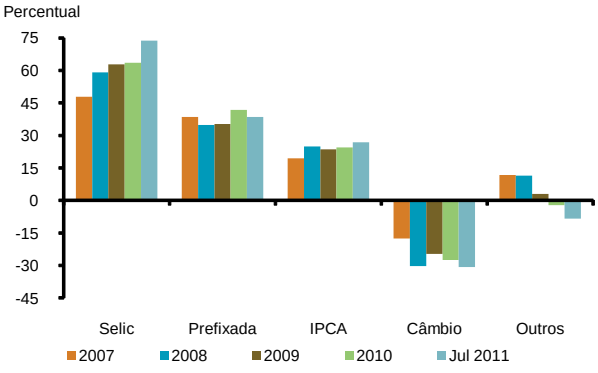


Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores



0,7 p.p. Em oposição, a representatividade dos financiamentos do Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, elevou-se 2,6 p.p, no período.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em julho: 4,3% do total em 2011; 19,4% em 2012; e 76,2% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vincendos em doze meses representam 19,3% do total da dívida mobiliária em mercado, abaixo do limite limite inferior do intervalo de 21% a 25% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2011. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 43,8 meses, situando-se no intervalo de 42 a 44,4 meses estipulado no PAF 2011.

O estoque de operações reversas de *swap* cambial somou R$15,8 bilhões em julho. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R$224 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R$1.545,3 bilhões, 39,4% do PIB, em julho, reduzindo-se 0,8 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010. Ocorreram recuos em todos os segmentos do setor público, com destaque para a redução de 0,6 p.p. do PIB na esfera dos governos regionais.

A retração registrada na relação DLSP/PIB até julho refletiu as contribuições do superávit primário, 2,3 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 2,5 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 respectivos de 3,5 p.p. e 0,8 p.p. da apropriação dos juros nominais e da apreciação cambial de 6,6% acumulada no ano.

A composição da DLSP alterou-se ao longo do ano, com ênfase no crescimento da parcela vinculada à taxa Selic, que passou de 63,5% do endividamento líquido total, em dezembro de 2010, para 73,7%, em julho de 2011. No mesmo sentido, as parcelas credoras vinculadas ao câmbio e à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) registraram elevações respectivas de 3,1 p.p. e 2,2 p.p., no período, contrastando com as reduções respectivas de 4 p.p. e de 3,3 p.p. nas parcelas sem remuneração e pré-fixada.

Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida
Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Jul 2011	
	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,2	1 545 332	39,4
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,6	69 512	-0,8
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	69 512	1,8
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,5	46 565	1,2
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-91 979	-2,3
Juros	171 011	5,4	195 369	5,3	138 544	3,5
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	30 278	0,8
Dívida interna[1/]	-3414	-0,1	1513	0,0	2214	0,1
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	28 064	0,7
Outros[2/]	10 907	0,3	1 533	0,0	-9 027	-0,2
Reconhecimento de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	1696	0,0
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-1,9		-5,7		-2,5

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.
2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

A Dívida Bruta do Governo Geral (governo federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS –, governos estaduais e governos municipais) atingiu R$2.204,3 bilhões, 56,2% do PIB, em julho. O aumento 1,4 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010 refletiu o impacto da apropriação de juros nominais sobre o estoque da dívida existente; das emissões líquidas para financiamento ao BNDES; e do crescimento das reservas internacionais, que resulta em maior volume de operações compromissadas.

3.4 Conclusão

A evolução das operações de crédito e dos agregados monetários mostrou-se consistente com a política monetária adotada ao longo do primeiro semestre de 2011. Adicionalmente, o arrefecimento da atividade econômica e a acumulação de estoques contribuíram para a desaceleração do crédito às empresas e devem prosseguir condicionando esse mercado ao longo do segundo semestre.

No âmbito das famílias, persiste a expansão dos financiamentos habitacionais, impulsionada, em especial, pelo crescimento da massa salarial nos anos recentes e pelos avanços institucionais nesse mercado. O crédito ao consumo registrou crescimento no trimestre encerrado em julho, após retração no início do ano determinada pelas medidas macroprudenciais e pela política monetária mais restritiva.

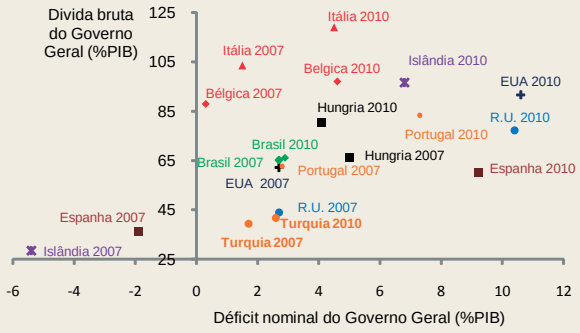
A instabilidade no cenário internacional afetou o mercado de capitais doméstico, resultando em declínios expressivos nas cotações acionárias e em contenção das emissões primárias de ativos diversos. A incerteza nesses mercados tende a permanecer ao longo dos próximos meses, condicionando as decisões relativas à captação de recursos pelos setores produtivos.

O desempenho favorável da arrecadação em 2011 – influenciada pelo recolhimento de débitos em atraso e pela retirada de estímulos adotados durante a crise iniciada em 2008 – e a menor elevação das despesas, têm sido determinantes para a consecução de resultados fiscais expressivos. Nesse ambiente, a elevação anunciada para a meta de superávit primário de 2011 reforça a sustentabilidade da política fiscal e contribui para moderar o impacto das atividades do setor público sobre a demanda agregada.

Evolução Fiscal Comparada e Risco Soberano

A situação fiscal de economias maduras e periféricas evoluiu muito desfavoravelmente desde o acirramento da crise financeira em 2008, com desdobramentos negativos sobre as condições de rolagem de dívidas soberanas, em especial dos países europeus, e impactando o *rating* da dívida de longo prazo dos Estados Unidos da América (EUA). Nesse cenário, em que a volatilidade nos mercados financeiros vem se elevando, este boxe discute a trajetória das contas fiscais do Brasil, com ênfase na evolução do prêmio de risco soberano, medido por intermédio dos *Credit Default Swaps* (CDS).

Gráfico 1 – Indicadores fiscais de países selecionados



Fontes: FMI. Fiscal Monitor, abril 2011

Gráfico 2 – Superávit primário
Acumulado em doze meses
% PIB



A piora registrada nos indicadores fiscais de diversos países de 2007 a 2010 está evidenciada no Gráfico 1[1]. Nas economias maduras, essa dinâmica decorreu em grande parte das medidas de ajuda ao sistema financeiro, mediante programas de aquisição de ativos tóxicos e capitalização do setor bancário, bem como de medidas objetivando a retomada da atividade econômica no pós-crise, incluindo renúncia fiscal. A despeito do afrouxamento das políticas fiscal e monetária, o ritmo de retomada da atividade econômica nessas economias, de modo geral, tem sido mais lento do que se antecipava, o que, por si só, dificulta a reversão da supracitada tendência.

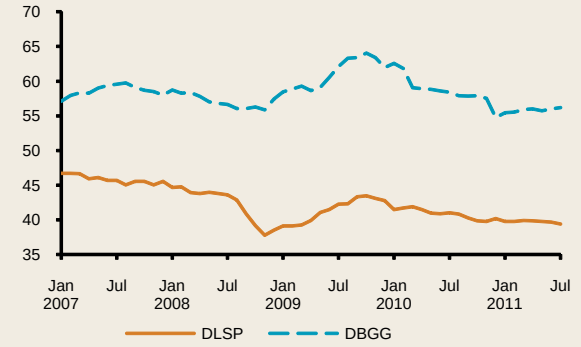
Nota-se que a evolução dos indicadores fiscais no Brasil mostra-se mais favorável do que a registrada, em média, nos demais países analisados. Embora a redução no nível de atividade que se seguiu à eclosão da crise de 2008 tenha impactado, juntamente com as medidas de desoneração adotadas, as receitas públicas e o resultado fiscal no Brasil, o reduzido período recessivo experimentado pela economia do

1/ No Gráfico 1 são retratados países que exibiam, em 31 de agosto de 2011, classificação de risco de crédito de longo prazo igual ou superior ao Brasil por pelo menos uma das três maiores agências de *rating*.

Gráfico 3 – Déficit nominal
Acumulado em doze meses
% PIB



Gráfico 4 – Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Bruta do Governo Geral
% PIB



país e a tempestiva eliminação, ainda que gradual, dos incentivos mencionados criaram condições para a recuperação do desempenho das contas públicas. Nesse sentido, o superávit primário do Governo Geral, expresso em percentual do Produto Interno Bruto (PIB), após recuar de 3,4%, em 2007, para 0,9%, no período de doze meses encerrado em outubro de 2009, atingiu 2,7% em 2010 e 3,8% no intervalo de doze meses finalizado em julho de 2011. Por sua vez, o superávit do setor público consolidado passou de 3,3% do PIB, em 2007, para 1,0% em outubro de 2009, mas se recuperou a se posicionou em 3,8% do PIB, no período de doze meses encerrado em julho de 2011. Na mesma base de comparação, os déficits nominais do Governo Geral e do setor público consolidado registraram variações respectivas de 0,1 p.p. do PIB e de -0,9 p.p. (Gráficos 2 e 3).

As relações Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)/PIB e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB, embora apresentassem trajetórias ascendentes até o segundo semestre de 2009, atingiram, em julho de 2011, 56,2% e 39,4% do PIB, respectivamente, patamares 1,8 p.p. e 6,1 p.p. do PIB inferiores aos registrados em 2007[2] (Gráfico 4).

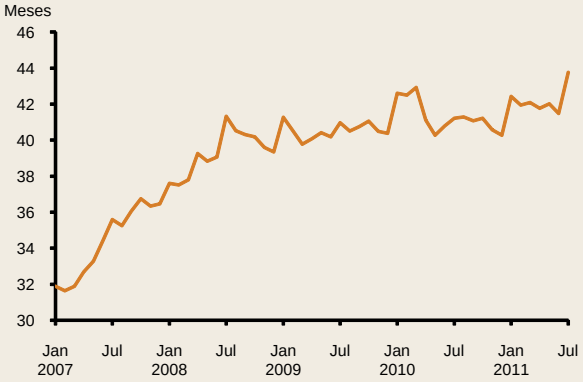
É importante enfatizar que no período de maior *stress* que se seguiu ao agravamento dos problemas financeiros internacionais em 2008/2009, a depreciação cambial, ao contrário do ocorrido em crises anteriores, determinou redução da relação DLSP/PIB, que registrava parcela credora indexada ao câmbio[3]. A continuidade da política de fortalecimento das reservas internacionais – que passaram de US$180 bilhões, ao final de 2007, para US$346 bilhões, em julho de 2011, e contribuíram para que a parcela credora da DLSP indexada ao câmbio crescesse de 17,5% para 30,7%, no mesmo período – permitiu que a condução da política fiscal ganhasse mais graus de liberdade em períodos de *stress* no mercado financeiro.

Além da redução do endividamento a níveis inferiores aos registrados antes da crise, a melhora

2/ A evolução da DBGG após a crise foi objeto de análise no Boxe "A Evolução Recente da Dívida Bruta no Brasil e em Países Selecionados", do Relatório de Inflação de março de 2010.

3/ O impacto fiscal da acumulação de reservas internacionais em períodos de crise financeira foi analisado no Boxe "Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a DLSP", do Relatório de Inflação de março de 2011.

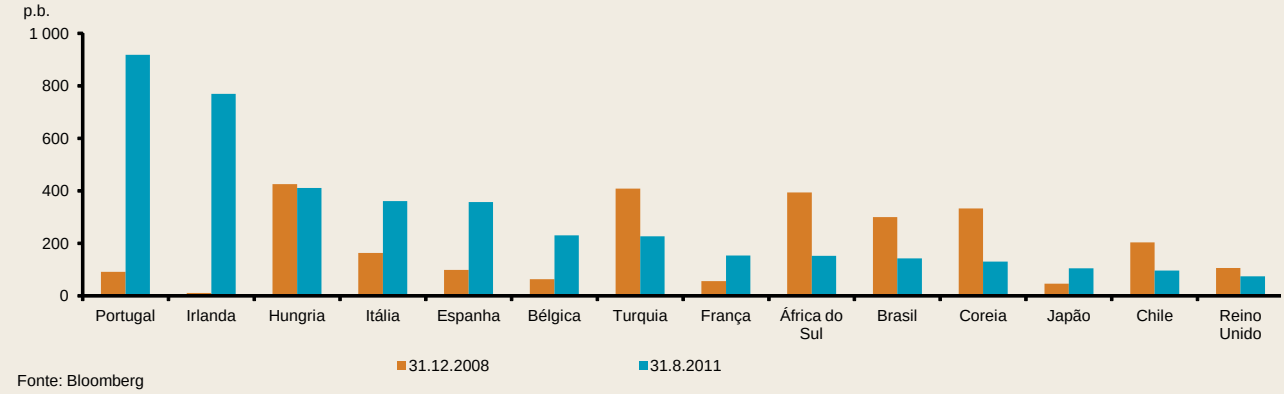
Gráfico 5 – Prazo médio dos títulos federais



em seu perfil não se restringiu ao crescimento da parcela credora indexada ao câmbio. Nesse sentido, destaque-se que o prazo médio dos títulos federais em mercado, que constitui a parcela mais expressiva do endividamento público, passou de 36,5 meses, ao final 2007, para 43,8 meses, em julho de 2011, evolução que, por um lado, introduz maior independência na condução da política fiscal, e por outro, sugere confiança da parte dos credores. (Gráfico 5).

A solidez dos indicadores fiscais do Brasil refletiu-se nos prêmios de risco soberano da economia brasileira, medidos pelos CDS. Ao final de agosto de 2011, os CDS soberanos do país mostravam-se no mesmo nível, ou abaixo, dos CDS de países com melhores notas de crédito, indicando que foram temporários e modestos os impactos da crise sobre o acesso do Brasil aos mercados de dívida. Entre o final de 2008, auge da crise financeira, e agosto de 2011, os CDS recuaram 53%, para 142 p.b, valor menor do que os de importantes economias maduras, como França e Bélgica, e em linha com os de países emergentes que, reconhecidamente, apresentam sólidos fundamentos fiscais, como Coreia e Chile (Gráfico 6).

Gráfico 6 – CDS soberanos (5 anos)



Fonte: Bloomberg

Em síntese, a situação fiscal brasileira vem registrando, desde a crise de 2008, evolução mais favorável do que a observada em importantes economias maduras e emergentes. Esse comportamento reflete, em grande parte, a rápida recuperação da economia brasileira após o breve ciclo recessivo que sucedeu a intensificação da crise de 2008 e o impacto das ações de política que reforçaram o processo de austeridade das contas públicas. A trajetória favorável das contas fiscais do país está expressa nos prêmios de risco da dívida soberana.

Economia internacional

4

4.1 Atividade econômica

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB[1/]

Taxa % trimestral anualizada

Discriminação	2009		2010				2011	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB								
Estados Unidos	1,7	3,8	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,0
Área do Euro	1,7	1,4	1,4	3,7	1,5	1,2	3,1	0,6
Reino Unido	-1,1	1,9	1,4	4,3	2,5	-2,0	1,9	0,7
Japão	-1,7	6,8	9,3	-0,7	4,0	-2,4	-3,7	-2,1
China[1/]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	10,0	8,7	9,1
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,3	0,4	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,4
Área do Euro	-0,1	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	0,7	-0,9
Reino Unido	-0,0	3,8	0,4	1,3	-0,5	-0,9	-2,4	n.d.
Japão	0,4	3,3	3,9	-1,7	4,0	-3,4	-2,5	-0,0
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	-3,3	-3,7	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	9,9
Área do Euro[2/]	-4,8	-3,1	-2,7	8,9	-0,3	-0,8	7,5	0,6
Reino Unido[2/]	0,2	-5,8	23,1	-5,3	16,7	-2,9	-7,7	n.d.
Japão	-9,0	4,9	6,8	10,7	4,2	-0,0	-5,5	-3,6
Investimento residencial								
Estados Unidos	17,7	-3,8	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,5	3,4
Área do Euro[3/]	-6,7	-5,5	-6,8	4,2	-4,1	-5,1	10,4	0,1
Reino Unido	6,8	-10,6	9,9	31,9	18,7	-15,5	-13,8	n.d.
Japão	-27,3	-14,5	4,3	-0,4	8,6	11,6	0,9	-7,1
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	13,9	23,5	7,3	10,0	10,0	7,8	7,9	3,1
Área do Euro	11,3	8,1	13,8	17,9	7,4	5,7	8,1	4,1
Reino Unido	3,5	15,5	-4,4	12,7	6,0	8,9	9,8	n.d.
Japão	37,3	27,3	26,9	29,7	2,9	-3,9	0,0	-18,1
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	16,3	17,4	12,6	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,9
Área do Euro	7,7	4,9	15,6	16,2	5,6	5,1	6,3	2,0
Reino Unido	4,4	17,7	9,5	8,6	7,1	11,7	-9,1	n.d.
Japão	23,6	3,0	11,2	21,1	10,9	-2,6	5,8	-0,2
Gastos do Governo								
Estados Unidos	1,3	-0,9	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9
Área do Euro[4/]	1,6	1,9	-1,8	1,1	0,2	0,1	1,7	-0,7
Reino Unido[4/]	-0,7	1,8	1,4	2,0	-0,1	0,5	2,0	n.d.
Japão	3,1	4,9	-1,0	-1,2	-0,3	-2,3	2,4	4,8

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat.

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

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

3/ Gastos totais com construções.

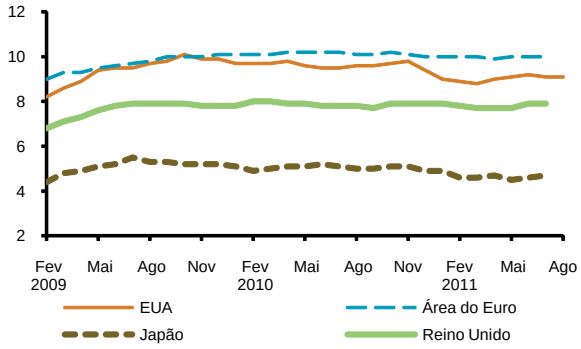
4/ Somente consumo do governo.

O cenário econômico global apresentou substancial deterioração desde o último relatório de inflação. As previsões de crescimento para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas, com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos EUA, que, entre outros desenvolvimentos, repercutiram negativamente sobre as expectativas de empresários e consumidores. O ambiente econômico internacional mais restritivo tende a permanecer por um período mais prolongado do que se antecipava e apresenta um viés desinflacionário para a economia mundial bem como para o Brasil. Nesse ambiente, em que importantes economias europeias registraram desaceleração da atividade, a economia japonesa voltou a contrair-se, e a expansão do PIB dos EUA refletiu, em especial, a revisão para baixo realizada nas estatísticas do agregado relativas ao trimestre anterior, o aumento da percepção de risco se traduziu em acentuada volatilidade nos mercados financeiros.

O PIB dos EUA registrou crescimento anualizado de 1% no trimestre encerrado em junho, ante 0,4% naquele finalizado em março, ressaltando-se as contribuições da expansão de 9,9% da formação bruta de capital fixo, da menor contração dos gastos do governo e da redução, de 8,3% para 1,9%, no crescimento das importações. Os investimentos residenciais aumentaram 3,4%, e o consumo das famílias, 0,4%, ante 2,1% no primeiro trimestre, comportamento condicionado pela deterioração do sentimento do consumidor, em ambiente de mercado de trabalho estagnado. As projeções do *Federal Reserve* (Fed) para o crescimento dos EUA neste ano reduziram-se do intervalo de 3,4% a 3,9%, previsto em janeiro, para de 2,7% a 2,9%, em junho.

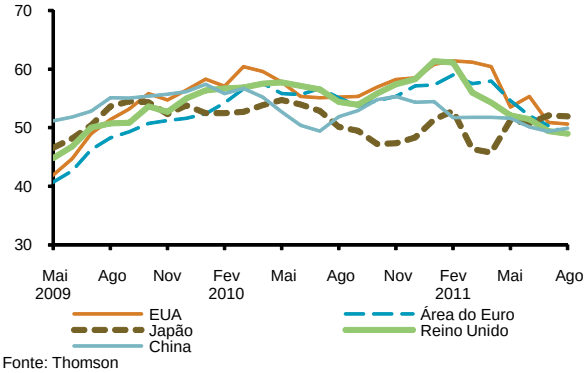
A taxa de desemprego atingiu 9,1% em julho, ante 9% em abril, mantendo-se nesse patamar em agosto, quando o número de postos de trabalho não rurais manteve-se estável

Gráfico 4.1 – Evolução das taxas de desemprego
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – PMI manufatura
Maiores economias



Fonte: Thomson

em bases mensais, ante gerações médias mensais respectivas de 53 mil e de 215 mil vagas nos trimestres encerrados em julho e em abril. Refletindo a piora no mercado de trabalho, o índice de sentimento ao consumidor, divulgado pela Universidade de Michigan, recuou para 55,7 pontos em agosto, segundo menor nível em 31 anos, próximo ao patamar mínimo registrado em novembro de 2008. O sentimento dos gerentes de compra também apresentou expressiva deterioração, expressa no recuo de 61,4 pontos, em fevereiro, para 50,6 pontos, em agosto, no PMI para a atividade manufatureira.

O crescimento anualizado do PIB da Área do Euro atingiu 0,6% no trimestre encerrado em junho, ante 3,1% naquele terminado em março, pior desempenho desde o terceiro trimestre de 2009, ressaltando-se o impacto da desaceleração da atividade na Alemanha, onde o PIB aumentou 0,5%, e da estagnação na França. Essa trajetória refletiu, em especial, os recuos no consumo das famílias, 0,9%, e nos gastos do governo, 0,7%, e a desaceleração de 7,5% para 0,6%, na expansão da formação bruta de capital fixo. No âmbito do setor externo, ocorreram aumentos de 4,1% nas exportações e de 2% nas importações, ante 8,1% e 6,3%, respectivamente, no primeiro trimestre do ano.

Os desequilíbrios fiscais e os consequentes anúncios de medidas visando a redução dos déficits de países membros seguiram se refletindo nas perspectivas relacionadas ao ritmo de crescimento do bloco. Nesse sentido, em julho, as vendas no varejo, embora registrassem aumento mensal de 0,2%, recuaram 0,2% em relação a julho de 2010, e a taxa de desemprego manteve-se em 10%. Em agosto, o PMI para a atividade manufatureira registrou o quarto recuo consecutivo, atingindo 49 pontos, e o PMI de serviços assinalou a quinta retração em sequência, para 51,5 pontos.

No Reino Unido, a variação anualizada do PIB atingiu 0,7% no trimestre encerrado em junho, ante 1,9% naquele terminado em março. Essa retração foi sensibilizada, em especial, pelo recuo anualizado de 6% na produção industrial, em oposição ao aumento de 2% observado no setor de serviços, que detém participação de 76% no PIB. Nesse cenário, a taxa de desemprego aumentou 0,2 p.p. no trimestre, para 7,9%; o PMI para a indústria seguiu sinalizando contração no setor, recuando 0,4 ponto em agosto, menor patamar em 26 meses; e o PMI de serviços decresceu 4,3 pontos, menor nível no ano.

No Japão, o PIB registrou retração anualizada de 2,1% no segundo trimestre de 2011, terceira contração

consecutiva neste tipo de comparação, ante recuo de 3,7% no trimestre encerrado em março. O consumo privado seguiu trajetória semelhante, decrescendo 0,1% e 2,5%, respectivamente, nos trimestres considerados, enquanto os investimentos residenciais e as exportações experimentaram decréscimos respectivos de 7,1% e 18,1%. Vale ressaltar que o processo de recuperação da economia japonesa pós-terremoto e tsunami vem sendo favorecido pela atuação do governo, expressa em elevações trimestrais anualizadas de 18,3% nos investimentos e de 2,3% no consumo governamentais. A indústria, fortemente apoiada na progressiva recuperação das linhas de montagem do setor automotivo, registrou crescimentos mensais de 6,2% em maio, 3,8% em junho, e 0,4% em julho, enquanto o PMI da indústria manufatureira, sinalizando continuidade da desaceleração neste segmento, atingiu 51,9 pontos em agosto, ante 52,1 pontos em julho.

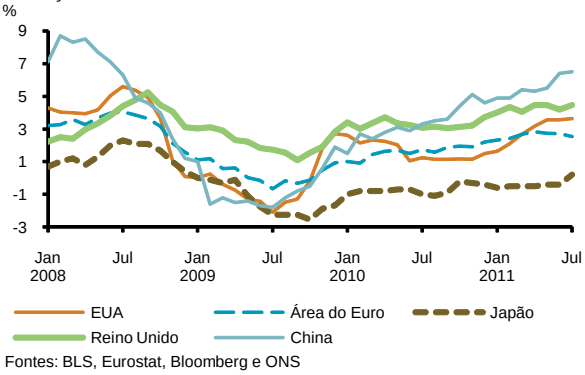
Na China, embora persista o cenário de política monetária restritiva, o PIB registrou variação anualizada de 9,1% no trimestre encerrado em junho, ante 8,7% naquele finalizado em março. Consideradas variações interanuais, o PIB chinês apresentou expansões respectivas de 9,5% e 9,7% nos trimestres mencionados. As vendas no varejo e a produção industrial aumentaram 17% e 13,5%, respectivamente, em agosto, em relação a igual período de 2010, enquanto, na margem, as vendas no varejo, os investimentos em ativos fixos e a produção industrial elevaram-se 1,4%, 1,2% e 1%, respectivamente, em relação a julho.

4.2 Política monetária e inflação

A política monetária nas economias maduras seguiu caracterizada por taxas de juro excepcionalmente baixas e pela manutenção dos balanços dos bancos centrais extraordinariamente grandes, enquanto, nas economias emergentes, os processos de elevação das taxas de juros foram interrompidos e, em casos específicos, houve reversão parcial.

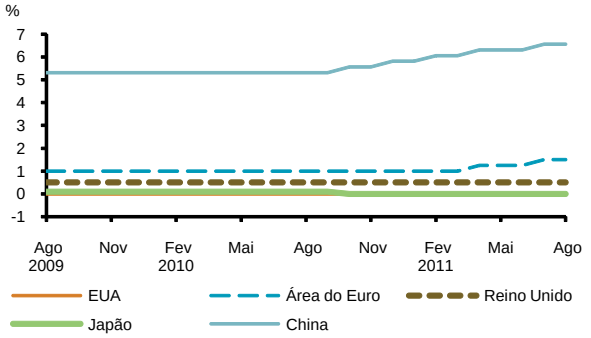
Nos EUA, a taxa anual de inflação ao consumidor (IPC), após aumentar de 3,2%, em abril, para 3,6%, em maio, persistiu nesse patamar até julho. Essa estabilização foi favorecida pela moderação dos preços de energia e outras *commodities*, em linha com as perspectivas de desaceleração da atividade econômica global. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos e energia, atingiu 1,8% em julho, ante 1,3% em abril, elevando-se pelo nono mês consecutivo.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual
%



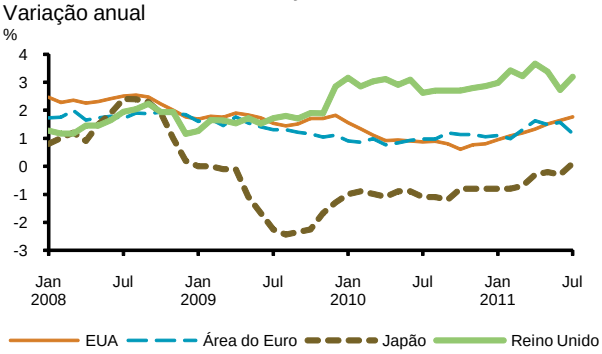
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Taxas de juros oficiais
Taxas anuais
%



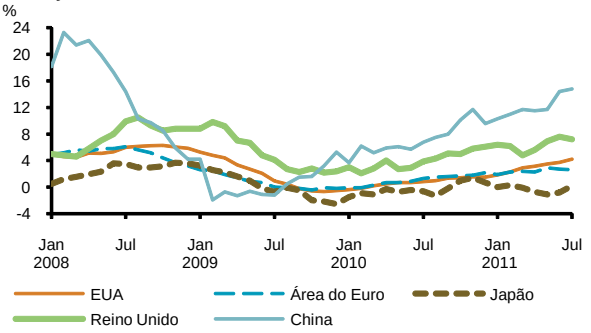
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Gráfico 4.5 – Núcleo da inflação ao consumidor
Variação anual
%



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.6 – Inflação de alimentos[1/]
Variação anual
%



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

O Fed anunciou, na reunião de 9 de agosto, a provável manutenção da meta para a taxa dos *Fed Funds* em níveis excepcionalmente baixos até, pelo menos, meados de 2013, aproximadamente um ano além do prazo anteriormente antecipado pelos mercados, e a manutenção do programa de reinvestimento do pagamento de principal oriundo de sua carteira de títulos.

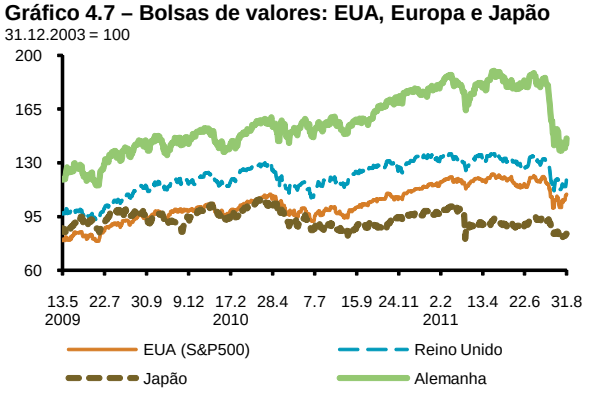
Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), embora recuasse de 2,8%, em abril, para 2,5%, em julho, manteve-se acima da meta de inflação de médio prazo perseguida pelo Banco Central Europeu (BCE). O núcleo do IPCH registrou variação anual de 1,2% em julho, ante 1,6% em abril. No princípio de julho, considerando que os riscos à estabilidade de preços haviam aumentado, o BCE elevou a taxa de juro de referência da Área do Euro em 0,25 p.p. para 1,5% a.a. Na reunião de agosto, em cenário de redução da inflação na margem, desaceleração da atividade econômica e inquietações nos mercados financeiros com respeito à sustentabilidade fiscal de importantes economias da Área do Euro, o BCE manteve a taxa básica inalterada.

No Reino Unido, embora a inflação anual se mantivesse acima da meta oficial, atingindo 4,5% em julho, mesmo nível de abril, o Banco da Inglaterra (BoE), considerando que não se observa mecanismo de realimentação sobre os salários e que as perspectivas para a atividade estão se deteriorando, manteve a taxa básica de juro em 0,5% a.a., patamar vigente desde 5 de março de 2009. Adicionalmente, a instituição manteve inalterado o estímulo monetário do programa de compra de ativos, com emissão de reservas, em £200 bilhões.

No Japão, a revisão do IPC, realizada em agosto, revelou que o período deflacionário observado no país foi interrompido em julho, quando a variação anual do indicador atingiu 0,2%, primeira taxa positiva, nesse tipo de análise, em trinta meses. Em ambiente que incorpora expressiva apreciação do iene, com consequente ameaça de novo enfraquecimento das exportações, o Banco do Japão (BoJ) manteve a taxa oficial de juros no intervalo de 0% a 0,1% e ampliou o programa de afrouxamento quantitativo *Asset Purchase Agreement* em ¥10 trilhões, para ¥50 trilhões.

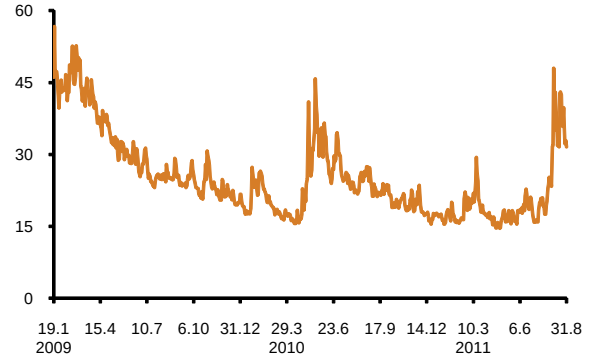
Na China, a variação anual da inflação ao consumidor, em trajetória crescente desde maio, atingiu 6,5%, em julho, ressaltando-se a elevação de 14,8% nos preços dos alimentos, maior alta desde junho de 2008. Nesse cenário, a taxa para empréstimo de capital de giro de um ano foi elevada para

Gráfico 4.7 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



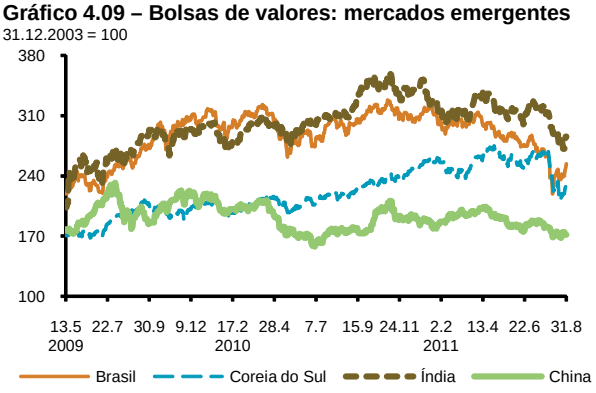
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.8 – VIX



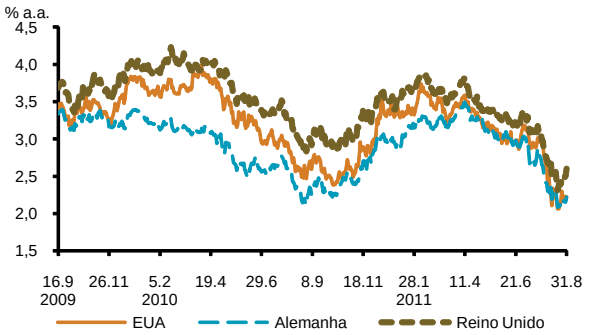
Fonte: Thomson

Gráfico 4.09 – Bolsas de valores: mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.10 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



Fonte: Bloomberg

6,56% em julho, maior nível desde outubro de 2008, e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos mantidas, desde junho, em 19,5% e 21,5%, respectivamente.

4.3 Mercados financeiros internacionais

O agravamento da crise fiscal na Europa, o prolongado impasse sobre o aumento do teto da dívida nos EUA e os sinais de desaceleração da atividade em importantes áreas econômicas se traduziram em expressivo aumento da volatilidade e da aversão ao risco nos mercados financeiros.

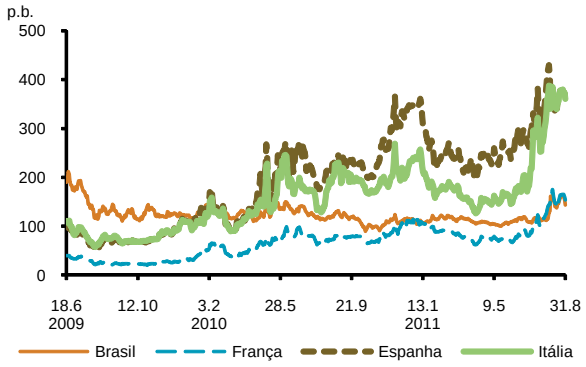
Nesse cenário, as perdas nos mercados acionários iniciadas em maio se acentuaram no trimestre encerrado em agosto, com os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; *Standard and Poor's* 500 (S&P 500), dos EUA; e *Nikkei*, do Japão recuando 20,7%, 9,9%, 9,4%, e 7,6%, respectivamente. Os setores bancários, em particular dos EUA e da Europa, foram profundamente afetados e registram, no ano, retrações de 30% a 50% no valor de mercado das ações negociadas em bolsa.

O comportamento dos mercados acionários influenciou a trajetória do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500. O indicador atingiu 31,6 p.b. ao final de agosto, ante 15,5 p.b. ao final de maio. Em 8 de agosto o VIX se situou em 48 p.b., maior valor desde março de 2009, em resposta ao anúncio do rebaixamento de *rating* da dívida dos EUA.

Os mercados acionários das economias emergentes seguiram trajetória semelhante. Os índices *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia; Ibovespa, do Brasil; *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia; e *Shangai Composite*, da China, registraram, na ordem, recuos de 14,4%; 12,6; 9,9% e 6,4% no trimestre encerrado em agosto.

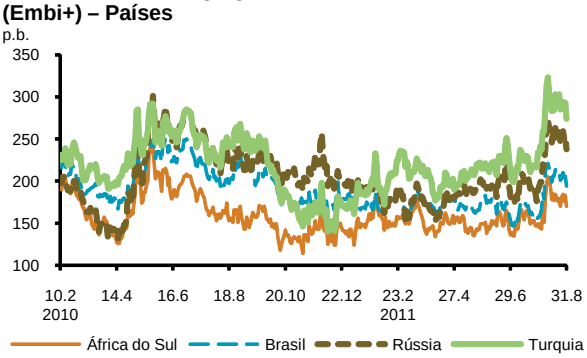
Os sinais de desaceleração da economia global contribuíram para a intensificação da retração, iniciada em maio, nos rendimentos anuais dos títulos de 10 anos das economias maduras. A despeito do rebaixamento de *rating* dos EUA ao final da primeira semana de agosto, os títulos da dívida soberana do país seguiram demandados nos momentos de fuga para qualidade. Dessa forma, os papéis

Gráfico 4.11 – CDS Soberanos 5 anos



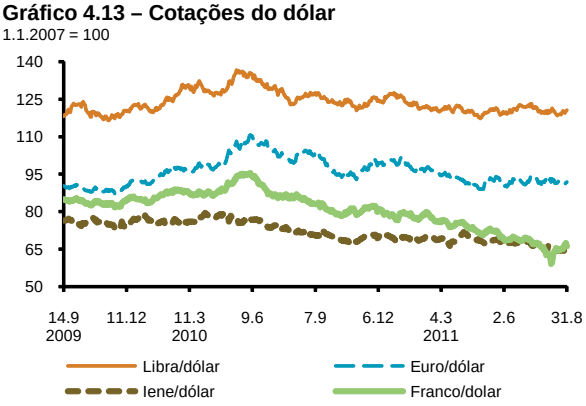
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) – Países



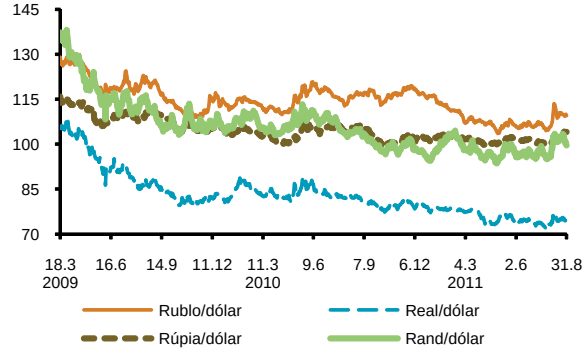
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Moedas de países emergentes



Fonte: Bloomberg

de EUA, Alemanha e Reino Unido registraram, ao final de agosto, rendimentos anuais respectivos de 2,22%, 2,22% e 2,60%, ante 3,02%, 3,06 e 3,29%, ao final de maio.

Na Europa, as tensões no mercado da dívida soberana passaram, a partir de meados de julho, a contaminar, de forma mais efetiva, Itália e Espanha, estimulando o início, pelo BCE, das compras de bônus soberano desses países no mercado secundário. Adicionalmente, a exposição de bancos franceses à dívida soberana da Itália se refletiu no aumento do prêmio de risco dos *Credit Default Swaps* (CDS) soberanos da França. Nesse cenário, ocorreram, no trimestre encerrado em agosto, aumentos importantes nos CDS soberanos da Grécia, 840 p.b.; Portugal, 238 p.b.; Itália, 197 p.b.; Espanha, 106 p.b.; Irlanda, 100 p.b.; e França, 80 p.b. Esses indicadores situaram-se, ao final do trimestre, em 2261 p.b., 918 p.b., 360 p.b., 357 p.b., 769 p.b. e 154 p.b., respectivamente.

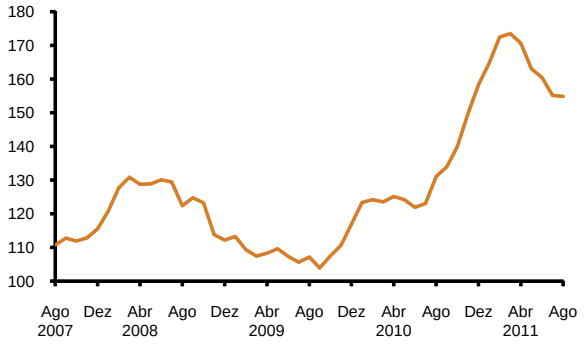
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+), apesar da melhor situação fiscal e do desempenho favorável das economias emergentes, também apresentou deterioração no período. O indicador geral aumentou 34 p.b. no trimestre, para 321 p.b., enquanto o índice associado ao Brasil cresceu 19 p.b., para 194 p.b.

No trimestre encerrado em agosto, o dólar dos EUA depreciou em relação ao iene japonês, 6%, e ao franco suíço, 5,6%, moedas bastante demandadas nos momentos de maior aversão ao risco, mas registrou apreciação de 0,2% em relação ao euro. No âmbito das economias emergentes, a cotação da moeda dos EUA apreciou em relação ao real, 0,6 %; ao rublo russo, 3%; e à rupia indiana, 2,3%, e registrou depreciação de 1,6% ante o yuan chinês.

4.4 *Commodities*

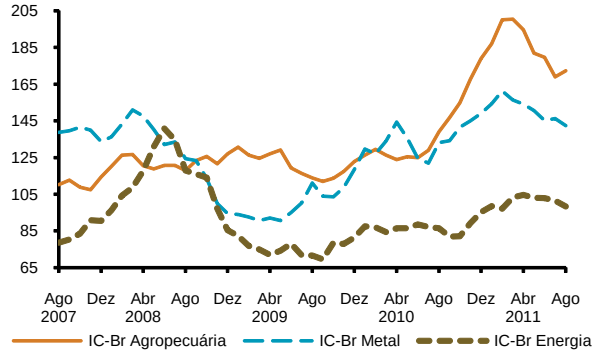
Em meio à deterioração das perspectivas para a economia mundial e ao elevado grau de incerteza nos mercados financeiros, os preços internacionais das *commodities* registraram forte volatilidade ao longo do trimestre terminado em agosto. O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 5% no período, reflexo de retrações respectivas de 5,4%, de 5,3% e de 4,5% nos índices relativos aos segmentos de *commodities* metálicas, agropecuárias e energéticas. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br recuou 7,2% em relação ao trimestre encerrado em maio mas se manteve em patamar 25,1% superior ao assinalado no trimestre finalizado em agosto de 2010.

Gráfico 4.15 – Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br)
Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



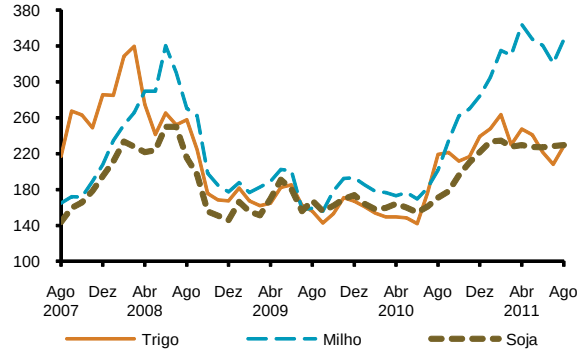
Fonte: BCB

Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos
Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



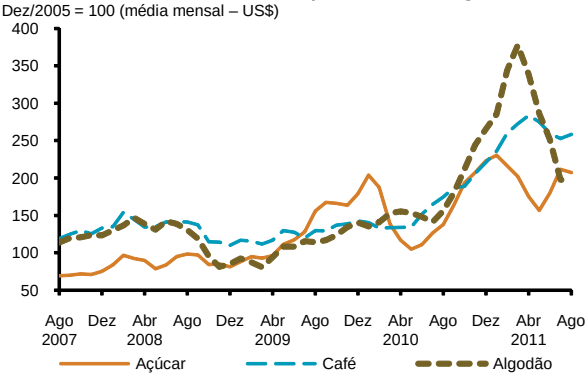
Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – *Commodities*: trigo, milho e soja
Dez/2005 = 100 (média mensal – US$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – *Commodities*: açúcar, café e algodão
Dez/2005 = 100 (média mensal – US$)



Fonte: S&P GSCI

Os preços de parte das *commodities* agropecuárias, em cenário de melhora das condições climáticas no Hemisfério Norte, de desaceleração da atividade econômica nos principais blocos econômicos e de aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros, registrou retração no início do trimestre encerrado em agosto. Entretanto, esse movimento foi parcialmente revertido no final do período, em resposta às adversidades climáticas em outras regiões produtoras e à colheita menor do que a esperada de alguns produtos. Ressaltem-se, no trimestre, a acentuada elevação na cotação do açúcar, refletindo preocupações com a safra brasileira, e o significativo recuo na relativa ao algodão, resultado da perspectiva de crescimento da oferta e, principalmente, da redução nos últimos meses das importações pela China.

Segundo o índice da S&P e Goldman Sachs, os preços médios do algodão, do café, do trigo e do milho registraram recuos respectivos de 32%, 6,1%, 5,1% e 0,1% no trimestre encerrado em agosto, contrastando com as elevações respectivas de 32,1% e 1,0% nas cotações médias do açúcar e da soja.

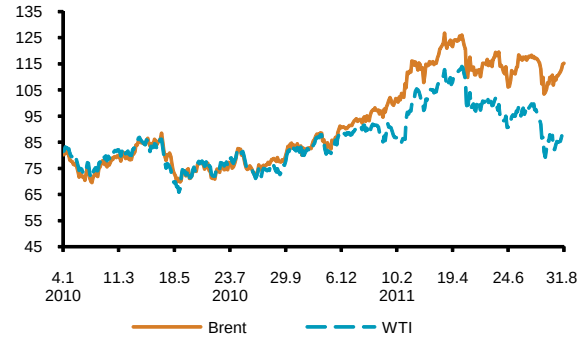
Os mercados de *commodities* metálicas, evidenciando a substancial deterioração das perspectivas para o crescimento da economia mundial e o aumento da aversão ao risco, registraram reduções acentuadas de preços. De acordo com o índice da S&P e Goldman Sachs, as cotações médias do níquel, alumínio e chumbo recuaram, na ordem, 10%, 7,3% e 0,4% no trimestre encerrado em agosto, contrastando com as elevações nos preços médios do zinco, 2%, e do cobre, 0,6%.

No mercado à vista chinês, o preço médio do minério de ferro de teor 63,5% aumentou 0,5% em agosto, em relação a maio, de acordo com o *Metal Bulletin*, evolução sustentada pela vigorosa atividade siderúrgica no país que, a despeito da desaceleração da produção industrial geral, segue impulsionada pelo setor de construção civil. Consideradas médias trimestrais, a cotação do minério de ferro recuou 0,4% no período encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, evolução que sugere a manutenção do valor contratual da *commodity* para o quarto trimestre de 2011[6].

A forte deterioração das expectativas relacionadas à atividade econômica global também se refletiu nos preços do petróleo. Nesse sentido, as cotações dos barris tipos *Brent* e WTI recuaram de US$116,73 e US$102,70, respectivamente,

6/ 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.

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista
US$ por barril



Fonte: Bloomberg

ao final de maio, para US$115,21 e US$88,81, em 31 de agosto. Consideradas médias mensais, os preços dos barris *Brent* e WTI recuaram de US$114,46 e US$101,28, em maio, para US$110,08 e US$86,32, em agosto.

4.5 Conclusão

As perspectivas de desaceleração da economia mundial passam a incorporar, mais intensamente, as incertezas associadas aos desdobramentos da crise fiscal na Europa. A complexidade do cenário também se deve ao fato de que a capacidade de reação das políticas fiscal e monetária se mostra limitada.

As variações dos índices de preços aos consumidores registraram arrefecimento nos EUA e na Área do Euro, enquanto no Japão o cenário deflacionário foi interrompido e, na China, as variações de preços permanecem elevadas.

Setor externo

5

A expansão nas importações de bens e serviços e, em meses recentes, o aumento nas remessas líquidas de renda para o exterior têm sido contrabalançados pelo desempenho das exportações, beneficiado, em especial, pelo nível de preços de importantes componentes da pauta. Dessa forma, pelo quinto trimestre consecutivo observa-se a manutenção do déficit em transações correntes acumulado em doze meses no patamar de 2,2% do PIB.

Por sua vez, as perspectivas favoráveis em relação ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo, mesmo em ambiente de crescente aversão ao risco, capital externo em volume superior à necessidade de financiamento das transações correntes e viabilizando o fortalecimento das reservas, que registraram elevação de US$64,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2011.

No âmbito da conta financeira, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$44,1 bilhões até agosto e tendem a alcançar volume recorde no ano. Em oposição, ressaltem-se as retrações nas captações líquidas de empréstimos e títulos, a partir do aumento para 6% no Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre ingressos de capitais estrangeiros com prazo médio de amortização igual ou inferior a 720 dias.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago
Comercial	-1,9	-1,4	-1,7	6,7	29,1
Exportação	15,0	109,0	176,6	25,9	162,6
Importação	16,9	110,5	178,2	19,2	133,5
Financeiro[1/]	1,2	4,8	26,0	-2,5	30,7
Compras	27,5	214,2	378,4	28,4	278,6
Vendas	26,3	209,3	352,4	30,9	247,9
Saldo	-0,7	3,4	24,4	4,2	59,8

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

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado registrou superávit de US$59,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, ante US$3,4 bilhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial do período atingiu US$29,1 bilhões, comparado a déficit de US$1,4 bilhão no período equivalente de 2010, refletindo elevações respectivas de 49,2% e 20,9% nas contratações de exportações e de importações. O segmento financeiro registrou crescimentos de 30,1% nas compras e de 18,4% nas vendas de moeda estrangeira,

resultando em ingressos líquidos de US$30,7 bilhões, ante US$4,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2010.

As intervenções efetuadas pelo Banco Central ao longo dos oito primeiros meses de 2011 totalizaram compras líquidas de US$49,8 bilhões, dos quais US$47,6 bilhões no mercado *spot* de câmbio e US$2,2 bilhões a termo, ante aquisições líquidas de US$19,1 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$6,3 bilhões em agosto de 2011, em parte, reflexo de medidas do Banco Central alterando os limites das instituições financeiras para essa posição.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

US$ milhões

Período		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-ago	2011	166 714	146 738	19 976	313 452
Jan-ago	2010	126 097	114 474	11 623	240 571
Var. %		32,2	28,2	71,9	30,3

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

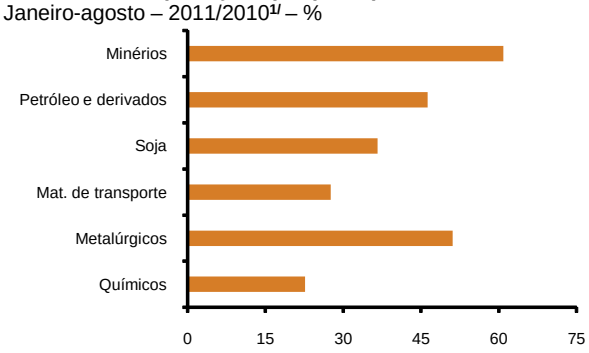
US$ milhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Total	755,1	992,3	31,4
Básicos	334,3	473,9	41,8
Industrializados	404,4	497,3	23,0
Semimanufaturados	104,3	139,5	33,7
Manufaturados	300,0	357,9	19,3
Operações especiais	16,4	21,1	28,0

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores

Janeiro-agosto – 2011/2010[1/] – %



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

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

US$ milhões

Discriminação	2010	2011	Var. %
Total	685,5	873,4	27,4
Bens de capital	153,5	186,6	21,6
Matérias-primas	318,5	400,4	25,7
Bens de consumo	685,5	873,4	27,4
Duráveis	67,5	90,9	34,6
Automóveis de passageiros	30,3	43,8	44,4
Não duráveis	48,2	60,6	25,8
Combustíveis e lubrificantes	318,5	400,4	25,7
Petróleo	41,2	55,6	35,0

Fonte: MDIC/Secex

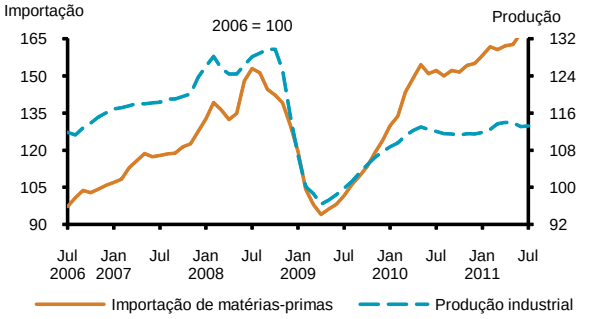
5.2 Comércio de bens

A tendência de expansão mais equilibrada entre os fluxos comerciais brasileiros se manteve nos primeiros oito meses do ano, quando as exportações somaram US$166,7 bilhões, e as importações, US$146,7 bilhões, elevando-se 32,2% e 28,2%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2010. O saldo comercial atingiu US$20 bilhões, aumentando 71,9% no período.

A média diária das exportações cresceu 31,4% nos oito primeiros meses do ano, em relação ao intervalo correspondente do ano anterior, ocorrendo aumentos nos embarques em todas as categorias de fator agregado. As vendas de produtos básicos e de produtos semimanufaturados, que, beneficiadas pelo aumento dos preços internacionais das *commodities*, expandiram 41,8% e 33,7%, respectivamente, representaram, na ordem, 47,8% e 14,1% das vendas externas do período. As exportações de bens manufaturados elevaram-se 19,3% e corresponderam a 36,1% do total exportado pelo país nos oito primeiros meses de 2011.

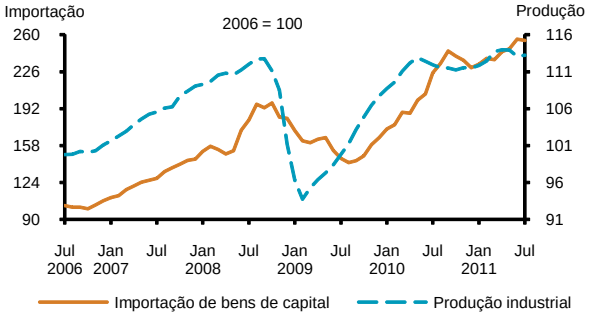
As importações médias diárias cresceram 27,4%, registrando aumentos em todas as categorias de uso final. As compras de bens de consumo duráveis elevaram-se 34,6%, impactadas pelo crescimento de 44,4% nas aquisições de automóveis de passageiros, enquanto as relativas a combustíveis e lubrificantes expandiram 25,7%, impulsionadas pelo aumento de 35% nas importações de petróleo. As compras externas de matérias-primas aumentaram 25,7%, e as relativas a bens de consumo não duráveis e a bens de capital, 25,8% e 21,6%, respectivamente.

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



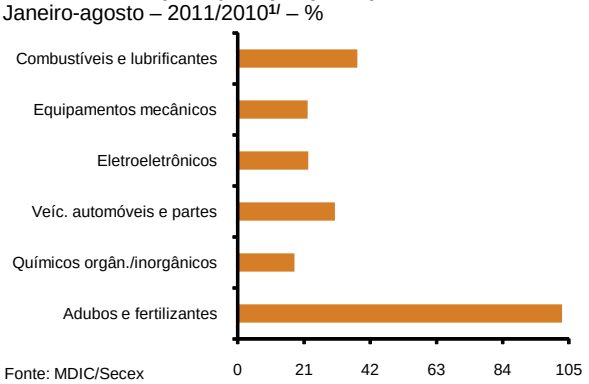
Fontes: Funcex e IBGE

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



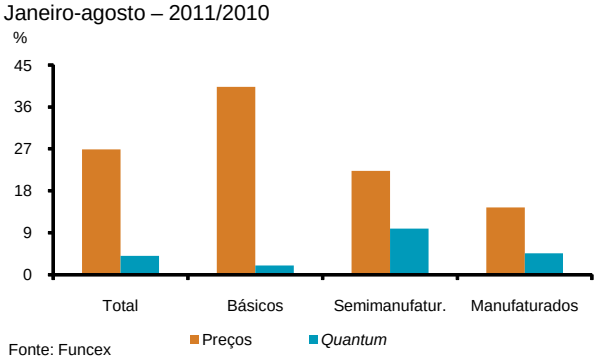
Fontes: Funcex e IBGE

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



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

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



Fonte: Funcex

O comércio com os principais blocos econômicos e países parceiros registrou crescimento generalizado nos oito primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque para as expansões na corrente de comércio com a Europa Oriental, 43,6%, e com a China, 40,4%. Na mesma base de comparação, os intercâmbios comerciais com os EUA, a União Europeia e o Mercosul elevaram-se, na ordem, 28,3%, 25,8% e 25,1%. As vendas para o continente asiático representaram 29,4% das exportações brasileiras, impulsionadas pelas exportações direcionadas à China, que se consolidou como principal compradora individual de produtos brasileiros, 17,4% do total, seguida pelos EUA, 9,9%. As importações originárias dos EUA, principal economia fornecedora de produtos ao país, representaram 15% das aquisições externas brasileiras, e as provenientes da China, 14,3%.

O aumento de 32,2% nas exportações nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2010, decorreu de expansões de 26,9% nos preços e de 4,1% no *quantum*, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Influenciados pelos aumentos dos preços internacionais das *commodities*, os preços dos produtos básicos aumentaram 40,3%, seguindo-se as elevações nos referentes a produtos semimanufaturados, 22,3%, e a produtos manufaturados, 14,5%. No mesmo período, os volumes exportados dessas categorias cresceram, na ordem, 2%, 9,9% e 4,6%.

Na mesma base de comparação, o aumento das importações decorreu de crescimentos de 14,7% nos preços e de 11,8% no *quantum*. Ocorreram elevações de preços e de volume importados em todas as categorias de uso. Destacaram-se as elevações nos volumes importados de bens de consumo duráveis, 25,7%, e de bens de capital, 15%, e as expansões de preços nas categorias combustíveis e lubrificantes, 37%, e matérias-primas e produtos intermediários, 15,4%.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes totalizou US$33,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante US$31,4 bilhões registrados em igual período de 2010, acumulando US$49,7 bilhões, 2,13% do PIB, no período de doze meses encerrado em agosto.

As despesas líquidas de serviços somaram US$24,8 bilhões, elevando-se 31,4% no período, com

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

US$ milhões

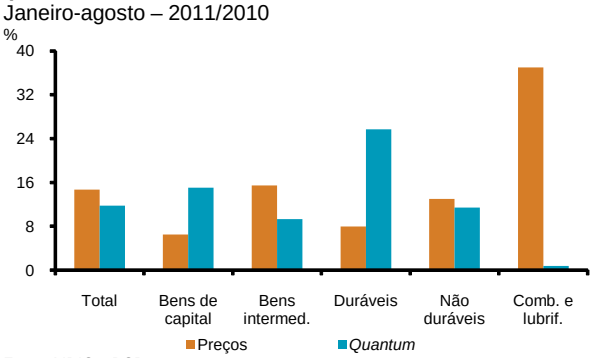
Discri-minação	Exportação			Importação			Saldo	
	2010	2011	Var. %	2010	2011	Var. %	2010	2011
Total	755	992	31,4	685	873	27,4	70	119
A.Latina e Caribe	178	219	23,1	116	145	25,8	62	74
Mercosul	82	108	30,5	63	74	18,0	19	33
Argentina	67	87	30,7	55	65	17,7	11	22
Demais	16	20	29,7	8	9	20,0	8	11
Demais	96	111	16,6	53	71	35,2	43	40
EUA[1/]	75	98	31,4	104	131	26,1	-29	-32
UE	162	210	30,0	148	180	21,3	14	31
Europa Oriental	19	24	27,5	11	19	71,5	8	5
Ásia	211	292	38,6	210	273	30,2	1	19
China	119	173	45,0	93	125	34,5	27	48
Outros	92	119	30,2	117	148	26,8	-25	-29
Demais	111	148	34,0	97	126	29,2	13	22

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e *quantum*

Janeiro-agosto – 2011/2010



Fonte: MDIC e BCB

ênfase na expansão de 62,8%, para US$9,8 bilhões, nas relativas a viagens internacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais, mantendo-se em trajetória crescente, atingiram US$14,3 bilhões, e as receitas decorrentes de gastos de turistas estrangeiros no Brasil, US$4,5 bilhões, registrando aumentos respectivos de 44,4% e 15,7% 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$5 bilhões nos oito primeiros meses do ano, elevando-se 21,7% em relação a igual intervalo de 2010. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US$10,6 bilhões, aumentando 24,3% na mesma base de comparação.

As despesas líquidas de juros, que decresceram 21,6% nos primeiros oito meses de 2011, somaram US$5,6 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US$11,6 bilhões e as receitas, elevando-se 74,5%, somaram US$5,9 bilhões no período. Considerado período de doze meses encerrado em agosto, as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US$6,4 bilhões, e as despesas líquidas de juros, US$8,1 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US$25,7 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, aumentando 33,3% em relação a igual período de 2010. As empresas dos setores industrial e de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 54,4% e 43,3% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos veículos automotores, serviços financeiros e telecomunicações. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US$36,8 bilhões no intervalo de doze meses finalizado em agosto.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US$2 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, elevando-se 1,7% em relação a igual período 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$790 milhões, recuando 7,4%, no período.

Tabela 5.6 – Transações correntes

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Transações correntes	-3,0	-31,4	-47,4	-4,9	-33,8	-54,0
Balança comercial	2,4	11,6	20,2	3,9	20,0	29,0
Exportações	19,2	126,1	201,9	26,2	166,7	258,0
Importações	16,8	114,5	181,7	22,3	146,7	229,0
Serviços	-2,6	-18,9	-30,8	-3,4	-24,8	-39,7
Transportes	-0,6	-4,1	-6,4	-0,8	-5,0	-8,0
Viagens internacionais	-0,8	-6,0	-10,5	-1,3	-9,8	-16,0
Computação e inform.	-0,3	-2,2	-3,3	-0,3	-2,7	-4,1
Aluguel equipamentos	-1,3	-8,5	-13,8	-1,4	-10,6	-16,2
Demais	0,4	2,0	3,1	0,4	3,3	4,6
Rendas	-3,0	-26,1	-39,6	-5,5	-31,0	-46,3
Juros	-0,6	-7,2	-9,7	-0,5	-5,6	-8,9
Lucros e dividendos	-2,5	-19,3	-30,4	-5,1	-25,7	-38,0
Salários e ordenados	0,0	0,3	0,5	0,1	0,4	0,6
Transferências correntes	0,2	1,9	2,8	0,2	2,0	3,0

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Conta financeira	7,8	56,1	98,5	9,9	87,3	110,2
Investimentos diretos	4,9	11,3	36,9	5,9	54,9	70,0
Brasileiros no exterior	2,5	-5,9	-11,5	0,3	10,8	10,0
Estrangeiros no país	2,4	17,2	48,4	5,6	44,1	60,0
Participação	2,1	16,9	40,1	4,3	34,8	48,0
Intercompanhias	0,4	0,3	8,3	1,3	9,2	12,0
Investimentos em carteira	6,0	34,2	63,0	0,5	23,0	25,9
Ativos	0,3	-0,4	-4,8	0,4	7,0	9,0
Passivos	5,6	34,6	67,8	0,1	16,0	16,9
Derivativos	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Outros investimentos	-3,1	10,6	-1,3	3,5	9,5	14,2
Ativos	-5,8	-21,2	-42,6	-3,0	-35,3	-45,9
Passivos	2,7	31,8	41,3	6,5	44,8	60,1

1/ Projeção.

5.4 Conta financeira

A conta capital e financeira acumulou ingressos líquidos de US$88,2 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, ante US$56,8 bilhões em igual intervalo de 2010. Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US$10,8 bilhões e a participação no capital de empreendimentos no exterior, embora tenha resultado em aplicações líquidas de US$7,9 bilhões, recuou 49,2% em relação a igual intervalo do ano anterior.

Os investimentos estrangeiros diretos registraram ingressos líquidos de US$44,1 bilhões de janeiro a agosto de 2011, elevando-se 157% em relação a igual período de 2010. Os recursos destinados à participação no capital de empresas no país somaram US$34,8 bilhões, e os empréstimos intercompanhias, US$9,2 bilhões. Os ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto atingiram US$75,4 bilhões no período de doze meses finalizado em agosto, equivalendo a 3,22% do PIB e superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US$25,6 bilhões.

Os investimentos brasileiros em carteira registraram retornos líquidos de US$7 bilhões no ano, até agosto, ressaltando-se a consolidação do processo de repatriação de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por retornos líquidos de US$8 bilhões. Em oposição, a demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em saídas líquidas de US$1,1 bilhão. Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US$4,6 bilhões, com retornos de US$725 milhões em *Depositary Receipts* e aplicações líquidas de US$5,3 bilhões no mercado doméstico.

O aumento de 2% para 6%, em princípio de abril, do IOF incidente sobre as captações de empréstimos e emissões de títulos com prazo de vencimento até 720 dias resultou em moderação no ritmo de entradas e em alteração do perfil do endividamento externo. As captações de títulos de curto prazo somaram amortizações líquidas de US$3,1 bilhões, ante ingressos líquidos de US$2,4 bilhões nos oito primeiros meses de 2010, e os empréstimos de longo prazo acumularam ingressos líquidos de US$41,7 bilhões, ante US$10,9 bilhões no mesmo período do ano anterior, contribuindo para que as taxas médias de rolagem de empréstimos e títulos aumentassem, na ordem, de 228% e 222%, para 441% e 820%, no período.

Os bônus da República negociados no exterior apresentaram amortizações líquidas de US$4,1 bilhões nos oito primeiros meses do ano. O Tesouro Nacional, dando

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Capitais de médio e longo prazos	2,3	21,3	36,5	4,4	51,5	62,7
Bônus púb.	0,8	1,6	2,8	-	0,6	0,6
Tít. privados	0,6	13,3	23,0	1,0	21,4	25,3
Emp. diretos	0,9	6,4	10,7	3,4	29,6	36,8
Empréstimos de c. prazo (líq.)[2/]	2,0	17,7	22,1	-0,8	8,3	-
Tít. de curto prazo (líq.)	-0,1	2,4	5,4	0,0	-3,1	-5,0
Portfolio no país (líq.)	5,6	25,4	45,2	0,1	5,2	5,0
Taxas de rolagem[3/]						
Total:	232%	224%	243%	272%	547%	501%
Títulos	373%	222%	246%	799%	820%	600%
Emp. Diretos	182%	228%	236%	229%	441%	450%

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-ago	Ano	Jan-ago	Ano[1/]
Posição de reservas no período anterior	193,8	238,5	238,5	288,6	288,6
Compras líquidas do Bacen	36,5	19,1	42,0	49,8	50,1
A termo	-	-	-	2,2	2,2
Spot	24,0	18,6	41,4	47,6	47,9
Linhas com recompra	8,3	-	-	-	-
Empréstimos em moeda estr.	4,2	0,5	0,5	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-2,2	-3,8	-5,2	-2,3	-0,5
Juros	0,7	-0,8	0,2	1,7	3,7
Receita	4,8	2,5	4,1	4,8	7,3
Despesa	-4,0	-3,3	-3,9	-3,1	-3,6
Amortização	-2,9	-3,0	-5,4	-4,1	-4,1
Desembolsos	1,8	-	1,2	-	-
Organismos multilaterais	-	-	-	-	-
Bônus da República	1,8	-	1,2	-	-
Demais[2/]	1,7	1,2	2,8	10,2	10,2
Compras do Tesouro Nacional	7,0	6,3	9,3	7,1	7,7
Variação de haveres	44,7	22,8	50,1	64,8	67,6
Posição de reservas – Caixa	238,5	261,3	288,6	353,4	356,2
Saldo de linhas com recompra	-	-	-	-	-
Saldo de empréstimo em m.e.	0,5	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	239,1	261,3	288,6	353,4	356,2

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).

sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US$2,8 bilhões de bônus no período, dos quais US$2,2 bilhões referentes a valor de face dos títulos e US$558 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$44,8 bilhões nos primeiros oito meses de 2011. Os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores somaram US$24,8 bilhões, destacando-se, além dos empréstimos diretos, US$22,9 bilhões, desembolsos líquidos de compradores, US$3,9 bilhões; e de empréstimos de agências, US$768 milhões. Os empréstimos de curto prazo totalizam desembolsos líquidos de US$8,3 bilhões no período.

As reservas internacionais totalizaram US$353,4 bilhões em agosto, aumentando US$64,8 bilhões em relação a dezembro de 2010. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US$47,6 bilhões; as liquidações de compras a termo, US$2,2 bilhões; as receitas líquidas de juros, US$1,7 bilhão, resultado de receita de US$4,8 bilhões com a remuneração das reservas e de despesa de US$3,1 bilhões com os juros de bônus; as despesas de amortização, US$4,1 bilhões; e as demais operações, US$10,2 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US$356,2 bilhões em 2011. Incluindo-se o ocorrido nos primeiros oito meses de 2011, estão previstas despesas líquidas de US$486 milhões com o serviço da dívida externa, resultado de receita de remuneração de reservas de US$7,3 bilhões e despesas projetadas de US$3,6 bilhões de juros e de US$4,1 bilhões de amortizações. Nesse cálculo foram incluídas, ainda, as liquidações de compras, já ocorridas, de US$50,1 bilhões do Banco Central e de US$7,7 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada de agosto de 2011, o serviço da dívida externa aumentou 2,9% em relação a junho. As exportações elevaram-se 5%, no período, e a razão entre esses indicadores recuou de 22,2% para 21,8%.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa[1/]

US$ bilhões

Discriminação	2009	2010		2011		
	Dez	Set	Dez	Mar	Jun	Ago[2/]
Exportações de bens	153,0	186,1	201,9	213,9	231,0	242,5
Exportações de bens e serviços	180,7	216,6	233,7	247,1	266,3	279,2
Serviço da dívida	43,6	47,7	46,3	47,0	51,4	52,9
Dívida externa total	198,2	247,8	256,8	275,9	291,6	304,2
Dívida externa total líquida	-61,8	-44,9	-50,6	-64,6	-64,5	-69,6
Reservas internacionais	238,5	275,2	288,6	317,1	335,8	353,4
PIB	1 598	2 074	2 090	2 184	2 277	2 340
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	12,4	11,9	12,3	12,6	12,8	13,0
Dívida total líquida/PIB (%)	-3,9	-2,2	-2,4	-3,0	-2,8	-3,0
Dívida total/exportações	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	28,5	25,6	23,0	22,0	22,2	21,8
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	24,1	22,0	19,8	19,0	19,3	18,9
Reservas/dívida externa total (%)	120,3	111,1	112,4	114,9	115,1	116,2

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

A dívida total variou 4,3%, a dívida total líquida, -7,9%, e o PIB em dólares, 2,8%, resultando em elevação, de 12,8% para 13%, da relação dívida total/PIB, e redução de -2,8% para -3% da relação dívida total líquida/PIB.

As relações entre a dívida total e a dívida total líquida (superavitária) e as exportações mantiveram-se estáveis, respectivamente, em 1,3 e -0,3, no período. Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa total passou de 115,1% para 116,2%.

5.6 Conclusão

O ingresso expressivo de capitais externos registrado no decorrer do ano fortaleceu a posição externa brasileira. Além disso, são favoráveis as perspectivas de financiamento do déficit projetado em transações correntes, que, mesmo em cenário de elevação anual do superávit comercial, este ano deverá atingir patamar superior ao verificado em 2010.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2011

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Transações correntes	-3,0	-31,4	-47,4	-4,9	-33,8	-54,0
Balança comercial	2,4	11,6	20,2	3,9	20,0	29,0
Exportações	19,2	126,1	201,9	26,2	166,7	258,0
Importações	-16,8	-114,5	-181,7	-22,3	-146,7	-229,0
Serviços e Rendas	-5,6	-45,0	-70,4	-9,0	-55,7	-86,0
Viagens	-0,8	-6,0	-10,5	-1,3	-9,8	-16,0
Juros	-0,6	-7,2	-9,7	-0,5	-5,6	-8,9
Lucros e dividendos	-2,5	-19,3	-30,4	-5,1	-25,7	-38,0
Demais	-1,7	-12,5	-19,8	-2,1	-14,6	-23,1
Transferências	0,2	1,9	2,8	0,2	2,0	3,0
Conta capital e financeira	7,9	56,8	99,7	10,1	88,2	111,4
Conta capital	0,1	0,7	1,1	0,2	0,9	1,2
Investimentos brasileiros[2/]	-3,0	-27,5	-58,9	-2,2	-17,6	-26,9
Investimentos estrangeiros	11,2	81,6	157,4	8,0	93,2	108,3
IED	2,4	17,2	48,4	5,6	44,1	60,0
Ações totais[3/]	1,8	14,7	37,7	-0,1	4,6	5,0
Títulos no país	2,7	12,0	14,6	0,1	-0,1	-
Emprést. e tít. no ext. LP	2,2	17,7	29,2	3,2	39,4	48,3
Títulos públicos	0,7	-1,8	-3,6	-0,8	-4,1	-4,1
Títulos privados	0,5	7,3	13,7	0,9	18,7	21,1
Empréstimos diretos	0,4	3,6	6,2	1,9	22,9	28,7
Demais[4/]	0,7	8,6	12,9	1,2	1,9	2,7
Emprést. e tít. no ext. CP	2,0	20,1	27,5	-0,8	5,2	-5,0
Demais[5/]	-0,4	2,0	0,0	4,1	11,7	28,8
Erros e omissões	-0,5	-2,5	-3,2	0,3	1,3	-
Ativos de reserva	-4,4	-22,9	-49,1	-5,5	-55,8	-57,4
Memo:						
Transações correntes / PIB (%)		-2,3	-2,3		-2,1	-2,2
IED / PIB (%)		1,2	2,3		2,7	2,4

1/ Projeção.
2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.
3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.
4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.
5/ Inclui derivativos, crédito comercial passivo e outros passivos.

Este boxe apresenta revisão na projeção do balanço de pagamentos para 2011, para tanto, considerando resultados observados até agosto deste ano e dados preliminares relativos a setembro, bem como as mudanças relativas ao cenário internacional e à atividade econômica doméstica.

As principais alterações em relação à projeção publicada no relatório de inflação anterior constituem os aumentos nas estimativas para o superávit da balança comercial, com subsequente diminuição do déficit em transações correntes, e para ingressos de investimento estrangeiro direto. Note-se que também houve revisão da projeção para os demais investimentos, que reflete, em especial, a incorporação dos dados referentes a junho a agosto, período em que as taxas de rolagem se mantiveram em patamares mais elevados que o antecipado no relatório anterior.

A projeção para o déficit em transações correntes foi reduzida de US$60 bilhões para US$54 bilhões. As perspectivas de que as exportações atinjam US$258 bilhões, ante US$250 bilhões na estimativa anterior, implicou aumento de US$20 bilhões, para US$29 bilhões, do saldo comercial projetado. O resultado de importações foi reduzido de US$230 bilhões para US$229 bilhões.

A projeção do déficit na conta de serviços aumentou US$0,5 bilhão, para US$39,7 bilhões, devido sobretudo à elevação dos gastos com viagens internacionais.

As despesas líquidas de juros, considerando-se o aumento observado nas captações líquidas de recursos a partir do segundo trimestre, foram elevadas

de US$7,3 bilhões para US$8,9 bilhões. De forma semelhante, a estimativa de remessas líquidas de lucros e dividendos aumentaram US$1 bilhão, para US$38 bilhões, refletindo em parte o fluxo de investimentos diretos observados nos oito primeiros meses do ano.

A continuidade do processo de aquisição, por investidores estrangeiros, de participação em empresas brasileiras, com destaque para a reiterada ocorrência de transações de alto valor, e os frequentes anúncios de intenções de ampliação de capacidade de produção de filiais brasileiras, comumente materializadas, justificam a revisão, de US$55 bilhões para US$60 bilhões, na projeção para o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos, dos quais US$44,1 bilhões ocorridos até agosto.

A elevação nas estimativas para os demais passivos da conta financeira resultou da incorporação dos resultados observados desde o relatório de inflação de junho, com ingressos líquidos e taxas de rolagens superiores aos projetados.

A previsão de desembolsos líquidos de títulos privados e empréstimos de médio e longo prazos, que até agosto somaram US$41,7 bilhões, foi elevada de US$35,4 bilhões para US$49,7 bilhões. Com a incorporação dos ingressos ocorridos, a taxa de rolagem de empréstimos passou de 300% para 450%, e a relativa a títulos foi mantida em 600%, resultando em aumento da taxa total de rolagem de 410% para 501%. Os investimentos em ações e papéis domésticos foram reduzidos de US$7 bilhões para US$5 bilhões.

Nessa conjuntura, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá registrar superávit de US$58 bilhões, com absorção de US$50,1 bilhões pelo Banco Central e US$7,9 bilhões pelos bancos comerciais.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

US$ bilhões

Discriminação	2010			2011		
	Ago	Jan-Ago	Ano	Ago	Jan-Ago	Ano[1/]
Transações correntes	-3,3	-33,9	-51,4	-5,2	-38,6	-61,2
Capitais (líquido)	6,6	49,7	94,0	8,9	90,6	119,2
Inv. Estrangeiro Direto	2,4	17,2	48,4	5,6	44,1	60,0
Inv. Estrangeiro em Carteira	4,5	25,7	51,1	0,0	4,4	5,0
Empréstimos MLP	1,3	13,6	22,2	2,6	35,2	43,9
Crédito comerciais	1,3	22,4	26,0	4,6	27,4	32,6
Bancos	2,0	20,8	26,9	-0,3	12,2	3,8
Demais	-0,7	1,6	-0,8	4,9	15,2	28,8
Inv. Brasileiro no Exterior	-2,7	-30,8	-58,5	-3,5	-15,2	-19,0
Demais	-0,2	1,6	4,8	-0,5	-5,4	-3,2
Hiato financeiro	3,3	15,8	42,6	3,6	52,0	58,0
Compras líq. do Banco Central	-3,0	-19,1	-42,0	-4,9	-49,8	-50,1
Depósitos de bancos	-0,3	3,3	-0,6	1,3	-2,2	-7,9

1/ Projeção.

Evolução dos Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto

Este boxe apresenta a evolução dos fluxos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) recebidos pela economia brasileira no contexto geral dos fluxos de capitais estrangeiros desde 1995 e, em período mais recente, analisa alguns desenvolvimentos em face da crise financeira mundial iniciada em 2008.

Descrição metodológica

Investimento estrangeiro direto é definido, no âmbito da metodologia internacionalmente aplicada, tendo como parâmetro o controle ou grau de influência sobre a gestão de empresa no país[1], por investidor não residente. Admitindo sempre uma parte residente e outra não residente, os capitais de investimento direto são compostos por duas categorias: i) a aquisição de participação no capital referente a 10% do poder de voto e qualquer outra aquisição de participação, após o estabelecimento da relação de investimento direto; e ii) os fluxos de capitais entre empresas em relação de investimento direto, integrantes de um mesmo grupo empresarial, conhecidos como empréstimos intercompanhia. A classificação de um empréstimo como intercompanhia é uma distinção puramente estatística. No Brasil, por exemplo, do ponto de vista tributário e cambial, um empréstimo entre integrantes de mesmo grupo empresarial recebe o mesmo tratamento dado às operações envolvendo credor e devedor de grupos diferentes. Cabe destacar, porém, que, segundo a metodologia estatística internacional, as operações entre bancos de um mesmo grupo constituem exceção, e não são consideradas como empréstimos intercompanhia, ou seja, são tratadas como operações ordinárias de empréstimo.

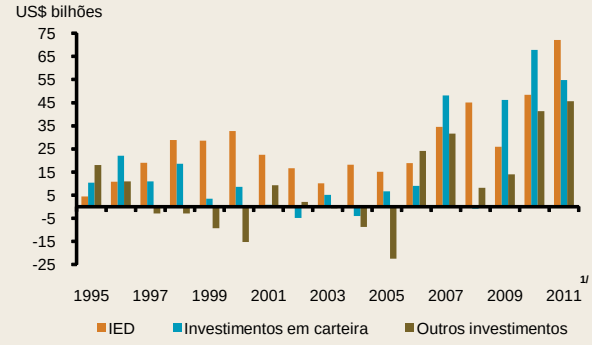
1/ *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BPM6)*, parágrafo 6.8, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009.

Retrospectiva histórica recente

Nas últimas décadas, os fluxos de IED para o Brasil têm se caracterizado por reduzida volatilidade, em comparação aos fluxos das demais modalidades de capitais, e tendência de crescimento. De fato, a partir de 1996, esses ingressos passaram a representar, com raras exceções, a principal fonte de financiamento externo, e, em 2002, consolidaram-se como fonte de recursos grande o suficiente para financiar as transações correntes. Desde 2005, observa-se contínuo crescimento do aporte de IED a cada ano, exceto em 2009. Espera-se a manutenção dessa tendência em 2011, conforme revela a projeção de ingressos líquidos de US$60 bilhões apresentada neste relatório.

A menor volatilidade dos fluxos de IED em comparação a outras modalidades de capital estrangeiro pode ser inferida pela análise do Gráfico 1. No período 1995/2011, o investimento estrangeiro em carteira, que compreende ações e títulos, registrou saídas líquidas em dois anos, e os outros investimentos, que compreendem empréstimos e financiamentos, em seis anos. Os fluxos de IED apresentaram comportamento distinto, sistematicamente com ingressos líquidos. De fato, isso ocorreu não apenas desde 1995, mas ao menos desde 1947, quando tem início a série de estatísticas de balanço de pagamentos.

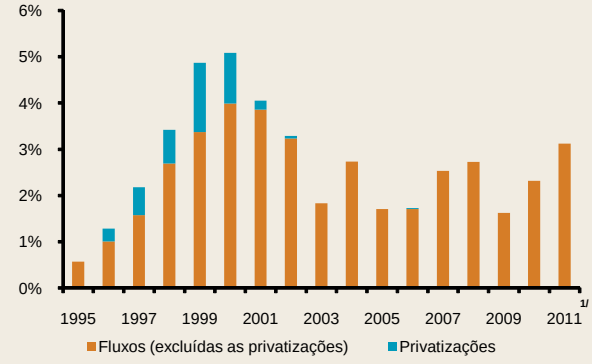
Gráfico 1 – Capitais estrangeiros
Fluxos líquidos



1/ Acumulado em 12 meses até julho.

O IED também se diferencia pela forma em que se compõem as retrações de ingressos líquidos. Em períodos de instabilidade, quando a demanda por ativos brasileiros recua (fenômeno conhecido como "*flight to quality*"), em geral, a maioria das modalidades de capitais registra redução ou interrupção nos ingressos e aumento nas amortizações ou repatriações de recursos. No caso do IED, observa-se retração de ingressos, mas, usualmente, sem repatriação líquida de recursos.

Gráfico 2 – Ingressos líquidos de IED/PIB

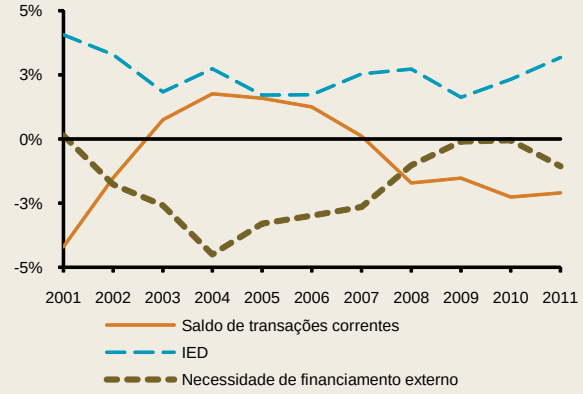


1/ Acumulado em 12 meses até julho.

Os fluxos líquidos de ingressos de IED atingiram média anual de 2,7% do PIB no período de 1995 a julho de 2011 (Gráfico 2). O pico da série ocorreu em 2000, 5,1% do PIB desse ano, com destaque para os ingressos associados às privatizações. Excetuadas tais operações, a média

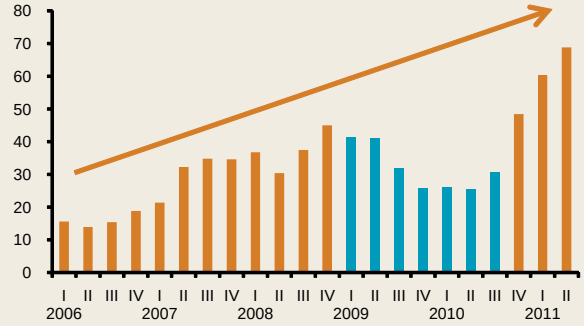
do período atingiria 2,4% do PIB, e o ano de 2000 permaneceria como o de volume de ingressos mais elevado, 4% do PIB.

Gráfico 3 – Necessidade de financiamento externo



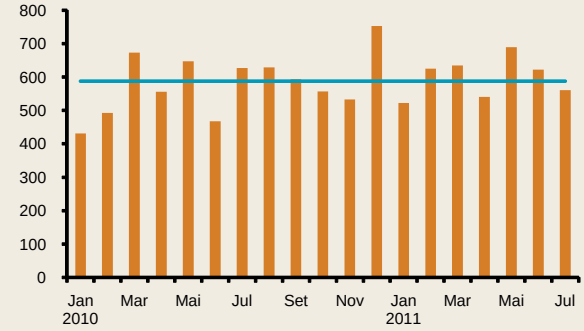
Os fluxos mundiais de investimento direto foram afetados pela crise financeira mundial iniciada no segundo semestre de 2008. Segundo o *World Investment Report* 2011, os fluxos de IED, que nas maiores economias beneficiárias haviam alcançado patamares recordes em 2007, registraram recuo de 32,1% entre 2008 e 2009, de US$1,7 trilhão para US$1,2 trilhão. Entretanto, os fluxos de IED para o Brasil foram exceção na medida em o recorde registrado em 2007 foi seguido por novo recorde em 2008, quando os ingressos líquidos de IED somaram US$45,1 bilhões. Partindo de patamar mais elevado, os fluxos de IED recebidos pelo Brasil sofreram retração de 42,4% na comparação entre 2008 e 2009, recuo mais intenso que no restante do mundo. De forma simétrica, no ciclo de recuperação, os fluxos de IED atraídos pelo Brasil são retomados em maior velocidade.

Gráfico 4 – Fluxos líquidos de IED
Acumulado em 4 trimestres
US$ bilhões



Sete trimestres, a partir do final de 2008, configuram a interrupção do processo de expansão do fluxo de IED provocado pela crise de 2008/2009 (Gráfico 4).

Gráfico 5 – Novos registros
Sistema RDE-IED
Quantidade



Cabe destacar que os volumes recordes de ingressos após cessarem os efeitos da crise caracterizaram-se por transações de elevado valor, com frequência, conduzidas por investidores não residentes que já mantinham operações no Brasil e anunciaram expansão dos negócios. Nesse sentido, não há evidência de mudança recente no patamar do número de novos investidores estrangeiros, dada a baixa dispersão da quantidade de novos registros[2] em torno da média, que atingiu 587 empresas (Gráfico 5), do início de 2010 a julho deste ano.

Em outra perspectiva, a quantidade de de empresas receptoras, medidas pelo número de Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJs), aferido via contratos de câmbio, não sofreu alteração de patamar no passado recente. No período iniciado

2/ Todo par composto por investidor estrangeiro e a empresa receptora residente no Brasil é obrigatoriamente registrado no Banco Central no sistema Registro Declaratório Eletrônico, módulo Investimento Estrangeiro Direto (RDE-IED). O registro é condição necessária para liquidação do contrato de câmbio e ingresso dos recursos financeiros.

Gráfico 6 – Empresas receptoras de ingresso brutos de IED

Participação no capital

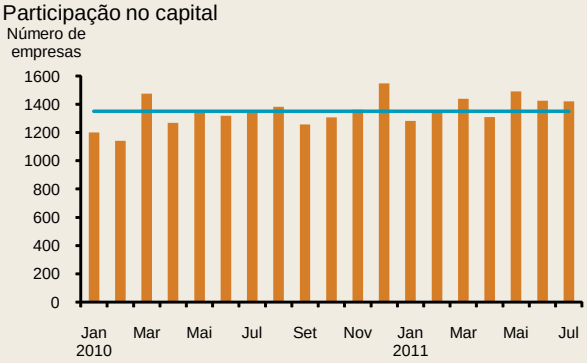
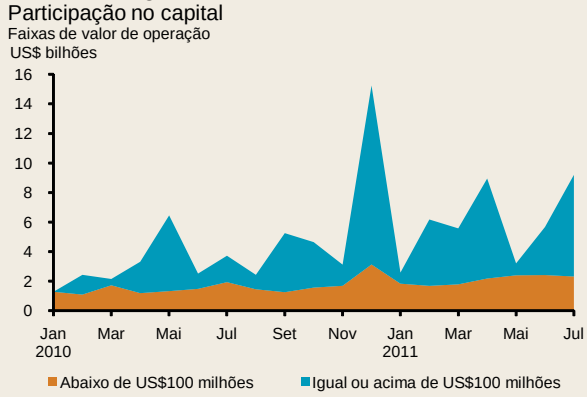


Gráfico 7 – Ingressos brutos de IED

Participação no capital



em janeiro de 2010 há, em média, 1.350 empresas ao mês recebendo fluxos de IED na modalidade participação no capital (Gráfico 6).

Considerando que o número de participantes desse mercado sofreu poucas alterações, o aumento do volume ingressado, em termos brutos, durante a recuperação dos fluxos de IED, reflete elevação no valor médio recebido por empresa. Note-se que os ingressos brutos de IED-participação no capital em transações de valor individual inferiores a US$100 milhões acumularam US$12,7 bilhões nos três trimestres iniciais de 2010, atingindo US$18,7 bilhões nos três trimestres posteriores, aumentando 47,2%. No mesmo período, as operações de valor individual igual ou superior a US$100 milhões, que somavam US$16,8 bilhões, atingiram US$36,5 bilhões, crescendo 117,3% (Gráfico 7).

Em suma, este boxe apresenta a evolução dos fluxos de IED recebidos pela economia brasileira desde 1995. Cabe destacar que esses fluxos de modo geral tem se caracterizado por baixa volatilidade. Mais recentemente, observa-se retomada de ingressos líquidos de IED em níveis superiores a 3% do PIB, grandes o suficiente para financiar a conta corrente. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos estão associados às perspectivas positivas para a economia brasileira no médio e longo prazo, reforçadas por uma política macroeconômica condizente com a manutenção do equilíbrio interno e externo.

Perspectivas para a inflação

6

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em junho de 2011. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o terceiro 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% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 30 e 31 de agosto, e que a taxa de câmbio permanecerá em R$1,65/US$. 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 Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do Banco Central com analistas independentes. Para um terceiro cenário, chamado de cenário alternativo e que foi construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, admite-se que a atual deterioração do cenário internacional cause impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem 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 em 9 de setembro 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

Nos oito primeiros meses de 2011, a inflação, medida pela variação do IPCA, alcançou 4,42%, 1,28 p.p. acima da inflação observada em igual período de 2010. Assim, a inflação acumulada em doze meses atingiu 7,23% em agosto. 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. Os preços monitorados acumularam, em doze meses até agosto, variação de 5,71%, e os preços livres, 7,87%. No conjunto dos preços livres, destaca-se tanto a variação dos preços dos itens não comercializáveis (8,68%), quanto a dos preços dos itens comercializáveis (6,90%). A inflação do setor de serviços vem se mantendo em patamar sistematicamente superior à dos preços livres, e atingiu 8,92% em doze meses até agosto (ante 6,85% no acumulado até agosto de 2010).

Todas as cinco medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena: enquanto houve alta na variação acumulada em doze meses até agosto, a média das variações mensais recuou entre maio e agosto. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,54% em junho, para 0,41% em julho e para 0,55% em agosto, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,44% em junho, para 0,28% em julho e para 0,33% em agosto. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,42% em junho, ficou em 0,38% em julho e em 0,39% em agosto. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,56% em junho, para 0,33% em julho e para 0,32% em agosto, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,50% para 0,40% e para 0,45% no mesmo período. A média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,53% em maio, para 0,49% em junho, recuando para 0,36% em julho e para 0,41% em agosto. No acumulado em doze meses até agosto, as cinco medidas do núcleo alcançaram 6,41%, 5,85%, 7,23%, 6,82% e 7,34%,

respectivamente, ante 6,18%, 5,71%, 7,01%, 6,61% e 7,12% em julho e 6,01%, 5,59%, 6,82%, 6,51% e 6,91% em junho.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 64,58% em agosto, acima dos 52,60% registrados em agosto de 2010 e da média histórica de 60,39% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice ficou praticamente estável (58,85%) em julho e agosto, após recuar em maio e junho.

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 agosto de 2011, o IGP-DI acumulou alta de 3,52%, ficando abaixo dos 6,87% registrados no mesmo período de 2010. Nos últimos dois meses, as variações no IGP-DI foram de -0,05% (julho) e de 0,61% (agosto). Com inflações mensais, de janeiro a agosto, mais baixas que as observadas em igual período de 2010, a inflação acumulada em doze meses registrou a oitava queda seguida em agosto, mas permanece em patamar elevado, acumulando alta de 8,34% em julho e de 7,81% em agosto. O patamar de variação do índice advém, basicamente, do seu principal componente, o IPA-DI, cuja variação em doze meses foi de 9,09% em julho e de 8,09% em agosto. Por origem e para os mesmos períodos, os preços de produtos agropecuários apresentaram variação acumulada de 19,14% e de 17,93%, e os de produtos industriais de 5,95% e de 4,97%. Segundo o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-DI), outro componente do IGP-DI, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,58% em julho e 7,10% em agosto, ficando 3,04 p.p. acima da inflação acumulada até agosto de 2010. No mesmo período, a variação acumulada do INCC apresentou relativa estabilidade, 7,75% em julho e 7,76% em agosto, ou 0,88 p.p. acima do valor registrado em agosto de 2010.

O IBC-Br constitui importante indicador coincidente da atividade econômica ao incorporar estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produto. No segundo trimestre deste ano, o índice acumulou crescimento de 0,7% em relação ao trimestre anterior, e de 3,2% quando comparado ao segundo trimestre de 2010. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses seguiu arrefecendo na direção de níveis mais sustentáveis em longo prazo, e se deslocou de 5,3% em maio para 4,9% em junho, ante 7,8% registrados em dezembro de 2010. O ICS, da FGV, avançou 0,8% em julho, após duas quedas iguais e consecutivas (-1,4% em maio e em junho). Note-se, ainda, que o nível desse indicador, em julho, ficou 2,4% acima do valor de julho de 2010 e relativamente estável em relação ao nível médio de 2010.

A produção industrial variou 0,5% em julho na comparação mensal (-1,2% em junho e 1,1% em maio), de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,1% no período de maio a julho, após queda de 0,9% medida no período de abril a junho. O volume de produção também recuou no acumulado em doze meses, com variação de 2,9% em julho, ante 3,7% em junho e 4,5% em maio.

Entre as categorias de uso, a maior variação acumulada no ano até julho (na comparação com o mesmo período de 2010) veio da produção de bens de capital (5,5%). No mesmo período, a produção de bens intermediários teve expansão de 0,6%, a de bens de consumo duráveis de 1,8%, e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis de 0,5%. Considerando a média móvel trimestral, a produção de bens de capital, no trimestre de maio a julho de 2011, foi 0,9% superior à registrada de abril a junho; a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis cresceu 0,3%; e a de bens de consumo duráveis, 1,7%, na mesma base de comparação. Já no caso da produção de bens intermediários, houve retração de 0,2%. Cabe ressaltar que o crescimento do indicador de atividade na indústria de bens de capital atingiu 8,3% no acumulado em doze meses até julho, a maior expansão entre as categorias de uso, evidenciando a robustez do investimento, fator relevante para a sustentabilidade do novo ciclo de expansão pós-crise de 2008/2009.

Os níveis de utilização da capacidade instalada, ainda em patamares elevados, recuam na margem, refletindo, em parte, a desaceleração da atividade e a maturação dos investimentos realizados. De fato, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, com ajuste sazonal calculado pela FGV, recuou de 84,1% em julho para 83,6% em agosto. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 82,2% em junho ante 82,4% observados em maio. Sobre a expansão da capacidade instalada, note-se que, no período de doze meses encerrados em julho, em relação aos doze meses anteriores, o crescimento da absorção de bens de capital se posicionou em 14,1%, e o da produção de insumos para a construção civil, em 5,6%. O indicador de nível de estoques da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV, livre de influências sazonais, recuou de 98,0 em junho para 95,6 em julho e para 92,0 em agosto, atingindo o menor nível desde maio de 2009. Dessa forma, enquanto em abril 4,2% dos respondentes caracterizavam seu nível de estoque como excessivo, na série com ajuste sazonal, essa fração aumentou para 9,5% em agosto. O processo de acúmulo de estoques tem sido particularmente pronunciado no setor de bens de consumo.

Diferentemente da produção industrial, o volume de vendas no comércio ampliado ainda apresenta crescimento expressivo, de 9,5% em junho, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com a taxa acumulada em doze meses se posicionando em 10,9%, impulsionada pelas vendas de materiais de construção, que registraram crescimento de 14,0%, e de veículos e motos, partes e peças, cuja expansão alcançou 14,2%. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista cresceram 8,9% no acumulado em doze meses até junho, segundo o IBGE, com destaque para o aumento nas vendas nos segmentos de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (18,7%) e de móveis e eletrodomésticos (17,1%). Note-se que as taxas de crescimento em doze meses do comércio, restrito e ampliado, são consideravelmente superiores às taxas de expansão da produção industrial e do produto. 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, também, na importação de bens de consumo duráveis, que acumulou alta de 34,2% no *quantum* entre janeiro e julho de 2011, em relação ao mesmo período do ano anterior. Nos 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 elevada confiança dos consumidores.

A economia brasileira se expandiu 3,1% no segundo trimestre de 2011, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após crescer 4,2% no primeiro trimestre e 5,0% no último trimestre de 2010, na mesma base de comparação. Segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB cresceu 0,8% no segundo trimestre, após ter crescido 1,2% no primeiro trimestre e 0,7% no último trimestre de 2010. O comportamento do PIB confirma que a economia brasileira se encontra em novo ciclo de expansão, após a recuperação pós-crise de 2008/2009, e moderação da atividade na margem, com a economia em ritmo mais condizente com taxas de crescimento avaliadas como sustentáveis em longo prazo. Ainda sob a ótica da produção, o setor de serviços, cujas taxas de crescimento são menos voláteis, cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2011 em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE – décima expansão consecutiva. Por sua vez, a produção agropecuária recuou 0,1%, ante expansão de 3,0% no primeiro trimestre; e a indústria cresceu 0,2%, ante 2,2% no trimestre anterior.

Sob a ótica da demanda, na comparação com o trimestre anterior e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a FBCF cresceu 1,7% no segundo trimestre de 2011, após ter crescido 1,0% no trimestre anterior. Assim, a taxa de crescimento da FBCF, acumulada nos últimos quatro trimestres, atingiu 11,9%. Apesar da menor participação na demanda agregada, quando comparada à do consumo, o 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 1,0% no segundo trimestre, após ter crescido 0,7% no primeiro trimestre. Por sua vez, o consumo do governo apresentou elevação de 1,2% no segundo trimestre de 2011, após ter se expandido 0,9% no primeiro trimestre. O setor externo contribuiu negativamente para o crescimento do PIB do segundo trimestre, com expansão de 6,1% das importações e de 2,3% das exportações. Em suma, a demanda doméstica, que tem sido o principal fator de sustentação da atividade, tende a continuar evoluindo favoravelmente nos próximos trimestres, embora em ritmo mais moderado.

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 5,9%, na série dessazonalizada, em julho. Na série sem ajuste sazonal, ficou em 6,0% – 0,9 p.p. menor do que a medida no mesmo mês de 2010, de modo que nesse período houve recuo na taxa de desocupação em todas as regiões pesquisadas. Por outro lado, o crescimento anual do emprego, medido pela variação no número de pessoas ocupadas nas seis maiores regiões metropolitanas, desacelerou para 2,1% em julho, situando-se abaixo da média histórica. O número total de pessoas ocupadas nas seis regiões atingiu 22,5 milhões em julho de 2011, ante 22,0 milhões em julho de 2010. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada aumentou 4,0% em julho, em relação ao mesmo mês de 2010, repetindo a taxa de crescimento observada nos dois meses anteriores. Dessa forma, a massa salarial real expandiu 6,2% em julho, na comparação com mesmo mês de 2010. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, a geração de postos continua se expandindo, mas também revela certa moderação na margem. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram

criados 1,89 milhão de postos de trabalho entre agosto de 2010 e julho 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. O saldo de crédito às pessoas físicas com recursos livres cresceu 18,7% em julho 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 47,1%. De modo geral, o ritmo de expansão do crédito total apresentou certa moderação, na margem, em julho, refletindo, em parte, a adoção de medidas macroprudenciais e o processo de ajuste das condições monetárias. 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 4,9% em julho de 2010 para 5,2% em julho de 2011.

No que se refere ao crédito às pessoas jurídicas, o volume total cresceu 17,1% em julho de 2011, na comparação com julho de 2010, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R$993,4 bilhões. Essa expansão foi favorecida pelos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R$377,9 bilhões em julho de 2011 – incremento de 17,2% 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$11,8 bilhões no acumulado de janeiro a julho de 2011 (R$18,4 bilhões no mesmo período de 2010). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, após atingirem R$13,3 bilhões no acumulado de janeiro a julho de 2010, alcançaram apenas R$2,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2011.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses aumentou desde o último Relatório e alcançou US$28,5 bilhões em agosto de 2011. Esse resultado adveio de exportações de US$242,5 bilhões e de importações de US$214,0 bilhões, o que representa variações de 33,9% e de 30,4%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em agosto de 2010. A demanda externa, fragilizada pela complexa conjuntura global, tem contribuído de forma modesta para o crescimento do *quantum* exportado. De fato, no período

de doze meses encerrado em julho de 2011, o *quantum* exportado registrou alta de 7,0% em relação aos doze meses imediatamente anteriores, enquanto o preço médio das exportações se elevou em 25,7%. Já o *quantum* importado aumentou 19,6% nesse período, refletindo, em parte, o dinamismo da demanda doméstica, apesar da moderação na margem. O preço médio das importações variou 10,6% em doze meses acumulados até julho.

O déficit em transações correntes, acumulado em doze meses, recuou na margem, e passou de US$49,0 bilhões em junho para US$47,9 bilhões em julho de 2011, equivalentes a 2,1% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que acumularam US$34,2 bilhões no mesmo período. De um lado, isso reflete o dinamismo recente da economia brasileira; de outro, suporte financeiro dado às matrizes, por subsidiárias brasileiras de companhias internacionais localizadas em países que enfrentam, mais diretamente, as consequências do complexo ambiente econômico global. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$72,2 bilhões em doze meses até julho de 2011, equivalente a 3,17% do PIB, e superaram a necessidade de financiamento externo registrada no período.

Nos mercados financeiros internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco se elevaram substancialmente desde a divulgação do último Relatório e já superam os níveis atingidos em meados de 2010. Em grande parte, esse processo tem sido alimentado pela deterioração nas perspectivas de crescimento de curto e de médio prazo dos países avançados, pela moderação da atividade nos países emergentes e por impasses gerados por dificuldades no âmbito fiscal de economias maduras. Os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela exposição de bancos internacionais sistêmicos a dívidas soberanas, principalmente na Zona do Euro. As incertezas foram amplificadas, desde a divulgação do último Relatório, por eventos sucessivos, como a revisão da classificação de risco da dívida soberana dos EUA, a revisão da classificação de risco do Japão, o acirramento da questão fiscal nos EUA e na Europa e o aumento de percepção de risco em países centrais da Zona do Euro.

Ainda a respeito do ritmo da atividade econômica global, consolidou-se a perspectiva de recuperação significativamente menos rápida do que antecipado nos países avançados, conjugada a maiores riscos para essa recuperação. Em particular, taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas à necessidade de ajustes fiscais – que,

de fato, em diversos casos já estão sendo implementados – bem como ao limitado espaço para ações de política monetária, têm contribuído para revisões para baixo nas projeções de crescimento nessas economias, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando ciclo econômico mais amplo e volátil. De fato, indicadores antecedentes, como o divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) referente a junho, sinalizam inflexão nas principais economias, com perspectivas de menor crescimento nos próximos meses. Indicadores coincidentes, como os PMI referentes a agosto, são consistentes com esse cenário e mostram estagnação ou crescimento bastante moderado em importantes economias (EUA, China, França e Alemanha) e retração em alguns países da Zona do Euro. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatícias. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (EUA, Zona do Euro e Japão), com a Zona do Euro apresentando aumento dos núcleos em julho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e redução em relação a junho de 2011. Apesar de pressões inflacionárias ainda disseminadas nos países emergentes, houve descontinuidade dos ciclos de aperto monetário.

O preço do petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil, mas ainda se encontra acima de US$110 o barril. Esse nível de preços é consistente com um quadro de estabilidade na demanda global, aliado à elevada instabilidade política em países produtores e às defasagens no processo de retomada da produção. Entretanto, a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. 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 recuo 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), recuou 2,8% nos seis meses terminados em agosto de 2011, em comparação com alta de 30% nos seis meses anteriores. De maneira semelhante, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pela *Commodity Research Bureau* (CRB), manteve tendência de

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

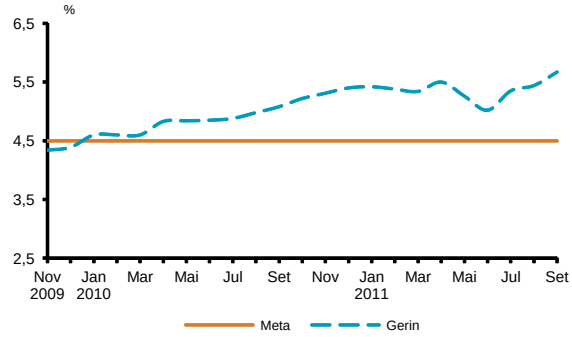


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2011

Frequência relativa

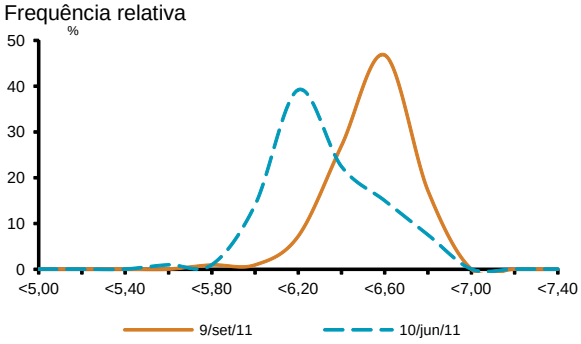


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2011

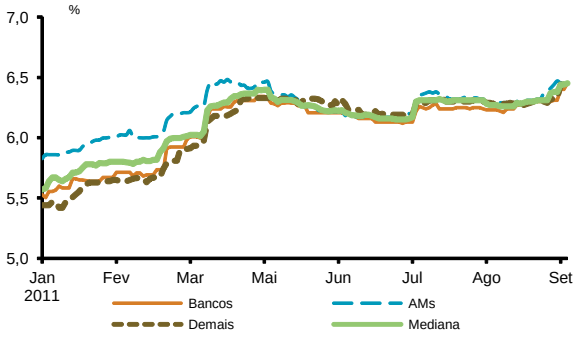
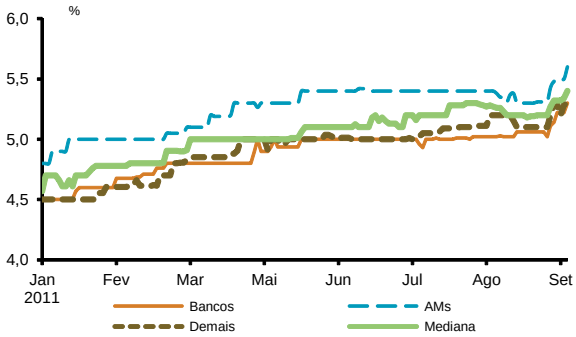


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012



queda iniciada em abril de 2011, com alguma volatilidade. Na data de corte em 9 de setembro, o índice acumulava redução de 6,7% em relação ao pico e alta de 15,9% 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 3,96% em 10 de junho para 3,56% em 9 de setembro. Para 2012, a taxa de crescimento projetada recuou de 4,10% para 3,80%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação, em 2011, deslocou-se de 6,19% para 6,45%; e, em 2012, de 5,13% para 5,40%. Já a inflação projetada para os próximos doze meses subiu de 5,02% para 5,67%. Desde a divulgação do último Relatório, houve diminuição 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 registrou certa estabilidade, passando de 0,39% para 0,40%.

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. Observa-se convergência nas expectativas para a inflação em 2011, e dispersão considerável no que se refere às projeções para 2012. Na data de corte de 9 de setembro, as medianas das expectativas de bancos, de AMs, e das demais instituições, para 2011, se encontravam, respectivamente, em 6,45%, em 6,45% e em 6,44%, ante 6,17%, 6,17% e 6,23% registrados no último Relatório. Para 2012, ficaram em 5,30%, 5,60% e 5,29%, segundo a mesma ordem, ante 5,00%, 5,40% e 5,00% no Relatório de junho.

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 substancial redução no ritmo da atividade econômica global, em casos específicos com possibilidade elevada de que ocorra recessão, em especial nas economias maduras, e uma dinâmica relativamente benigna dos preços das *commodities*. Do lado interno, o cenário contempla ritmo mais moderado do que o antecipado da atividade econômica doméstica e revisão da trajetória de superávit primário do setor público. Dessa forma, embora as projeções de inflação indiquem, de modo geral, dinâmica menos benigna do que a constante do último Relatório de Inflação, o Copom considera que o balanço de riscos para a inflação acumulou sinais favoráveis para o cenário prospectivo desde então.

No âmbito externo, desde o último Relatório, houve substancial deterioração no cenário internacional, consubstanciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. De fato, os dados relativos à atividade nessas economias, durante o primeiro semestre, mostram crescimento marcadamente menor do que o que se antecipava no início deste ano. Em outra perspectiva, neste terceiro trimestre, o maior pessimismo quanto ao ritmo de crescimento da economia mundial, que, entre outros, reflete-se na deterioração da confiança dos agentes, contribuiu para conter os preços das *commodities* agrícolas, bem como para reduzir o preço das *commodities* metálicas e de energia. Por outro lado, ainda prevalece a visão de que pode haver nova rodada de ações monetárias não convencionais nas economias maduras – as quais foram vistas como elemento de apoio para a escalada dos preços das *commodities* nos mercados internacionais verificada no segundo semestre de 2010 e início de 2011. Importante destacar também que, desde a divulgação do último Relatório, aumentou a volatilidade e a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, com repercussões baixistas sobre os preços de ativos domésticos.

Em relação à economia mundial, o cenário central com o qual trabalha o Copom contempla hipótese de baixo

crescimento da atividade global, por um período de tempo prolongado. Por um lado, o Comitê entende que aumentaram as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Para tanto, entre outros, contribui o fato de que, nessas economias, as taxas de desemprego se encontram bastante elevadas; os preços dos ativos têm sofrido perdas substanciais; a confiança de empresários e consumidores tem se deteriorado; combinado a um ambiente de limitado espaço para utilização de política monetária e de restrição fiscal. Por outro lado, o Comitê avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem diretamente para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional à importância do comércio exterior. De fato, tanto em economias emergentes da Ásia quanto da América Latina, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado em função do enfraquecimento da demanda externa, do comércio exterior. Para os próximos trimestres, para a economia mundial (mais claramente para economias maduras do que para economias emergentes), medidas de expectativa e de confiança, indicadores antecedentes e taxas de juros praticadas nos mercados financeiros, em especial nos de bônus, sugerem fraqueza no ritmo de atividade.

No que se refere especificamente à economia brasileira, a transmissão dos desenvolvimentos externos pode se materializar por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e empresários. Dessa forma, o Comitê entende que a complexidade que atualmente cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontra a economia – decorrência das ações de política implementadas desde o final do ano passado – tende a ser potencializado pela fragilidade da economia global. Note-se que essa moderação já se manifesta, por exemplo, no fato de a taxa de crescimento do PIB, no segundo trimestre, haver sido menor do que inicialmente se antecipava e no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira neste e no próximo ano.

Em termos de balanço de riscos, o Copom avalia que a desaceleração do ritmo de atividade doméstica torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

A deterioração do ambiente internacional afeta negativamente as perspectivas de crescimento da economia doméstica e, por extensão, a dinâmica dos preços. Nesse contexto, as exportações são direta e negativamente afetadas pela perspectiva de desaceleração da economia mundial, que resulta em menor volume de comércio. A esse respeito, importante notar que o volume de comércio mundial tende a flutuar de forma mais intensa que o PIB mundial, ou seja, momentos de redução no crescimento mundial tendem a ser acompanhados por reduções proporcionalmente maiores do volume de comércio mundial e vice-versa. Por sua vez, os canais de transmissão, que atuam via moderação de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e de empresários, tendem a desacelerar o ritmo de crescimento de investimentos e do consumo domésticos, também impactando negativamente a demanda doméstica e o nível de produção interna. Dessa forma, o Comitê entende que, ao acentuar o processo ora em curso de moderação do crescimento econômico doméstico, o contexto internacional tende a arrefecer pressões de preços no horizonte relevante de política monetária.

Em outra vertente, a deterioração do ambiente externo também repercute na dinâmica dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. O segundo semestre de 2010 e o primeiro trimestre de 2011 registraram movimento ascendente dos preços das *commodities*, com impacto importante na inflação doméstica. A melhora, no início do ano, das perspectivas econômicas internacionais e a ampla liquidez global faziam com que os preços das *commodities* configurassem, naquela oportunidade, um dos principais fatores de riscos inflacionários no âmbito interno. Em contraste, o comportamento recente desses preços, embora bastante diferenciado entre segmentos, apontam para um cenário mais benigno, em parte, decorrente das perspectivas menos favoráveis para o crescimento da economia mundial. De qualquer maneira, dado o caráter volátil desses preços e a dependência, no caso das *commodities* agrícolas, de condições climáticas, não se pode descartar por completo a observância de eventuais pressões inflacionárias deles decorrentes. Não se pode desconsiderar que prevalece a visão de que pode haver nova rodada de ações monetárias não convencionais nas economias maduras. Por último, cabe notar que a avaliação dos efeitos de variações nos preços de *commodities* sobre a inflação doméstica também deve levar em conta, entre outros, o comportamento do preço de ativos domésticos.

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 suma, ao mesmo tempo em que reconhece um elevado e crescente grau de incerteza no cenário internacional, o Copom considera, em seu cenário central, um ambiente de baixo crescimento das economias maduras, por um período prolongado, mas sem a ocorrência de eventos extremos. A propósito, este Relatório apresenta cenário alternativo que contempla efeitos estimados da desaceleração global sobre a atividade e a inflação doméstica.

Em termos de balanço de riscos, o Copom avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante, ou seja, torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

Do lado interno, o Copom pondera que o principal risco para a inflação futura reside na possibilidade de que o recente aumento da inflação passada acumulada em doze meses seja transmitido ao cenário prospectivo, em contexto de estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e de descompasso, embora decrescente, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Por outro lado, o Comitê pondera que a moderação da atividade econômica doméstica ora em curso, ao menos em parte, contrabalança os efeitos das citadas fontes de pressões inflacionárias. Além disso, cabe notar que o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado e se encontra abaixo do nível de longo prazo, ou seja, está contribuindo para a abertura do hiato do produto e para conter pressões de preços. De acordo com o cenário prospectivo para a inflação, a recente revisão do cenário para a política fiscal também se apresenta como fator de contenção.

Sobre o fator trabalho, o Copom avalia que um risco importante para a dinâmica dos preços ao consumidor advém da dinâmica dos salários. De fato, há concentração de negociações salariais importantes neste segundo semestre,

quando a inflação acumulada em doze meses se encontra bastante elevada. Nesse contexto, o risco para a dinâmica dos preços reside na possibilidade de as negociações salariais atribuírem um peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura, a qual, cabe notar, tende a recuar a partir do quarto trimestre e a ser marcadamente menor do que a inflação passada, conforme projeções apresentadas na próxima seção. Além disso, o Comitê avalia que os aumentos previstos para o salário mínimo nos próximos anos podem impactar direta e/ou indiretamente a dinâmica de outros salários e dos preços ao consumidor.

Ainda sobre o mercado do fator trabalho – que, em termos de transmissão de política monetária, é o que responde às ações de política monetária com as mais longas defasagens – de um lado, ainda mostra margem estreita de ociosidade; de outro, mostra sinais de moderação. O emprego cresceu de forma vigorosa e gerou as mais baixas taxas de desemprego desde o início do cálculo da série com a metodologia correntemente empregada (em março de 2002). Mais recentemente, a geração de emprego tem ocorrido de forma mais moderada. Por sua vez, o rendimento médio real, depois de crescer de forma vigorosa em 2010, mostra arrefecimento na margem. 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. Esse risco pode se agravar pela presença, na economia, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação. 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.

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 segundo trimestre de 2011 alcançou 18,4%. A combinação de ritmo mais moderado de crescimento da demanda agregada, da competição de produtos importados e de recuperação dos investimentos se manifestou inicialmente em valores relativamente estáveis para o Nuci industrial, depois de acentuado crescimento em 2009 e início de 2010. Mais recentemente, o Nuci industrial tem apresentado, inclusive, valores decrescentes.

O Copom entende como relevantes, mas decrescentes, os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. O Comitê avalia que está em curso moderação da expansão da demanda doméstica, em ambiente ainda de perspectivas favoráveis para a evolução da atividade econômica doméstica. Essa avaliação encontra suporte em sinais de que, apesar de indicarem arrefecimento, a expansão da oferta de crédito tende a persistir tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas e pelo fato de a confiança dos consumidores se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de alguma acomodação na margem. Cabe adicionar, ainda, como elementos de sustentação da demanda, as transferências governamentais, bem como o vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em 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 posiciona acima da trajetória de metas.

O Copom avalia que o comportamento recente dos preços no atacado, principalmente de produtos agrícolas, contribuiu 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. De fato, no acumulado em doze meses a variação dos preços no atacado ainda se encontra em patamar elevado, embora decrescente, e 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.

O Copom pondera que, no último trimestre de 2010 e no primeiro deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada por choques de oferta domésticos e externos.

Entretanto, as evidências sugerem que os preços ao consumidor já incorporaram os efeitos diretos desses choques. Também foram relevantes os efeitos diretos da concentração atípica de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano, que, em casos específicos, mostra sinais de reversão. Em certa medida, esses efeitos ainda deverão impactar indiretamente a dinâmica dos preços ao consumidor, entre outros mecanismos, via inércia.

O Copom entende que outra fonte de risco está no comportamento das expectativas de inflação. O Comitê avalia que existe o risco de que os níveis elevados da inflação acumulada em doze meses verificados desde o final de 2010 continuem a influenciar desfavoravelmente 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 foram tomadas e executadas, as quais reforçam a visão de que está em curso um processo de consolidação fiscal.

Em termos de balanço de riscos, o Copom avalia que a recente revisão do cenário para a política fiscal torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

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 crescente 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.

O Copom destaca que o cenário central também contempla moderação da expansão do mercado de crédito,

para a qual contribuem ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária recentemente adotadas. 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 nos últimos Relatórios, prevalece a visão de que houve aumento na probabilidade de concretização da hipótese de moderação da expansão do mercado de crédito, de modo geral.

Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza crescente e que já se posiciona muito acima do usual e identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Além disso, o Comitê prevê que, neste trimestre, se encerra o ciclo de elevação da inflação acumulada em doze meses. A partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, a qual passa a se deslocar na direção da trajetória de metas. Dito de outra forma, o Comitê pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde o último Relatório, acumulou sinais favoráveis.

Na reunião de 19 e 20 de julho, o Comitê entendeu que era necessário elevar a taxa Selic para 12,50% a.a., reconhecendo um ambiente econômico em que prevalecia nível de incerteza crescente e acima do usual, e identificando riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergiria tempestivamente para o valor central da meta.

Na reunião de 30 e 31 de agosto, o Copom, de forma unânime, reconheceu que o ambiente macroeconômico se alterou substancialmente desde sua reunião de julho de modo a justificar uma reavaliação, e, eventualmente, reversão, do recente processo de elevação da taxa básica. Entretanto, dois membros do Comitê avaliaram que aquele momento ainda não oferecia todas as condições necessárias a que esse movimento tivesse início imediatamente. Nesse contexto, o Copom decidiu, na reunião de agosto, reduzir a taxa Selic para 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 12,50% a.a.

A demanda doméstica ainda se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Entretanto, iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresentam como importantes fatores de contenção, a substancial deterioração do cenário internacional e ações

macroprudenciais implementadas. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito 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.

O Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 9 de setembro de 2011 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$1,65/US$, e a meta para a taxa Selic em 12,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de agosto – ante R$1,60/US$ e 12,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de junho de 2011. A projeção para a variação, em 2011, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, no cenário de referência, é de 5,0%, ante 4,6% 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 4,1% nos preços da eletricidade; e de 0,9% 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 4,4%, ante a de 4,3% utilizada no Relatório de junho de 2011, e para 2013 permanece em 4,4%, valor considerado 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, de modo geral, reduziram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de Inflação de junho de 2011. Para

o último trimestre de 2011, permaneceu em R$1,60/US$ e, para o último trimestre de 2012, deslocou-se de R$1,69/US$ para R$1,65/US$. Para o terceiro trimestre de 2013, projetam taxa de câmbio média de R$1,68/US$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2011 e 2012 se reduziram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2011, a taxa média reduziu-se de 12,50% a.a. para 11,44% a.a., e, para o último trimestre de 2012, deslocou-se de 12,42% a.a. para 11,00% a.a. Para o terceiro trimestre de 2013, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,00% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -30 p.b. e de -127 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (12,00% a.a.), no quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 5,0% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2011, e de 4,5% para 2012 e 2013.

Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da nova meta de superávit primário, cerca de 3,15% do PIB, sem ajustes, em 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012 e 2013, sem ajustes.

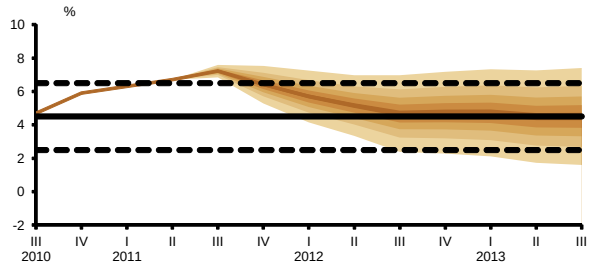
Cabe informar ainda que, no conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados das alterações dos recolhimentos compulsórios anunciadas em dezembro de 2010.

Com base nos pressupostos acima, utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (9 de setembro 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 6,4% em 2011, 0,6 p.p. maior do que a projetada no Relatório de junho de 2011. A previsão indica inflação de 4,7% em 2012, 0,1 p.p. menor do que a projetada no Relatório de junho. 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 Conselho Monetário Nacional (CMN) até o segundo trimestre de 2012, recua nos trimestres seguintes e se posiciona ao redor do valor central da meta ao final do horizonte de projeção. De acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 12,0% a.a. (cenário de referência)

Leque de inflação



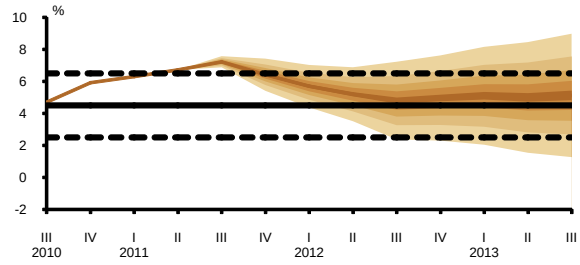
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 12,0% a.a.
(Cenário de referência)

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

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%		30%		10%		Projeção central
2011 3	7,1	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4	7,2
2011 4	6,0	6,2	6,3	6,5	6,7	6,8	6,4
2012 1	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0	6,2	5,7
2012 2	4,5	4,8	5,1	5,3	5,6	5,9	5,2
2012 3	3,8	4,2	4,6	5,0	5,4	5,8	4,8
2012 4	3,9	4,3	4,8	5,2	5,6	6,1	5,0
2013 1	3,8	4,4	4,9	5,3	5,8	6,4	5,1
2013 2	3,6	4,2	4,7	5,3	5,8	6,4	5,0
2013 3	3,5	4,2	4,8	5,4	6,0	6,7	5,1

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).
1/ De acordo com o Gerin.

7,2% no terceiro trimestre de 2011 e encerra o ano em 6,4%. Nesse cenário, a projeção para o primeiro trimestre de 2012 encontra-se em 5,7%, recua para 5,2% no segundo trimestre, para 4,7% no terceiro trimestre e encerra o ano nesse patamar. O recuo da projeção de inflação em 2012, em comparação a 2011, reflete, em parte, a abertura do hiato do produto verificada nos últimos meses, que tem seu impacto concentrado em 2012. Ainda segundo o cenário de referência, nos três primeiros trimestres de 2013, a projeção se encontra em 4,7%, 4,5% e 4,5%, 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 45%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 12%.

No cenário de mercado, a previsão de 6,4% para a inflação em 2011 é igual à associada ao cenário de referência, e também 0,6 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Já a previsão de 5,0% para a inflação em 2012 é 0,1 p.p. maior do que a projetada no Relatório de junho. 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 até o segundo trimestre de 2012. De fato, no cenário de mercado, a projeção parte de 7,2% no terceiro trimestre de 2011 e encerra o ano em 6,4%. Para 2012, encontra-se em 5,7% no primeiro trimestre, recua para 4,8% no terceiro trimestre, encerrando o ano em 5,0%. Para os três primeiros trimestres de 2013, a projeção se encontra em 5,1%, 5,0% e 5,1%, respectivamente.

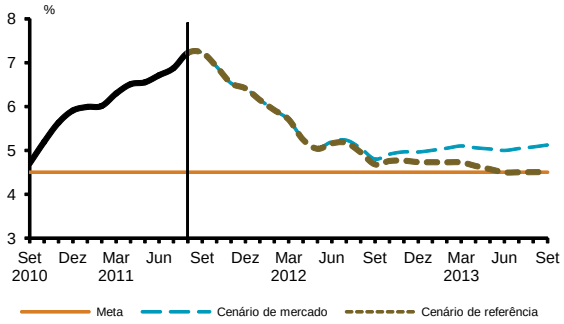
Ainda no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2011 situa-se em 44%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 17%.

As trajetórias das projeções no cenário de referência e no de mercado são idênticas em 2011. Isto ocorre, em parte, porque o efeito da diferença entre as respectivas trajetórias para a taxa de juros sobre a inflação se manifesta com defasagens. De fato, a diferença entre as respectivas trajetórias para a taxa de juros faz com que as trajetórias das projeções comecem a se afastar gradualmente a partir do terceiro trimestre de 2012. Para 2013, os efeitos das diferenças entre as trajetórias de juros e de câmbio se somam, fazendo com que as projeções nos dois cenários se afastem mais acentuadamente.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de junho de 2011

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2011 II	6,7	6,7
2011 III	6,7	6,6
2011 IV	5,8	5,8
2012 I	5,1	5,1
2012 II	4,6	4,6
2012 III	4,6	4,7
2012 IV	4,8	4,9
2013 I	4,7	4,9
2013 II	4,4	4,5

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



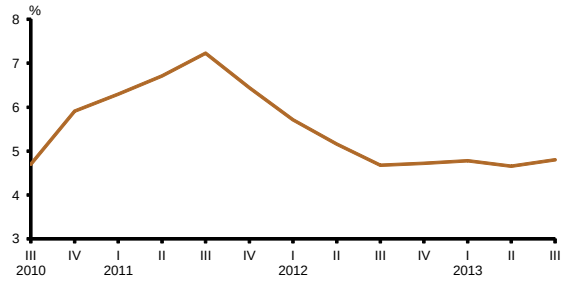
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 – mostra que as projeções de inflação se elevaram, exceto para o último trimestre de 2012, no cenário de referência. Nesse cenário, a elevação nas projeções ao longo de 2011 reflete, de modo geral, taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2012, particularmente nos três primeiros trimestres, o movimento reflete, em parte, expectativas de inflação mais elevadas, bem como as trajetórias de taxa de câmbio e de juros distintas das que foram consideradas no Relatório de junho. Em relação ao primeiro e segundo trimestres de 2013, as projeções de inflação se mantiveram relativamente estáveis, mas acima das projeções do último Relatório. No cenário de mercado, as elevações nas projeções para 2011, 2012 e os dois primeiros trimestres de 2013, em relação aos valores constantes no Relatório de junho, refletem, em parte, mudanças nas trajetórias de taxas de juros e de câmbio consideradas.

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 terceiro trimestre de 2013 e a trajetória de metas. Até agosto 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 recuo da inflação acumulada em doze meses a partir do quarto trimestre de 2011, movimento que se estende até o terceiro trimestre de 2012, permanecendo acima do valor central da meta. A partir do último trimestre de 2012, no cenário de mercado, a trajetória ainda permanece acima do valor central da meta, até o final do horizonte de projeção. Para o cenário de referência, a tendência de recuo da inflação acumulada em doze meses não é interrompida no quarto trimestre de 2012, com a projeção convergindo para o valor central da meta no segundo trimestre de 2013, aí permanecendo no terceiro.

Um cenário alternativo, construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, admite que a atual deterioração do cenário internacional cause impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do observado em 2008/2009. Esse impacto foi avaliado por intermédio da análise da trajetória de variáveis vistas como canal de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia doméstica, como por exemplo, comércio exterior,

preço de importações e volatilidade externa (medida pelo VIX). O cenário alternativo também supõe que a atual deterioração do cenário internacional seja mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém, menos aguda, sem observância de eventos extremos. Nesse cenário alternativo, a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional. Nesse contexto, considerando ainda projeções geradas por outros modelos, a projeção de inflação para 2011 se encontra em 6,4%, e em 4,7% para 2012. No terceiro trimestre de 2013, a projeção se posiciona em 4,8% (Gráfico 6.8).

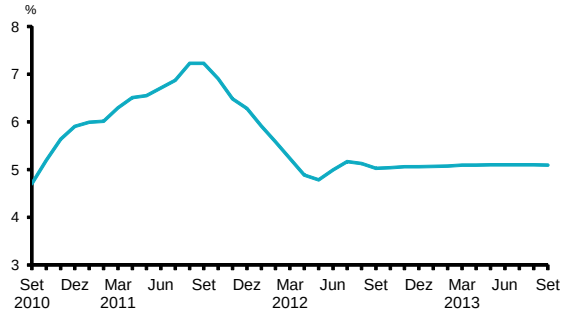
Gráfico 6.8 – Projeção da inflação medida pelo IPCA: cenário alternativo



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

A média das previsões geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VARs) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.9. Até agosto 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 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 elevam em comparação às divulgadas no Relatório anterior, mas encerram o ano no mesmo patamar. 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, convergindo para a média incondicional da inflação ao final do horizonte considerado.

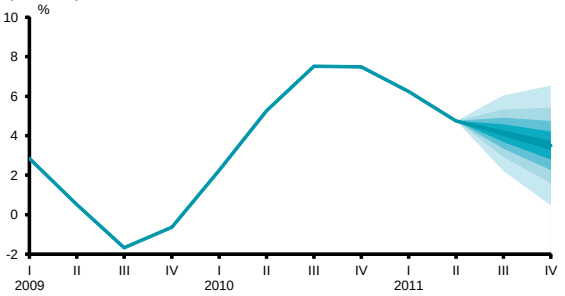
Gráfico 6.9 – Projeção de inflação: modelos VAR



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

O Gráfico 6.10 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 3,5%, valor 0,5 p.p. menor que o projetado no Relatório de Inflação de junho de 2011. Essa revisão reflete ações de política implementadas desde o final do ano passado e, principalmente, a deterioração do cenário internacional, que tem levado a reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos.

Gráfico 6.10 – Variação do PIB com juros fixos em 12,0% a.a.
Cenário de referência
Leque do produto



Novas Medidas de Núcleo de Inflação

Como parte de um amplo conjunto de informações no qual se baseia o processo decisório de política monetária, o Banco Central do Brasil acompanha diferentes medidas de núcleo de inflação, conforme ressaltado no boxe Três Novas Medidas de Núcleo de Inflação, divulgado no Relatório de Inflação de setembro de 2009. A propósito, é amplamente aceito por acadêmicos e por formuladores que, ao reagir a movimentos temporários da inflação, a política monetária pode desnecessariamente aumentar a volatilidade do produto e da inflação. Como a política monetária afeta a atividade econômica e a inflação de maneira defasada, sua eficácia está vinculada, em parte, à possibilidade de se anteciparem movimentos persistentes da inflação. Dessa forma, seria natural antecipar que o conceito de núcleo de inflação, assim como de suas contrapartidas empíricas, pode ter relevância tanto para a formulação como para a condução da política monetária.

A literatura apresenta diversas metodologias para o cálculo dos núcleos de inflação[1], mas, em geral, os agentes econômicos tendem a associar núcleo à inflação medida após o descarte de certos itens da cesta típica de consumo, especificamente, aqueles cujos preços apresentam maior volatilidade. De fato, essa associação tem sua razão de ser, uma vez que a quase totalidade dos tipos de núcleos de inflação descarta os itens mais voláteis ou diminui sua importância no índice construído. No primeiro grupo, encontram-se não apenas o tradicional núcleo por exclusão, no qual os itens mais voláteis são excluídos *a priori* (geralmente energia e alimentação), mas também os núcleos por médias aparadas, que

1/ Ver, por exemplo, Wynne (2008).

excluem itens cuja variação se encontre em um dos dois extremos da distribuição da variação de preços. Nesse caso, o conjunto de itens excluídos varia ao longo do tempo, em contraposição ao que ocorre no cálculo do núcleo por exclusão. No segundo grupo, destacam-se os núcleos de volatilidade, nos quais os itens mais voláteis são reponderados na razão inversa de sua volatilidade. Dito de outra forma, os itens mais voláteis são penalizados, recebem um peso menor, em contrapartida, os menos voláteis tornam-se mais relevantes, recebem peso superior ao original, determinado pela sua importância no total de gastos com a cesta de consumo.

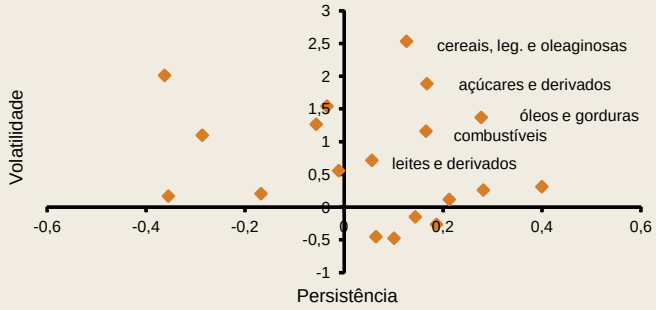
A racionalidade subjacente aos procedimentos de exclusão ou reponderação é a de que itens muito voláteis trazem, essencialmente, ruídos ao índice de inflação, prejudicando a avaliação do cenário inflacionário pelos formuladores de política e, portanto, devem ter sua importância reduzida ou descartada. Ou seja, itens muito voláteis não trariam informação relevante sobre a amplitude e magnitude do processo inflacionário. Entretanto, uma crítica frequente a esse argumento é de que volatilidade e ruído não são, necessariamente, sinônimos.

Outra dimensão importante sob a qual variações de preços devem ser analisadas é a persistência. De fato, quanto mais persistente for a variação no preço de um dado bem ou serviço, maior a probabilidade de que seus efeitos se disseminem pela cadeia de preços da economia, de que se verifiquem efeitos de segunda ordem. Além disso, variações persistentes são certamente informativas sobre o cenário inflacionário. Dessa forma, recentemente, alguns economistas [e.g. Cutler (2001) e Bilke e Stracca (2008)] têm proposto núcleos de inflação baseados na persistência dos itens que compõem o índice de preços. Nesse caso, a ponderação de cada item passa a ser feita por alguma medida que capture a persistência da variação de preços: quanto maior a persistência da variação do preço de um dado item, maior deve ser o seu peso e vice-versa. Especificamente sobre o Brasil, da Silva Filho (2008) apresenta evidências de que o elevado viés apresentado pelo núcleo por exclusão de alimentos no domicílio e monitorados deve-se, em grande parte, à exclusão de itens com elevada persistência. Importante destacar, porém,

que os núcleos de persistência propostos na literatura ignoram a dimensão da volatilidade[2].

Gráfico 1 – Persistência e volatilidade normalizadas

Alimentos e energia (1999 a 2010)



O Gráfico 1 mostra, para o período de 1999 a 2010, a persistência e a volatilidade entre os itens pertencentes aos grupos de alimentação e de energia – que estão entre os mais voláteis – do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Como o gráfico é normalizado pela volatilidade e pela persistência entre todos os itens que compõem o IPCA, os itens destacados, usualmente retirados nos núcleos de exclusão, além de serem altamente voláteis, também são bastante persistentes, configurando-se, dessa forma, indício de perda de informação.

Gráfico 2.1 – IPCA e IPCA-EX2

Variação % em 12 meses

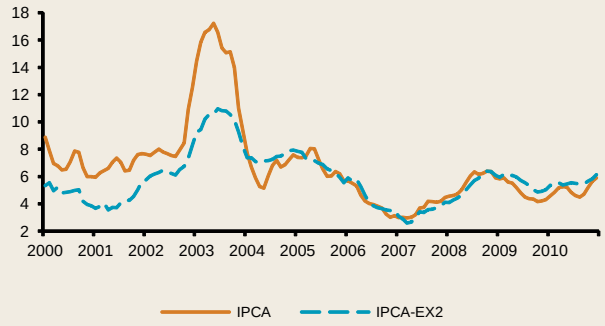
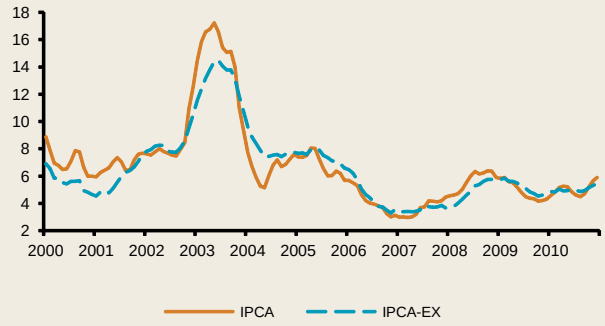


Gráfico 2.2 – IPCA e IPCA-EX

Variação % em 12 meses



Nesse contexto, este boxe[3] apresenta metodologia de medida de núcleo de inflação que considera, simultanemante, tanto a dimensão da volatilidade como a da persistência. Para tanto, a volatilidade é medida pelo desvio-padrão relativo da variação de preço de cada item do IPCA, calculados mensalmente e levando em consideração a média móvel de 48 meses. A persistência, por sua vez, é dada pelo somatório dos coeficientes autoregressivos de cada item, ou seja, para cada componente *j* do IPCA, a seguinte regressão é estimada:

$$(1)\ \pi_{j,t} = \alpha_j + \sum_{i=1}^{q_j} \rho_{j,t-i}\pi_{j,t-i} + \varepsilon_{j,t}$$

em que $\pi_{j,t} = \ln P_{j,t} - \ln P_{j,t-1}$ é a inflação mensal do item $j = 1, 2, \ldots, J$ e $P_{j,t}$ é o nível de preços de cada componente do IPCA, com o grau de persistência dado por:

$$(2)\ \rho^*_{j,t} = \sum_{i=1}^{q_j} \rho_{j,t-i}$$

Calculadas a volatilidade e a persistência de cada item do IPCA, o núcleo é mensurado como:

$$(3)\ \pi_t^{c(k)} = \sum_{j=1}^{J} \tilde{w}_{j,t}^{k}\pi_{j,t}$$

em que, $\pi_t^{c(k)}$ é o núcleo de inflação no período *t*, no qual *k* indica o método usado para se obter o novo

2/ A menos que os itens mais voláteis sejam aqueles que apresentem menor persistência, ao se focar em apenas uma dimensão, informações relevantes sobre o processo inflacionário serão perdidas.

3/ Este boxe é baseado em Silva Filho e Figueiredo (2011).

Gráfico 2.3 – IPCA e IPCA-DP

Variação % em 12 meses

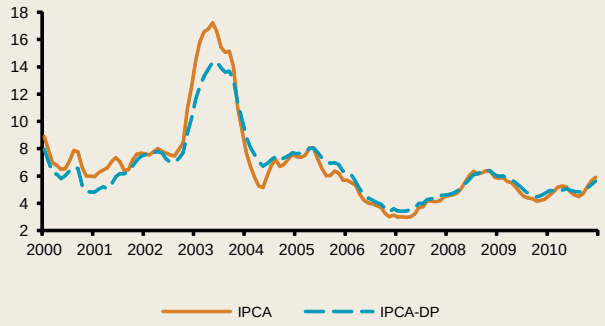


Gráfico 2.4 – IPCA e IPCA-MA

Variação % em 12 meses

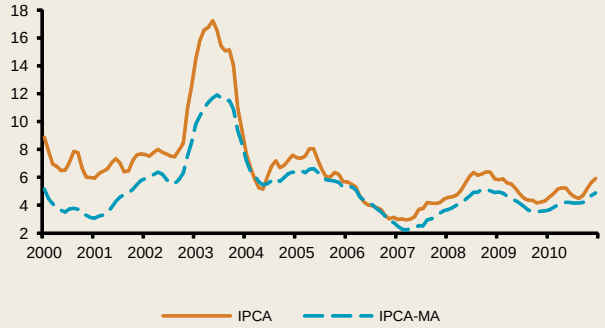


Gráfico 2.5 – IPCA e IPCA-MS

Variação % em 12 meses

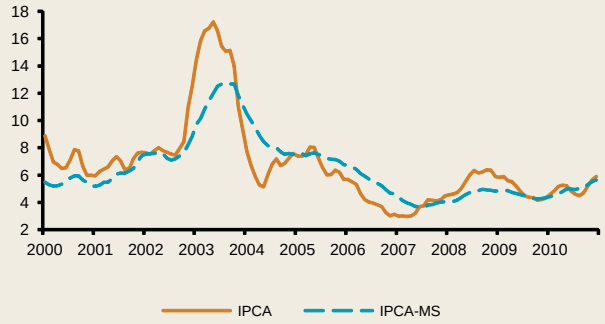
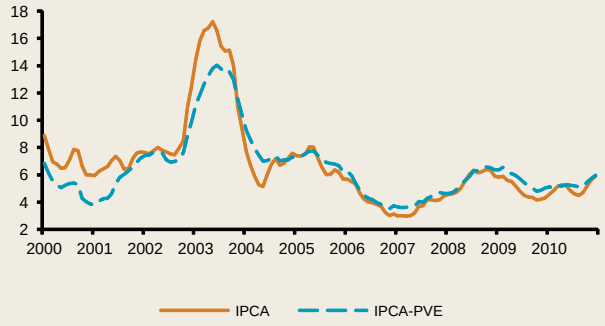


Gráfico 3.1 – IPCA e IPCA-PVE

Variação % em 12 meses



conjunto de pesos normalizados $\widetilde{w}_t^k$, de tal modo que $\sum_{j=1}^{J} \widetilde{w}_{j,t}^k = 1$ para cada *t*.

A equação (3) permite a elaboração de uma família de núcleos baseada na persistência e volatilidade, já que várias reponderações são possíveis. Dentre as possibilidades, destacam-se aquelas indicadas pelas equações (4) e (5)[4]:

$$(4)\ \widetilde{w}_{j,t}^{pve} = \widetilde{w}_{j,t}^{p} \widetilde{w}_{j,t}^{v} w_{j,t}$$

$$(5)\ \widetilde{w}_{j,t}^{rmse} = w_{j,t}^{rmse} w_{j,t}$$

$$\text{onde } w_{j,t}^{rmse} = \frac{1/rmse_{j,t}}{\sum_{j=1}^{J} 1/rmse_{j,t}}$$

em que $w_{j,t}$, $\widetilde{w}_{j,t}^{v}$ e $\widetilde{w}_{j,t}^{p}$ são, respectivamente, o peso original, o peso baseado na volatilidade e o peso baseado na persistência de cada item *j* no período *t*. Por sua vez, $\widetilde{w}_{j,t}^{rmse}$ é o peso obtido calculando-se o erro quadrático médio da previsão de inflação para o mês *t+1*, usando-se a equação (1).

O conjunto de Gráficos 2 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses e das cinco medidas de núcleo calculadas pelo BC: Gráfico 2.1 – núcleo por exclusão de alimentos no domicílio e monitorados (IPCA-EX2); Gráfico 2.2 – núcleo por exclusão (IPCA-EX); Gráfico 2.3 – núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP); Gráfico 2.4 – núcleo por médias aparadas sem suavização (IPCA-MA); e Gráfico 2.5 – núcleo por médias aparadas com suavização (IPCA-MS).

Por sua vez, os Gráficos 3.1 e 3.2 mostram a evolução da inflação acumulada em doze meses e das medidas de núcleo calculadas de acordo com as equações (4) e (5), denominados IPCA-PVE e IPCA-RMSE, respectivamente.

O IPCA-MS apresenta a trajetória mais suave entre todos. Por outro lado, os desvios desse núcleo em relação à inflação plena são quase tão persistentes quanto os do núcleo por médias aparadas sem suavização – o núcleo com maior viés entre todos aqui analisados. O núcleo de dupla ponderação

4/ Para ver o desempenho de todos os núcleos dessa família, ver Silva Filho e Figueiredo (2011).

Gráfico 3.2 – IPCA e IPCA-RMSE

Variação % em 12 meses

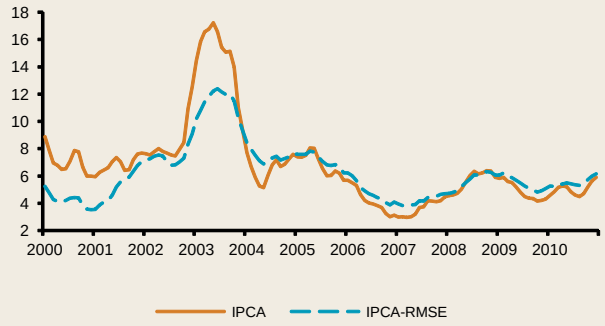


Tabela 1 – IPCA e Núcleos

Estatísticas Descritivas (1991.1 - 2010.12)

	Dados mensais		
	Média	Mediana	Desvio Padrão
IPCA	0,55	0,48	0,43
IPCA-DP	0,53	0,48	0,30
IPCA-EX	0,52	0,47	0,29
IPCA-MS	0,51	0,47	0,21
IPCA-MA	0,42	0,39	0,25
IPCA-EX2	0,47	0,41	0,26
IPCA-PVE	0,52	0,48	0,27
IPCA-RMSE	0,50	0,47	0,23

Tabela 2 – Capacidade de capturar a tendência da inflação cheia

	REQM relativo ao IPCA		
	13-meses	25-meses	37-meses
IPCA-DP	0,67	0,68	0,68
IPCA-EX	0,59	0,61	0,61
IPCA-MS	0,48	0,41	0,40
IPCA-MA	0,65	0,65	0,63
IPCA-EX2	0,73	0,67	0,65
IPCA-PVE	0,59	0,60	0,61
IPCA-RMSE	0,55	0,54	0,52

(IPCA-DP) faz parte da família de núcleos oriunda da equação (3), na qual apenas a informação sobre a volatilidade é utilizada. Percebe-se que sua trajetória é similar à da inflação plena, sugerindo que, de certa forma, não adiciona muita informação sobre a dinâmica dos preços. Por outro lado, nos casos em que a dimensão da persistência também é levada em consideração, nota-se certo descolamento entre as variações dos núcleos (IPCA-PVE e IPCA-RMSE) e da inflação plena, um indício de que pode haver ganho informacional.

A Tabela 1 mostra algumas estatísticas descritivas para os sete núcleos mencionados. Nota-se que todas as medidas subestimaram a inflação no período analisado, especialmente o núcleo por exclusão de alimentos no domicílio e monitorados e o núcleo de médias aparadas sem suavização. O núcleo de médias aparadas sem suavização apresenta o maior viés, enquanto o menor advém do IPCA-DP[5]. Com relação à volatilidade, as duas medidas de núcleo que apresentam o menor desvio-padrão são o IPCA-MS e o IPCA-RMSE.

Com o intuito de mensurar a capacidade de cada medida de núcleo em capturar a tendência da inflação plena, utiliza-se a média móvel centrada para três períodos diferentes, e, para cada núcleo, calcula-se a raiz do erro quadrático médio (REQM) relativo ao erro da inflação cheia. De acordo a Tabela 2, nota-se que o IPCA-MS se destaca positivamente segundo esse critério, seguido pelo IPCA-RMSE. Os piores desempenhos advêm dos núcleos por exclusão de alimentos no domicílio e monitorados e por médias aparadas sem suavização.

Em suma, para contribuir com o processo de análise da dinâmica dos preços e no sentido de manter a transparência das ações de política monetária, este boxe apresenta duas novas medidas de núcleo de inflação, que levam em consideração, simultaneamente, as dimensões da volatilidade e da persistência. As evidências preliminares sugerem que essas medidas apresentam propriedades desejáveis quando comparadas às atualmente divulgadas.

5/ Quebrando-se a amostra em duas (jan/1999 a dez/2003 e jan/2004 a dez/2010), verifica-se que todas as medidas subestimam a inflação cheia para a primeira parte da amostra e superestimam (com exceção da medida por médias aparadas sem suavização) na parte final.

Referências

BILKE, L. e STRACCA, L. (2008). *A Persistence-Weighted Measure of Core Inflation in the Euro Area*, ECB Working Paper nº 905.

CUTLER, J. (2001). *Core Inflation in the UK*. External MPC Unit Discussion Paper nº 3. Bank of England.

SILVA FILHO, T. N. T. da (2008). S*earching for the Natural Rate of Unemployment in a Large Relative Price Shock's Economy: the Brazilian case*. Trabalho para Discussão nº 163, Banco Central do Brasil.

SILVA FILHO, T. N. T. da e FIGUEIREDO, F. M. R. (2011). *A Volatility and Persistence-Based Core Inflation*. Mimeo.

WYNNE, M. A. (2008). *Core Inflation: a review of some conceptual issues*. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, May.

Tomador de Crédito Pessoal no Brasil, Inadimplência e Ciclos

Gráfico 1 – Operações de crédito de pessoas físicas – recursos livres

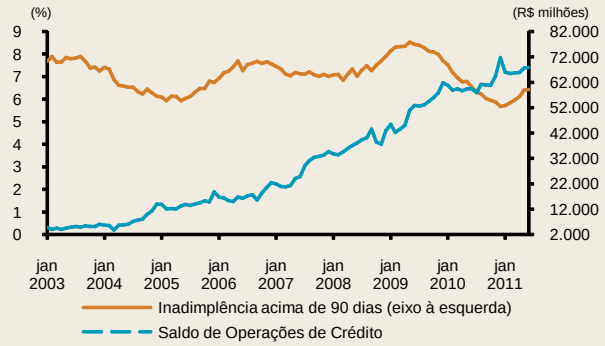
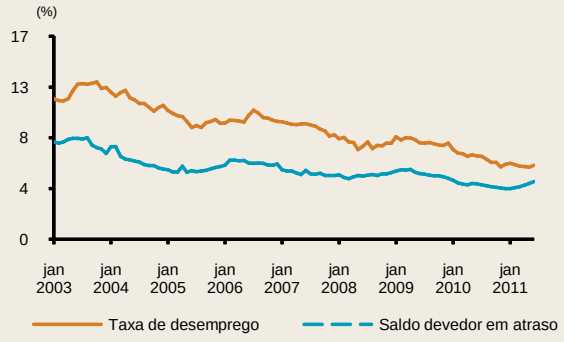


Gráfico 2 – Taxa de desemprego e saldo devedor em atraso



Nos últimos oito anos, o montante de crédito concedido às pessoas físicas, com recursos livres, cresceu de forma expressiva, passando do equivalente a 5% do Produto Interno Bruto (PIB) em janeiro de 2003 para 15,5% do PIB em julho de 2011. Ao se analisar a qualidade da carteira de crédito nesse período, observa-se que, embora o percentual de atrasos acima de 90 dias tenha atingido o máximo em maio de 2009 (8,54% da carteira), recuou até dezembro de 2010, com o mínimo de 5,68% e, desde então, mostra crescimento lento e atingiu 6,59% em julho de 2011 (Gráfico 1).

O nível de inadimplência do tomador de crédito pessoa física está, em certa medida, associado ao nível de emprego da economia e ao crescimento real da renda. Isso pode ser visualizado, relacionando-se a evolução do percentual em atraso da carteira ativa da modalidade "crédito pessoal sem consignação" do Sistema Financeiro Nacional (SFN) com a taxa de desemprego agregada das seis regiões metropolitanas consideradas na Pesquisa Mensal de Emprego (PME)[1] (Gráfico 2). Aparentemente, as séries apresentam ciclos comuns, avaliação corroborada pelo coeficiente de correlação entre as duas séries (0,91).

Dada a importância do mercado de crédito para a economia, o objetivo deste boxe é apresentar as principais características do tomador de crédito pessoa física[2], além de relacionar o comportamento da inadimplência desses tomadores aos ciclos econômicos.

1/ As séries "saldo em atraso da carteira" e taxa de desemprego foram dessazonalizadas. A primeira foi construída a partir dos dados do SCR do Banco Central e a segunda, calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

2/ Na modalidade crédito pessoal sem consignação em folha de pagamento. Essa modalidade foi escolhida por ser mais arriscada do que a modalidade crédito consignado.

Perfil do tomador

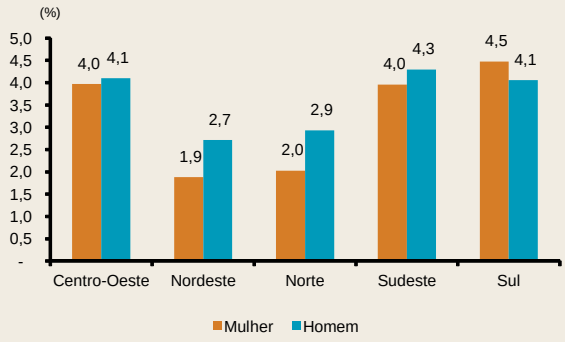
Para analisar, de forma descritiva, as características dos tomadores, foram selecionadas operações de crédito de quatro grandes instituições financeiras que, juntas, detinham 74% do volume financeiro dessa modalidade no SFN (base julho 2011). Definidas as instituições, todos os clientes identificados no Sistema Central de Risco de Crédito (SCR) foram analisados, para verificar não apenas o perfil dos clientes que tomam o crédito, como o dos que atrasam o pagamento das operações[3].

A análise do perfil dos clientes se baseou em dados cadastrais como sexo, idade, estado de residência e tipo de ocupação[4]. Em junho de 2011, a maior parte dos clientes de crédito pessoal sem consignação em folha era formada por homens, na faixa de 45 a 60 anos, residentes na região Sudeste e com tipo de ocupação não informado.

Com relação ao perfil dos clientes das instituições selecionadas, 13,5% dos clientes apresenta saldo devedor em atraso, o que corresponde a 3,8% da carteira ativa. Analisando as características desse tomador, observa-se que os homens apresentam percentual de atraso superior ao das mulheres, exceto na região Sul (Gráfico 3). As taxas extremas para as mulheres são 1,9% na região Nordeste e 4,5% na região Sul; e para os homens, 2,7% no Nordeste e 4,3% no Sudeste. Note-se que, de forma conjunta (homens e mulheres), as regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste apresentam percentuais de atraso na carteira similares (4,21%, 4,16% e 4,05%, respectivamente).

Por tipo de ocupação, a categoria não informada apresenta a maior taxa de inadimplência, principalmente nas regiões Centro-oeste, Sudeste e Sul. Vale ressaltar que, embora a participação dessa categoria nas instituições selecionadas seja equivalente a 22% da carteira ativa, no que se refere à carteira em

Gráfico 3 – Taxa de inadimplência por região e sexo

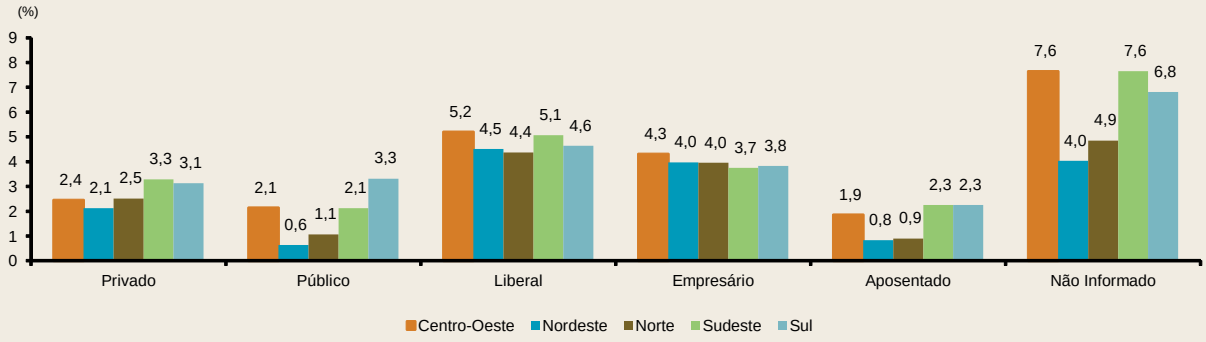


3/ As operações analisadas referem-se à carteira ativa das instituições selecionadas, com saldo a vencer e em atraso, independente do tempo em atraso. Dessa forma, foram identificados 4.132 mil clientes, com volume total de crédito pessoal sem consignação de R$43 bilhões, o que representa 78% da carteira ativa dos bancos selecionados nessa modalidade.

4/ Em relação à idade e ao tipo de ocupação, os clientes foram segmentados. Para idade, foram considerados os seguintes grupos: até 25 anos (inclusive), entre 25 e 35 anos, entre 35 e 45 anos, entre 45 e 60 anos, e acima de 60 anos. Para tipo de ocupação, os clientes foram divididos em: profissional do setor privado; profissional do setor público; profissional liberal; empresário; aposentado (e pensionistas); e não informado, que abrange os clientes não enquadrados nos grupos anteriores, tais como os pertencentes à economia informal e aqueles que não exercem atividade remunerada.

atraso, eleva-se para 40%. Ainda nessa estratificação, os extremos são funcionários do setor público da região Nordeste, com 0,6% da carteira em atraso, e o profissional de outros setores das regiões Sudeste e Centro-oeste, com 7,7%. O segundo grupo com o maior nível de atraso refere-se ao profissional liberal, principalmente das regiões Centro-oeste e Sudeste. Embora a região Sul tenha apresentado o pior perfil de risco agregado, observa-se que somente entre funcionários públicos seu desempenho é o pior entre as demais regiões (Gráfico 4).

Gráfico 4 – Taxa de inadimplência por tipo de ocupação e região



Em relação à idade do tomador, exceto pelos clientes sem essa informação, as faixas etárias até 45 anos apresentam níveis de atraso similares, variando em média entre 4,5% a 4,8%. O desempenho melhora entre os grupos de 45 a 60 anos e acima de 60 anos, com 3,4% e 2,6%, respectivamente. Com efeito, as taxas extremas correspondem a moradores da região Nordeste com idade acima de 60 anos (1,1%), e a moradores da região Sul, na faixa de 35 a 45 anos, com 5,2%.

Inadimplência e ciclo econômico

Para explorar a relação entre taxa de inadimplência e ciclo econômico, com dados no nível individual, utiliza-se um modelo *probit*[5]. Para tal, emprega-se uma amostra extraída do SCR, na qual o tomador é acompanhado no período de janeiro de 2003 a julho de 2008. Em virtude do grande número de clientes e operações, foram selecionadas duas entre

5/ Para maiores detalhes, ver Correa *et al.* (2011).

as quatro instituições utilizadas no painel anterior[6], que juntas representam 32% do volume financeiro da modalidade crédito pessoal sem consignação no SFN.

As operações foram classificadas de acordo com os níveis de risco relatados pelas próprias instituições no SCR, considerando-se em *default* a operação que receber da instituição uma classificação igual ou inferior a D[7]. A amostra totaliza 730 mil operações. Para calcular o percentual de *default* nesse conjunto de dados, foi utilizado o seguinte procedimento: (i) a cada semestre calcula-se a razão entre o número total de transações que migram para inadimplência e o número total de transações no semestre; e (ii) obtém-se a média dessas taxas ponderada pelo número de transações em cada semestre. Por esse critério, o percentual médio de *default* encontrado é de aproximadamente 12%. Vale destacar que esse resultado é consequência dos critérios que as instituições escolhidas adotam para classificar suas operações.

Modelo *probit* com componente individual não observado

Para examinar a relação entre *default* de operações de crédito e ciclos econômicos, a modelagem *probit* empregada baseia-se no fato de que eventos de *default* são correlacionados e dependem de componentes comuns, tais como eventos macroeconômicos e/ou setoriais, além de características pessoais do tomador e da operação de crédito. Dessa forma, o modelo pode ser formalizado como:

$$(1)\ y^*_{i,j,t} = x'_i\beta + m'_{i,t}\gamma + z'_{i,t}\theta + c_i + d_j + u_{i,j,t}$$

em que i representa o tomador[8], j é o banco e t é o tempo. Portanto, $y^*_{i,j,t}$ é o retorno não observado do projeto do tomador i (ou seu salário potencial), que tomou crédito no banco j, no tempo t. Além disso, x_i

6/ Esse processo foi necessário para tornar o número de observações tratável do ponto de vista computacional.

7/ A Resolução nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999, estabelece que a classificação deve ser revista, no mínimo, mensalmente, de acordo com o tempo de atraso. Todavia, a instituição pode classificar como D mesmo uma transação em que não ocorreu atraso, baseada em seus critérios de classificação, o que gera um impacto direto sobre seu volume de provisões.

8/ Supõe-se que o tomador de crédito utiliza os recursos do empréstimo para implementar um determinado projeto. O mesmo deve ocorrer se a análise for feita em termos de salário potencial, tendo em vista que a recessão econômica reduz o salário potencial do tomador do empréstimo.

é um vetor com características pessoais observáveis do tomador i; $m_{i,t}$ são variáveis macroeconômicas ou setoriais no tempo t; $z_{i,t}$ são variáveis de controle que podem mudar entre indivíduos i e no tempo t. â, g, è são vetores de parâmetros, e $u_{i,j,t}$ é um choque que impacta o retorno do projeto (ou salário potencial). Por fim, c_i é o efeito individual não observável do tomador e d_j é o efeito individual da instituição financeira.

Para pagar o empréstimo, o tomador deve obter retorno mínimo igual a á em seu projeto (ou um salário suficiente para pagar o empréstimo). Caso contrário, o tomador não honrará seu compromisso e entrará em inadimplência. Como $y^*_{i,j,t}$ é uma variável não observável, que somente o próprio tomador a observa, a variável observável é definida por:

$$(2)\ y_{i,j,t} = \begin{Bmatrix} 1, se\ y^*_{i,j,t} \leq \alpha \\ 0, caso\ contrário \end{Bmatrix}$$

Ou

$$y_{i,j,t} = \begin{Bmatrix} 1, se\ default \\ 0, caso\ contrário \end{Bmatrix}$$

A variável dependente definida na equação (2) é obtida a partir dos microdados, observando-se o comportamento de cada operação ao longo do tempo. As informações existentes permitem controlar pelas seguintes características do tomador: sexo, idade, tipo de ocupação[9] e localização geográfica do domicílio do tomador.

Para caracterizar a operação, as variáveis utilizadas são a classificação de risco do empréstimo e a identificação da instituição financeira que concedeu o crédito. Inclui-se, também, a classificação de risco da operação no início de cada semestre (*rating*) como variável explicativa, que pode ser vista, de forma geral, como uma variável que resume diversos fatores críticos que determinam o risco de crédito. Nas estimações, a classificação AA é a *dummy* base. Foi utilizada a taxa média de juros da modalidade para considerar o efeito de taxa de juros.

Existem dois fatores adicionais que devem ser controlados de forma a se isolar o efeito dos ciclos econômicos nos eventos de *default*: a

9/ A idade e o tipo de ocupação são introduzidos no modelo por meio de variáveis *dummies*.

qualidade do tomador e o tamanho do mercado em que a transação de crédito é realizada. Utiliza-se o risco da operação no modelo *probit* como *proxy* para a qualidade do tomador, e as informações sobre a localização geográfica (Estado) do domicílio do tomador para levar em conta o tamanho do mercado local nas estimações.

Nas estimações, ciclos econômicos foram medidos por três variáveis diferentes: taxa de desemprego da região geográfica em que o tomador reside; taxa de desemprego agregada ajustada sazonalmente; e taxa de crescimento do PIB agregado sazonalmente ajustado. Foram estimadas quatro especificações do modelo *probit* para analisar a relação entre *default* de crédito e ciclos econômicos. A diferença entre as especificações é a utilização de variáveis que medem ciclos econômicos. Os efeitos marginais sobre a probabilidade de *default*, avaliados na média das variáveis explicativas, são reportados na Tabela 1.

Considerando o número total de observações, todos os modelos preveem corretamente mais de 83% dos resultados. Se apenas operações que entraram em *default* são consideradas, mais de 70% dos resultados são previstos de forma correta. Dessa forma, em termos de qualidade de ajuste, todos os modelos apresentaram bons resultados.

Em termos da relação entre *defaults* de crédito e ciclos econômicos, os modelos estimados oferecem basicamente as mesmas evidências. A primeira evidência que surge dos resultados é que o efeito da variável desemprego regional nos *defaults* de crédito é pequeno. Quando os ciclos econômicos são medidos apenas pelo desemprego regional, as estimações indicam que um ponto percentual adicional na taxa de desemprego produz um aumento na probabilidade de *default* em operações de crédito pessoal de, aproximadamente, um ponto percentual. Em relação ao efeito desemprego, observa-se que um ponto percentual adicional na taxa de desemprego agregado aumenta a probabilidade de *default* em três ou quatro pontos percentuais. Mesmo mostrando relação estatisticamente significativa entre *default* de crédito e ciclos econômicos, os valores evidenciam que o efeito da atividade econômica na probabilidade de *default* das operações de crédito no setor de

varejo é ainda reduzido. Esses resultados sugerem que movimentos no nível de atividade econômica agregada têm mais influência nos *defaults* do que movimentos de variáveis regionais. As mesmas conclusões relacionadas ao efeito dos ciclos econômicos sobre a probabilidade de *default* são obtidas ao se empregar a variável PIB como medida de atividade econômica.

As classificações de risco dos bancos parecem ser consistentes e capturar os riscos intrínsecos de cada operação. Quanto pior a classificação de risco da operação, maior é a probabilidade de *default* estimada pelos modelos. Os resultados também sugerem que, controlando para as demais variáveis, a probabilidade de *default* é um ponto percentual superior ao valor calculado para mulheres. Da mesma forma, as estimações indicam que os tomadores mais velhos possuem menor probabilidade de *default* em suas operações de crédito. Adicionalmente, pode-se argumentar que o efeito dos ciclos econômicos sobre *default* de crédito não é contemporâneo[10].

Em resumo, a análise qualitativa do perfil do tomador de crédito (pessoa física) realizada neste boxe revela que, de modo geral, os maiores níveis de atraso estão relacionados aos clientes cujos dados cadastrais não são informados. Em termos da relação entre *adicion* de crédito e ciclos econômicos, os resultados dos modelos estimados sugerem que movimentos no nível de atividade econômica agregada têm mais influência nos *defaults* do que movimentos de variáveis regionais, e que parece haver evidências de que o efeito da atividade econômica na probabilidade de *default* das operações de crédito no setor de varejo ainda é reduzido.

10/ Para checar a robustez dos resultados, foram realizadas estimações, usando as variáveis que medem ciclos, defasadas em um período, chegando-se às mesmas conclusões apresentadas neste boxe.

Tabela 1 – Efeito marginal na problabilidade de *default*

	A	B	C	D	E
Desemprego regional	0,0107***		-0,0003	-0,0003	-0,0004
	-0,0004		-0,0005	-0,0005	-0,0003
Desemprego agregado		0,0330***	0,0337***	0,0389***	0,0100***
		-0,0006	-0,0008	-0,001	-0,0004
PIB				-0,0071***	-0,0023***
				-0,0007	-0,0004
Rating A	0,1944***	0,2151***	0,2109***	0,2101***	0,0140***
	-0,0092	-0,0089	-0,0092	-0,0092	-0,0011
Rating B	0,5041***	0,5257***	0,5182***	0,5173***	0,1653***
	-0,0092	-0,0085	-0,009	-0,009	-0,0014
Rating C	0,6426***	0,6477***	0,6476***	0,6470***	0,2941***
	-0,006	-0,0053	-0,0057	-0,0057	-0,0022
Rating D	0,9285***	0,9318***	0,9312***	0,9308***	0,6126***
	-0,0018	-0,0016	-0,0017	-0,0017	-0,0015
Homem	0,0149***	0,0143***	0,0151***	0,0151***	0,0083***
	-0,0012	-0,0012	-0,0012	-0,0012	-0,0007
Idade entre 25 a 35 anos	0,0268***	0,0287***	0,0300***	0,0296***	0,0133***
	-0,0033	-0,0032	-0,0033	-0,0033	-0,0019
Idade entre 35 a 45 anos	-0,0046	-0,0042	-0,0021	-0,0024	-0,0038***
	-0,0031	-0,003	-0,0031	-0,0031	-0,0019
Idade entre 45 a 60 anos	-0,0375***	-0,0378***	-0,0351***	-0,0355***	-0,0213***
	-0,003	-0,0029	-0,003	-0,003	-0,0019
Idade maior do que 60	-0,0672***	-0,0670***	-0,0639***	-0,0642***	-0,0378***
	-0,0031	-0,0029	-0,0031	-0,0031	-0,002
População	-0,0086***	-0,0066***	-0,0098***	-0,0096***	-0,0051***
	-0,0009	-0,0007	-0,0009	-0,0009	-0,0005
σ_c	0,6285***	0,6111***	0,6067***	0,6039***	0,1888
	-0,0055	-0,0052	-0,0055	-0,0055	
ρ	0,2832***	0,2719***	0,2690***	0,2672***	0,4356
	-0,0035	-0,0033	-0,0035	-0,0035	
Perc. previsto corretamente – Total	83,8	88,8	83,8	83,8	83,8
Perc. previsto corretamente – *Default*	76,4	73,5	76,4	76,4	76,2
Perc. previsto corretamente – Não *default*	87,8	97,2	87,9	87,9	87,9
Log-likelihood	-432 515	-482 209	-431 700	-431 658	-
No. obs.	1 406 843	1 566 423	1 406 843	1 406 843	1 406 843
No. grupos	655 295	728 040	655 295	655 295	655 295

1/ Modelos A, B, C e D são *probits* com componente individual não observável, e a especificação E é um modelo linear de probabilidade estimado por efeitos aleatórios.

2/ Todos os modelos também incluem variáveis que controlam o tipo de ocupação do tomador, taxa de juros e efeitos fixos não observáveis da instituição financeira.

3/ Erros padrão estão entre parênteses, Significância: ***=1%, **=5%, *=10%.

4/ Probabilidade de default prevista maior do que 50% é o critério utilizado para definição de *default* previsto.

Referência

CORREA, A. S.; MARINS, J. T. M.; NEVES, M. B. E; SILVA, A. C. M. (2011). *Credit Default and Business Cycles: an empirical investigation of Brazilian retail loans*. A ser publicado na Working Papers Series do Banco Central do Brasil.

Anexo

Notas da 160ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/7/2011
Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/7) e do 20º andar (20/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h24 (19/7) e 16h15 (20/7)
Horário de término: 19h33 (19/7) e 18h47 (20/7)

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 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
Wagner Thomaz de Aquino Guerra Júnior – Departamento de Assuntos Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 19)
Alexandre Pundek Rocha – Assessor do Gabinete do Presidente
André Minella – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas
Emanuel Di Stefano Bezerra Freire – Chefe de Gabinete da Diretoria
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
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 0,15% em junho, após registrar alta de 0,47% em maio. Assim, a inflação acumulada em doze meses até junho alcançou 6,71% (6,55% em maio e 6,51% em abril), 1,87 ponto percentual (p.p.) acima da observada em igual período de 2010. O aumento da inflação nesse período reflete tanto o comportamento dos preços livres, que variaram 7,14% (5,11% em doze meses até junho de 2010), quanto o dos preços administrados, que se elevaram em 5,70% (4,21% no mesmo período de 2010). Especificamente sobre preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 6,26% (2,98% em igual período de 2010), e

a dos não comercializáveis, 7,89% (7,06% em igual período de 2010). A inflação no setor de serviços segue elevada, com variação mensal de 0,60% em junho, depois de alta de 0,59% em maio. No acumulado em doze meses até junho, a inflação de serviços atingiu 8,75% – maior nível desde setembro 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 de serviços, que se caracteriza por inércia significativa, seguir em níveis elevados.

2. No primeiro semestre de 2011, o IPCA acumulou alta de 3,87%, 0,78 p.p. acima da inflação observada em igual período de 2010, com variação de 3,71% dos preços livres e de 4,25% dos administrados. Os grupos com maiores elevações foram Educação, Despesas pessoais e Vestuário, com variações de 7,45%, 5,10% e 4,36%, respectivamente, nos primeiros seis meses de 2011, ante 5,56%, 4,17% e 3,26%, respectivamente, em igual período de 2010. Esses grupos foram responsáveis por 1,35 p.p. da inflação plena no período. Já a alta de preços no grupo Alimentação e bebidas, de 3,11%, ficou 1,43 p.p. abaixo da observada no primeiro semestre de 2010. No acumulado em doze meses, entretanto, a trajetória dos preços desse grupo desempenha papel relevante na dinâmica da inflação plena, com variação de 8,90% em junho (8,20% em maio), refletindo, 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 alta na variação acumulada em doze meses, a média das variações mensais recuou entre abril e junho. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,60% em abril para 0,64% em maio e 0,54% em junho. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,68% em abril, recuou para 0,59% em maio e para 0,42% em junho, enquanto o núcleo por exclusão passou de 0,52% em abril para 0,54% em maio, e para 0,56% em junho. Dessa forma, a média da variação dos três núcleos deslocou-se de 0,60% em abril para 0,59% em maio, recuando para 0,51% em junho. No acumulado em doze meses até junho, as três medidas de núcleo alcançaram 6,01%, 6,82% e 6,51%, respectivamente, ante 5,86%, 6,68% e 6,30% em maio, e 5,84%, 6,66% e 6,32% em abril. O índice de difusão do IPCA, que havia alcançado 59,38% em abril, aumentou para 64,84% em maio e recuou para 58,85% em junho, indicando, na margem, menor disseminação da alta de preços.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou deflação de 0,13% em junho, ante inflação de 0,01% em maio e de 0,50% em abril. No acumulado em doze meses até junho, a inflação, de acordo com esse índice, ficou em 8,63%, ante 5,07% em junho 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 9,61% em doze meses até junho, refletindo alta de 6,54% no IPA industrial e de 19,38% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 22,68% nos preços de matérias-primas brutas, 5,44% nos preços de bens intermediários e 4,58% nos preços de bens finais, na mesma base de comparação. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 6,40% no acumulado em doze meses até junho, superior aos 4,93% registrados nos doze meses até junho de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,75% (6,48% em junho 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 deflação de 0,55% em maio, após alta de 0,28% em abril e 0,39% em março. Em doze meses, a variação desse índice recuou para 5,60% em maio, de 6,68% em abril. 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. 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 0,2% em maio, após registrar elevações de 0,4% por três meses consecutivos (fevereiro a abril). Dessa forma, a taxa de crescimento no trimestre de março a maio, em relação ao trimestre anterior, foi de 1,3%. Persiste a tendência de moderação da taxa de crescimento do indicador no acumulado em doze meses, reduzindo-se de 5,7% em abril para 5,3% em maio. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou 1,4% em junho, após igual redução em maio e aumento de 3,0% em abril. O nível do indicador em junho ficou 0,1% acima do valor de junho de 2010, e 0,7% abaixo do nível médio de 2010.

6. A atividade fabril apresentou alta em maio, com avanço de 1,3% na produção industrial, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar recuo de 1,2% em abril e avanço de 0,3% em março. Dessa forma, a produção industrial atingiu novo recorde em maio. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,2% no período de março a maio, patamar inferior ao crescimento de 0,4% medido entre fevereiro e abril. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção apresentou avanço de 2,7% em maio, enquanto no acumulado em doze meses a produção industrial mostrou expansão de 4,5% em maio, ante 5,4% registrados em abril, 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 maio foi de 26,8%. O faturamento real da indústria vem apresentando evolução similar. A dinâmica de recuperação pós-crise foi amparada, parcialmente, pelo crescimento do financiamento da atividade industrial por parte de instituições financeiras públicas.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalidados pelo IBGE, houve avanço de 1,7% na produção de bens de capital em maio, de 1,5% na produção de bens intermediários e de 2,7% na produção de bens de consumo duráveis, enquanto a produção de bens de consumo não duráveis e semiduráveis ficou estável. Já no acumulado em doze meses até maio, a produção de bens intermediários registrou expansão de 4,7%, a produção de bens de consumo duráveis, 2,4%, e a produção de bens não duráveis e semiduráveis avançou 2,3%. 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 11,5%. Tal comportamento evidencia a robustez do investimento, fator relevante na retomada econômica do período pós-crise.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,4% em maio para 6,2% em junho (7,0% em junho de 2010). Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente, como também atingiu o mínimo histórico para o mês de junho, na série iniciada em março de 2002. A taxa de desocupação dessazonalizada registrou 6,1% em junho, com aumento de 0,1 p.p. comparativamente à de maio. 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 junho, depois de ter expandido 2,5% em maio. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam que houve criação de 215,4 mil postos de trabalho em junho (213,0 mil em junho de 2010), com expansão do número de empregos formais em todos os oito setores de atividade econômica. Os setores que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais, em junho, foram o agrícola e o de serviços. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual observado em junho avançou 0,5% em relação a maio e 4,0% em relação a junho de 2010. Como consequência, a taxa de crescimento da massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada remunerada nas seis regiões metropolitanas, atingiu 6,2% em junho, ante o mesmo mês de 2010, depois de registrar alta de 6,6% em maio, e permanece como fator-chave para a sustentação do crescimento da demanda doméstica.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume

de vendas do comércio ampliado cresceu 12,8% em maio, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, depois de registrar alta de 12% em abril e queda de 2,7% em março, na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal do volume de vendas do comércio ampliado foi de 1% em maio, após ter atingido altas de 1,2% em abril e de 1,9% em março. Note-se, ainda, que a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 10,5% em maio (ante 10,2% nos dois meses anteriores). No acumulado em doze meses, todos os dez segmentos pesquisados mostraram expansão no volume de vendas, com destaques, em termos de crescimento, para Móveis e eletrodomésticos (17,2%), Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (16,7%) e Materiais de construção (13,9%). 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 do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, permaneceu inalterado em junho (84,1%), em relação a maio. Esses valores de maio e de junho situam-se 0,5 p.p. e 1,0 p.p., respectivamente, abaixo dos valores observados no mesmo período de 2010. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o valor do Nuci recuou para 84,3% em junho (igual valor de março de 2011), após registrar 84,4% nos dois meses anteriores. A utilização de capacidade é maior no setor de materiais de construção (87,2%) e no de bens intermediários (86,3%). Na margem, o setor de materiais de construção manteve-se estável, o setor de bens intermediários apresentou elevação de 0,2 p.p., o de bens de consumo, de 0,3 p.p., enquanto o setor de bens de capital apresentou queda de 0,1 p.p. Segundo os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 82,4% em maio, ante 82,1% observados no mês de abril. De fato, as taxas de utilização da capacidade instalada têm se mostrado relativamente estáveis, em patamares elevados, refletindo 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 18,7% no acumulado em doze meses até maio, enquanto a produção de insumos para a construção civil cresceu 6,7%. 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.

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US$23,1 bilhões em maio para US$25,3 bilhões em junho. Esse resultado adveio de exportações de US$231 bilhões e importações de US$205,8 bilhões, ou variações de 34,1% e 34,5%, respectivamente, no acumulado em doze meses até junho. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US$48,9 bilhões em abril para US$51 bilhões em maio, equivalente a 2,29% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$64,1 bilhões em doze meses até maio, equivalente a 2,88% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

12. 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 o aumento da incerteza global, a perda de dinamismo da recuperação norte-americana, o elevado preço 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 maio, mas com moderação, ainda que potencial, nas principais economias. Já o *Purchasing Managers Index* (PMI) para a economia global, um indicador do nível de atividade na indústria e no setor de serviços, passou de 52,7 em maio para 52,2 em junho, o que representa o segundo menor valor desde o início da recuperação mundial (agosto de 2009). Os indicadores PMI desagregados indicam menor dinamismo nos Estados Unidos da América (EUA) e na Zona do Euro (com contração da atividade na Itália e na Espanha). 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

sustentado em outras regiões, como na Alemanha. Em relação à reunião anterior do Copom, a percepção do mercado sobre a situação fiscal na Zona do Euro e, em particular, suas implicações sobre o sistema financeiro regional – mesmo após a divulgação dos testes de estresse – apresentaram deterioração relevante, e permanecem incertezas em relação a questões da dívida americana. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatícias. Sobre inflação, apesar da aceleração recente, 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 do Copom, houve continuidade dos apertos das condições monetárias em diversas economias. Em particular, o banco central chinês elevou novamente as taxas de referência para depósitos e empréstimos, totalizando, desde outubro de 2010, nove aumentos de requerimentos compulsórios e cinco elevações nas taxas de juros.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil e permanece acima de US$115. 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 do norte da África, a despeito da intensidade decrescente dos conflitos. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a moderação dos preços internacionais das agrícolas e metálicas, após sucessivos meses com elevações relevantes. Em particular, os preços a vista do minério de ferro negociado na China oscilaram em patamares semelhantes aos do início do ano. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, vem apresentando certa estabilidade nos últimos meses, mas continua em patamares elevados. 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

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

a) a projeção de reajuste no preço da gasolina para o acumulado de 2011 permaneceu em 4,0%, considerados na reunião do Copom de junho, contemplando, portanto, reversão parcial da elevação de 6,1% ocorrida até junho; e a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão, para o acumulado de 2011, foi mantida em 0%;

b) a projeção de reajuste das tarifas de telefonia fixa, para o acumulado em 2011, reduziu-se para 0,9%, ante 2,9% considerados na reunião de junho, enquanto a de eletricidade elevou-se para 4,1%, ante 2,8% considerados na reunião de junho;

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 4,9%, ante os 4,6% considerados na reunião de junho. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,08% do total do IPCA de junho;

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 junho. 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 44 pontos base (p.b.) e de -46 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente.

15. 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.

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

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 elevou-se para 6,31%, de 6,22%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se deslocou de 5,10% para 5,20%. 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 6,21%, 6,22% e 6,27%, para 6,28%, 6,38% e 6,31%, respectivamente. Para 2012, a mediana das projeções se deslocou de 5,00%, 5,40% e 5,00%, para 5,01%, 5,40% e 5,05%, na mesma ordem.

18. 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 12,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 se elevou ligeiramente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho, 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 ligeiramente 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, acima do valor central da meta nos dois casos. No que se refere ao primeiro semestre de 2013, a projeção de inflação se elevou, no cenário de referência, e permaneceu estável, no cenário de mercado, posicionando-se ao redor do centro 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 se encontra acima da meta para 2011 e para 2012, e em torno da meta no primeiro semestre de 2013.

Implementação da política monetária

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

20. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, e ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação

elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. 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 prazos. Assim, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa trajetória. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

21. 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.

22. O Copom observa que, desde sua última reunião, houve deterioração adicional dos mercados internacionais, com a volatilidade e a aversão ao risco se elevando, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez e por incertezas crescentes quanto ao ritmo de recuperação da atividade global. Nesse período, aumentaram as preocupações com dívidas de países e de bancos europeus, inclusive de economias centrais, 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, entretanto, 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.

23. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação da expansão da demanda doméstica, são 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.

24. 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 os 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. No final do ano passado e início deste ano, os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* nos mercados internacionais foram chave para o cenário prospectivo, entretanto, desde abril esses preços mostram certa acomodação.

25. O Copom prevê dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. Neste trimestre, a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer em patamares superiores àquele observado no segundo 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, que se refletem no fato de as projeções de inflação para o bimestre julho/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.

26. 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.

27. 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.

28. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza crescente e 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 adicional 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, processo que tende a se acentuar neste semestre. Embora incertezas elevadas e crescentes que cercam o cenário global e, em escala marcadamente 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.

29. Nesse contexto, avaliando o cenário prospectivo e o balanço de riscos para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, neste momento, elevar a taxa Selic para 12,50% a.a., sem viés.

30. 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 no primeiro semestre, impulsos fiscais e creditícios haviam sido aplicados na economia anteriormente, 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.

31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 30 de agosto 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

32. O IPCA variou 0,15% em junho, ante 0,47% em maio, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. No primeiro semestre do ano, o IPCA acumulou variação de 3,87%, ante 3,09% em igual período de 2010. No acumulado em doze meses até junho, o índice variou 6,71%, comparativamente a 6,55% até maio. A variação dos preços livres recuou de 0,44% em maio para 0,26% em junho, refletindo desaceleração tanto nos preços de comercializáveis, de 0,36% para 0,19%, quanto nos de não comercializáveis, de 0,50% para 0,32%. Os preços monitorados variaram 0,12% em junho, ante 0,55% em maio, influenciados, principalmente, pela redução de 3,94% no item gasolina. Os grupos Transportes e Alimentação e bebidas foram os principais responsáveis pela desaceleração do índice no mês, com contribuições respectivas de -0,12 p.p. e -0,06 p.p. O índice de difusão situou-se em 58,85% em junho, ante 64,84% em maio.

33. Os preços livres aumentaram 7,14% no acumulado em doze meses até junho, ante 6,80% em maio, enquanto os monitorados apresentaram desaceleração de 5,96% para 5,70% nos períodos considerados. Entre os preços livres, a variação em doze meses de produtos comercializáveis acelerou de 5,96% em maio, para 6,26% em junho, e a de produtos não comercializáveis, de 7,53% para 7,89%. Os preços do segmento de serviços, que apresentam maior grau de persistência, aumentaram 8,75% em junho, ante 8,54% em maio e 6,82% em junho do ano anterior.

34. As três medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central registraram aceleração no acumulado de doze meses encerrado em junho, na comparação com o mês anterior. Na comparação mensal, entretanto, apenas o núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, registrou elevação, atingindo 0,56% em junho, ante 0,54% em maio, e acumulando elevação de 6,51% nos doze meses até junho, ante 6,30% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,54% em junho, ante 0,64% em maio, acumulando 6,01% em doze meses, contra 5,86% em maio. O núcleo de dupla ponderação cresceu 0,42% em junho, contra 0,59% em maio, tendo acumulado 6,82% em doze meses, ante 6,68% no mês anterior.

35. O IGP-DI variou -0,13% em junho, após alta de 0,01% em maio, acumulando elevações de 2,95% no ano e de 8,63% nos últimos doze meses, comparativamente a 9,14% em maio, de acordo com a FGV. No mês, a queda do IGP-DI refletiu as variações negativas do IPC e do IPA e a desaceleração do INCC.

36. O IPA apresentou variação de -0,19% no mês, após -0,63% em maio, acumulando variações de 2,22% no ano e de 9,61% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários variaram -1,11% em junho, após variação de -3,19% em maio, acumulando aumento de 0,51% no ano e de 19,38% em doze meses. Os preços dos produtos industriais apresentaram elevação de 0,13% no mês, ante 0,32% em maio, acumulando altas de 2,84% no ano e de 6,54% em doze meses. Relativamente aos produtos agropecuários, a retração no mês foi mais fortemente influenciada pelas quedas dos preços da laranja, -16,20% em junho, ante -22,47% em maio; e de suínos, aves e bovinos, -12,57%, -4,93% e -2,17% em junho, respectivamente, ante -5,49%, -5,22% e -2,33% no mês anterior. Entre os produtos industriais, as principais contribuições para a desaceleração da inflação foram carnes, produtos de carnes e pescados, -0,10 p.p., e açúcar, -0,07 p.p.

37. O IPC variou -0,18% em junho, após elevação de 0,51% em maio, acumulando 3,80% no ano e 6,40% em doze meses. No mês, os grupos alimentação e transportes foram os responsáveis pela queda do índice, com contribuições de -0,30 p.p. e -0,14 p.p.,

respectivamente. O INCC variou 0,37% no mês, ante 2,94% em maio, consequência da desaceleração do aumento dos preços de mão de obra, de 5,48% em maio para 0,36% em junho, e de materiais, equipamentos e serviços, de 0,51% para 0,38%, na mesma base comparativa. O INCC acumulou variações de 5,60% no ano e de 7,75% em doze meses.

38. O IPP/IT recuou -0,55% em maio, ante alta de 0,28% em abril, acumulando aumento de 1,13% no ano e de 5,60% nos doze encerrados em maio, 6,68% no mês anterior. O resultado do mês foi influenciado pela contração dos preços nos setores de alimentos e de produção de derivados de petróleo, coque e biocombustíveis, que contribuíram com variações de -0,36 p.p. e -0,23 p.p., respectivamente, para o IPP/IT no mês. No acumulado do ano, a variação do índice refletiu especialmente a queda dos preços de alimentos, com contribuição de -0,66 p.p ao indicador.

39. O Índice de Commodities Brasil (IC-Br) recuou 1,56% em junho, terceiro mês consecutivo de desvalorização, em meio aos recuos respectivos de 1,25%, 3,55% e 0,15% dos subíndices referentes aos segmentos agropecuária, metal e energia. No trimestre encerrado em junho, houve variação negativa de 7,51%, com retrações de 10,43%, 7,08% e 0,44% em agropecuária, metal e energia, respectivamente. No ano e em doze meses, o índice acumula aumentos de 1,43% e 31,65%, na ordem.

Atividade econômica

40. O IBC-Br cresceu 0,2% em maio ante abril, considerados dados dessazonalizados. Pela série observada, o IBC-Br aumentou 4,2% em relação a maio de 2010, acumulando elevações de 4% no ano e de 5,3% em doze meses.

41. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 1% em maio em relação a abril, segundo dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após elevação de 1,2% em abril. Em consequência, a média do trimestre encerrado em maio cresceu 2,7% relativamente ao trimestre encerrado em fevereiro. Na comparação mensal, houve alta em oito dos dez segmentos pesquisados, com ênfase na expansão de 11,6% em Equipamentos e material para escritório, informática e comunicação. O volume de vendas do comércio varejista cresceu 0,6% em maio, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após contração de 0,2% em abril, enquanto a média trimestral registrou elevação de 1,6% em relação ao trimestre finalizado em fevereiro.

42. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 12,8% em maio, influenciadas principalmente pelos aumentos de 25,9% nas vendas de Veículos e motos, partes e peças, e de 20,4% nas de Móveis e eletrodomésticos. No acumulado de doze meses, o comércio ampliado registrou crescimento de 10,5%, favorecido pela elevação das vendas nos segmentos relativos a Móveis e eletrodomésticos, 17,2%, Equipamento e material para escritório, informática e comunicação, 16,7%, e Material de construção, 13,9%.

43. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram aumento mensal de 1% em junho, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando queda de 1,3% no segundo trimestre, em comparação com o primeiro. As vendas de autoveículos aumentaram 10% no acumulado do ano, influenciadas pelas altas em ônibus, 23,7%, comerciais leves, 18,7%, caminhões, 17%, e automóveis, 7,2%. No acumulado nos doze meses encerrados em junho, foi registrada elevação de 12,3%, com ênfase no crescimento de 26,4% em caminhões, de 23,7% em comerciais leves e de 22,5% em ônibus.

44. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou retração de 1,8% em junho, ante maio. A análise dos dados observados indicou crescimento de 17,8% na comparação com junho de 2010, de 26% no acumulado do ano até junho e de 39,2% no acumulado em doze meses.

45. A produção de bens de capital registrou expansão de 1,7% em maio, acumulando alta de 4,4% no

trimestre, relativamente ao finalizado em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal foi influenciado principalmente pelas elevações de 10,1% na produção de bens de capital para o setor agrícola e de 8% para construção, enquanto as maiores contrações foram registradas nos segmentos de equipamentos para fins industriais não seriados, -5%, e para o setor de energia elétrica, -4%. A produção de bens de capital cresceu 7,1% na comparação com maio de 2010, acumulando aumentos de 6,4% no ano e de 11,5% no período de doze meses encerrados em maio.

46. A produção de insumos típicos da construção civil cresceu 3,6% em maio, ante abril, e recuou 0,2% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, pela série com ajuste sazonal. O segmento registrou elevação de 3,9% em relação a maio de 2010, acumulando aumentos de 3,5% no ano e de 6,7% nos últimos doze meses.

47. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R$166,5 bilhões no acumulado dos últimos doze meses encerrados em abril, aumento de 13,8% em relação a igual período de 2010, com ênfase na expansão de 26,1% dos recursos direcionados à indústria de transformação e de 5,23% naqueles direcionados ao setor de comércio e serviços. No primeiro quadrimestre do ano, os desembolsos decresceram 5,4% na comparação com igual período de 2010, com 40% do valor total destinado ao setor de infraestrutura, seguido por indústria, 31%, comércio e serviços, 20%, e agropecuária, 9%.

48. A produção da indústria geral cresceu 1,3% em maio em relação ao mês anterior, pela série com ajuste sazonal da PIM-PF, do IBGE, com ênfase para a expansão de 2,7% em bens de consumo duráveis. Em relação a maio de 2010, a produção da indústria apresentou expansão de 2,7%, destacando-se o aumento de 7,1% em bens de capital. As elevações no acumulado do ano e no período de doze meses encerrado em maio alcançaram 1,8% e 4,5%, respectivamente, em relação a iguais períodos do ano anterior, sobressaindo os aumentos da indústria de bens de capital, de 6,4% e de 11,5%, nas mesmas bases de comparação.

49. O Nuci da indústria de transformação, calculado pela FGV, recuou 0,1 p.p. em junho ante maio, para 84,3%, segundo dados dessazonalizados. O resultado refletiu elevação de 0,2 p.p. em bens intermediários, estabilidade em material de construção e retrações de 0,3 p.p., 0,2 p.p. e 0,1 p.p. em bens de consumo duráveis, não duráveis e em bens de capital, respectivamente, na comparação mensal. Considerada a série observada, o Nuci recuou 1 p.p. em relação a junho de 2010, influenciado pelas quedas nos indicadores das indústrias de material de construção, -3 p.p., e de bens de consumo, -2 p.p., e considerados os aumentos de 1,4 p.p. em bens de capital e de 0,1 p.p. em bens intermediários.

50. A produção de autoveículos atingiu 295,6 mil unidades em junho, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), representando expansão de 0,6% em relação a maio, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor aumentou 4,1% em relação a junho de 2010 e 3,8% no acumulado do ano.

51. O licenciamento de autoveículos nacionais registrou crescimento de 0,5% em junho, ante maio, pela série dessazonalizada pelo Banco Central, e de 8,6% em relação a junho de 2010. As exportações apresentaram variações de 4,2% e de -10,9% nas mesmas bases de comparação. No acumulado do ano e em doze meses, o licenciamento aumentou 3,9% e 7,3%, enquanto as exportações variaram 2,8% e 12,1%, respectivamente.

52. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente ao mês de junho, projetou safra de grãos para 2011 de 161,5 milhões de toneladas, 8% superior à registrada em 2010. Considerando-se as três principais culturas, estimam-se elevações de 18,1% na safra de arroz, de 9,3% na de soja e de 3,2% na de milho.

Expectativas e sondagens

53. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, elevou-se 2,3% em junho, situando-se em 118 pontos, revertendo tendência

de queda observada nos últimos três meses. O resultado mensal decorreu de elevações de 1% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,2% no Índice de Expectativas (IE). Na comparação interanual, o ICC apresentou recuo de 1,1% em relação a junho de 2010, influenciado pelo declínio de 4,9% no IE, enquanto o ISA cresceu 4,9%.

54. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, declinou 2,5% em junho, atingindo 107,1 pontos. O resultado foi influenciado pelas quedas de 3,5% no ISA e de 1,7% no IE. O ICI apresentou desempenho desfavorável pelo sexto mês consecutivo na comparação interanual, com recuo de 7,3% em relação a junho de 2010, resultado de variações de -9,8% no ISA e de -4,6% no IE.

55. O ICS, da FGV, registrou retração mensal de 1,4% em junho, dados livres de influência sazonal, mesmo desempenho do mês anterior, refletindo reduções de 2,8% no ISA e de 0,3% no IE. O ICS apresentou elevação de 0,1% em relação a junho de 2010, resultado de queda de 3,3% no ISA e de expansão de 2,9% no IE.

Mercado de trabalho

56. Segundo dados divulgados pelo Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 215,4 mil empregos formais em junho, representando expansão de 0,4% em relação a maio, considerados dados dessazonalizados. Desse total, 75,2 mil postos foram criados na agropecuária, 53,5 mil no setor de serviços, 30,5 mil na construção civil, 30 mil no comércio e 22,6 mil na indústria. No acumulado no ano, o saldo atingiu 1,3 milhão de postos, ante 1,5 milhão de vagas geradas em igual período de 2010. Consideradas as estatísticas acumuladas em doze meses até junho, foram abertos 1,9 milhão de empregos formais, comparativamente a 2 milhões de postos acumulados até março.

57. A taxa de desemprego aberto recuou 0,2 p.p. em relação a maio, atingindo 6,2%, a menor taxa histórica para o mês, e 0,8 p.p. menor que a taxa registrada no mesmo mês do ano anterior, resultado de quedas de 0,2% na ocupação e de 0,4% na População Economicamente Ativa (PEA), de acordo com os dados da PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. Considerando dados dessazonalizados, o desemprego situou-se em 6,1%, 0,1 p.p. acima do resultado do mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou aumentos de 0,5% em relação ao mês anterior, de 4% comparativamente a junho de 2010 e de 3,8% no acumulado do ano. Em consequência, a massa salarial, calculada pelo produto entre rendimento real e população ocupada, apresentou variações de 0,4% no mês, de 6,4% na comparação com mesmo mês do ano anterior e de 6,2% no acumulado do ano.

Crédito e inadimplência

58. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R$1.804,5 bilhões em maio, correspondendo a 46,9% do PIB, com elevações de 1,6% no mês, de 5,8% no ano e de 20,4% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou aumentos de 1,6%, de 5,7% e de 18,1%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, refletindo expansões respectivas de 1,7%, de 5,9% e de 18,4% no saldo das operações com pessoas físicas, e de 1,4%, de 5,5% e de 17,8% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 1,6% no mês, 6% no ano e 25,1% em doze meses, com destaque para os acréscimos de 3,5%, de 15,5% e de 48,2% nos financiamentos habitacionais, nas mesmas bases de comparação.

59. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,1 p.p. em maio, para 40%. As taxas relativas ao segmento de pessoas jurídicas atingiram 31,1%, variação 0,1 p.p. em relação a abril, enquanto as relativas ao segmento de pessoas físicas permaneceram estáveis, em 46,8%.

60. O prazo médio das operações de crédito referencial permaneceu estável em 476 dias em maio, na comparação com o mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou redução de três dias, enquanto o referente ao de pessoas físicas aumentou três dias, sempre considerado o período comparativo, atingindo 388 dias e 570 dias, respectivamente.

61. A taxa de inadimplência nas operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,2 p.p., atingindo 5,1% em maio. As taxas relativas às operações com pessoas jurídicas aumentaram 0,2 p.p. e as referentes às operações com pessoas físicas, 0,3 p.p., alcançando 3,9% e 6,4%, nessa ordem.

Ambiente externo

62. Com a inflação ainda impactando negativamente o poder de compra das famílias e com perda de tração nos setores manufatureiro e de serviços em nível mundial, o PMI global continuou indicando desaceleração da atividade econômica ao término do segundo trimestre. O índice de encomendas também apresenta desaceleração, indicando aumento de incerteza com relação às perspectivas de recuperação da atividade. Nos EUA, não obstante a revisão do PIB do primeiro trimestre, de 1,8% para 1,9%, o mercado de trabalho permanece fraco, com a criação de postos de trabalho abaixo das expectativas de mercado por dois meses consecutivos. Em junho, houve criação de apenas 18 mil vagas, com taxa de desemprego avançando para 9,2%. De forma distinta, as economias asiáticas voltam a mostrar sinais de recuperação. No Japão, onde as linhas de fornecimento de peças voltam rapidamente à normalidade, a produção industrial cresceu pelo segundo mês, 5,7% em maio na comparação com abril. A pesquisa Tankan do Banco do Japão (BoJ) apontou revisão positiva nos planos de investimento em bens de capital em praticamente todos os segmentos empresariais, enquanto sete das nove regiões do país apresentaram melhora em investimento, produção e consumo. Nesse ambiente, a taxa de desemprego recuou para 4,5% em maio, com vendas no varejo elevando-se 2,4% no mês. Na China, a variação trimestral anualizada do PIB do segundo trimestre indicou crescimento de 9,1%, frente a 8,7% no trimestre anterior.

63. Desde a última reunião do Copom, os mercados financeiros refletiram o agravamento da crise grega, e seus impactos na Europa e os receios sobre o ritmo da recuperação nos EUA. Após melhora decorrente da aprovação de novas medidas fiscais na Grécia, os rebaixamentos nos *ratings* de crédito de Portugal e Irlanda devolveram volatilidade aos mercados, provocando aumento da aversão ao risco, elevação dos prêmios soberanos dos países europeus com problemas fiscais a patamares recordes, e valorização do dólar. Nos mercados de *commodities*, os preços internacionais seguiram em tendência declinante, ainda que em ritmo mais moderado, em meio ao aumento da oferta, à continuidade da desaceleração da economia mundial e à elevação da aversão ao risco nos mercados financeiros. Em especial, o recuo nas cotações das *commodities* agropecuárias refletiu condições climáticas mais favoráveis no Hemisfério Norte e divulgação de dados melhores que o esperado para estoques e área plantada na safra dos EUA.

64. Ainda refletindo a forte alta dos preços de *commodities* registrada até abril do corrente ano, alguns índices anuais de inflação seguem pressionados, a exemplo dos IPCs nos EUA, Reino Unido, Área do Euro e China, que, em junho, atingiram, pela ordem, 3,6%, 4,2%, 2,7% e 6,4%. Os núcleos dos índices de preço mantiveram-se em níveis relativamente confortáveis, inclusive no Reino Unido, onde desacelerou pelo segundo mês consecutivo, para 2,7%. Nas economias emergentes da América Latina, a inflação permaneceu em trajetória de alta moderada no Chile e na Colômbia, mas registrou recuo no Peru e manteve tendência de redução no México. Na Ásia emergente, destaque-se a acentuada desaceleração da inflação na Indonésia.

65. Nesse cenário, enquanto as autoridades monetárias dos EUA, Japão e Reino Unido mantiveram inalteradas suas respectivas taxas básicas de juros em julho, o Banco Central Europeu promoveu novo ajuste das condições de liquidez, aumentando a taxa de refinanciamento em 0,25 p.p., para 1,5% a.a., e o banco central chinês efetuou a terceira elevação no ano da taxa de empréstimo, situando-a em 6,56% a.a. Nas demais economias emergentes, houve continuidade do movimento de normalização gradual da política monetária, com elevações dos juros básicos no Chile, Colômbia, Polônia, Índia e Tailândia.

Comércio exterior e reservas internacionais

66. A balança comercial brasileira registrou superávit de US$4,4 bilhões em junho. As exportações somaram US$23,7 bilhões e as importações,

US$19,3 bilhões. O saldo acumulado no semestre alcançou US$13 bilhões, 63,1% superior ao registrado em igual período de 2010, pelo critério de média diária, refletindo aumentos de 31,6% nas exportações e de 28,5% nas importações. A corrente de comércio cresceu 30,1% no acumulado do ano, somando US$223,6 bilhões, comparativamente a US$170,5 bilhões em igual período de 2010.

67. As reservas internacionais atingiram US$335,8 bilhões em junho, US$2,8 bilhões acima da posição de maio e US$47,2 bilhões superiores ao estoque registrado em dezembro de 2010. As compras líquidas do Banco Central, no mercado a vista de câmbio, totalizaram US$2,3 bilhões no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

68. Desde a reunião do Copom de junho, a curva de juros doméstica apresentou elevação em toda a sua extensão. No âmbito doméstico, esse movimento foi influenciado pela perspectiva de um ciclo mais prolongado de ajuste na meta para a taxa Selic, pela divulgação de índices de inflação corrente próximos aos tetos das estimativas e pelo aumento das expectativas inflacionárias. O cenário externo, permeado por grandes incertezas, contribuiu para a oscilação das taxas ao longo de toda a curva de juros. Entre 6 de junho e 18 de julho, as taxas de juros de um, de três e de seis meses elevaram-se em 0,24 p.p., 0,19 p.p. e 0,14 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos subiram 0,10 p.p., 0,15 p.p. e 0,19 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, recuou de 7,10%, em 6 de junho, para 6,84%, em 18 de julho, resultado, principalmente, do ajuste para cima na expectativa de inflação doze meses à frente.

69. Entre 7 de junho e 18 de julho, o Banco Central realizou três leilões de contratos de *swap* cambial reverso, sendo que o leilão de 28 de junho foi destinado à rolagem dos contratos de vencimento em 1º de julho. Essas operações totalizaram o equivalente a US$2,3 bilhões em valor nocional.

70. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 7 de junho a 18 de julho, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R$48,4 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo subiu para R$166,9 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 13 e 29 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R$160,7 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em trinta oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Essas operações, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R$65,0 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R$361,3 bilhões, entre 19 de abril e 6 de junho, para R$392,6 bilhões, entre 7 de junho e 18 de julho. Considerando-se o período mais recente, houve elevação do saldo dos compromissos de recompra em R$92,0 bilhões, com o estoque total passando de R$351,4 bilhões, em 6 de junho, para R$443,4 bilhões em 18 de julho. O principal fator condicionante para a expansão da liquidez no período foi o resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

71. Entre 7 de junho e 18 de julho, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, decorrentes dos leilões tradicionais, somaram R$52,3 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R$33,4 bilhões, sendo R$29,6 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015, e R$3,8 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$5,5 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2017 e 2018. 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$13,4 bilhões.

Notas da 161ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 30 e 31/8/2011
Local: Sala de reuniões do 8º andar (30/8) e do 20º andar (31/8) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h15 (30/8) e 16h15 (31/8)
Horário de término: 19h55 (30/8) e 20h25 (31/8)

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 30)
Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 31)
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 30)
Alexandre Pundek Rocha – Assessor do Gabinete do Presidente
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 0,16% em julho, após 0,15% em junho. Assim, a inflação acumulada em doze meses até julho alcançou 6,87% (6,71% em junho), 2,27 pontos percentuais (p.p.) acima da observada em igual período de 2010. O aumento da inflação nesse período reflete tanto o comportamento dos preços livres, que variaram 7,38% (4,88% em doze meses até julho de 2010), quanto o dos preços administrados, que se elevaram em 5,67% (3,95% no mesmo período de 2010). Em relação aos preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 6,44% (2,58% em igual período de 2010), e a dos não comercializáveis, 8,18% (6,97% em igual período de 2010). Ressalte-se, em outra perspectiva, que a variação acumulada em doze meses até julho dos preços dos bens duráveis ficou em -0,95%, a dos bens semiduráveis em 7,20%, e a dos bens não duráveis, em 8,73%. Apesar da moderação na margem, a inflação dos serviços segue elevada, com variação mensal de 0,42% em julho, ante 0,60% em junho. A inflação de serviços atingiu 8,82% no acumulado de doze meses até julho – maior nível desde setembro 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, reflete o fato de a inflação de serviços seguir em níveis elevados.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena: enquanto houve alta na variação acumulada em doze meses, a média das variações mensais recuou entre maio e julho. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização

deslocou-se de 0,64% em maio, para 0,54% em junho e 0,41% em julho, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,45% em maio, para 0,44% em junho e 0,28% em julho. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,59% em maio, recuou para 0,42% em junho e para 0,38% em julho. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que exclui 10 itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,54% em maio para 0,56% em junho, e para 0,33% em julho, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,43%, para 0,50% e 0,40% no mesmo período. Dessa forma, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,53% em maio, para 0,49% em junho, recuando para 0,36% em julho. No acumulado em doze meses até julho, as cinco medidas de núcleo alcançaram 6,18%, 5,71%, 7,01%, 6,61% e 7,12%, respectivamente, ante 6,01%, 5,59%, 6,82%, 6,51% e 6,91% em junho, e 5,86%, 5,40%, 6,68%, 6,30% e 6,80% em maio.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou deflação de 0,05% em julho e de 0,13% em junho, após a inflação de 0,01% em maio. No acumulado em doze meses até julho, a variação desse índice alcançou 8,34%, ante 5,98% em julho de 2010. Note-se, entretanto, que, 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 9,09% em doze meses até julho, refletindo alta de 5,95% no IPA industrial e de 19,14% no IPA agrícola. Na desagregação, segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 19,86% nos preços de matérias-primas brutas, de 5,04% nos preços de bens intermediários e de 5,46% nos preços de bens finais, na mesma base de comparação. Já a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), outro componente do IGP-DI, registrou alta de 6,58% no acumulado em doze meses até julho, superior aos 4,36% registrados nos doze meses até julho de 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,76% (6,67% em julho 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 deflação de 0,66% em junho, após baixa de 0,46% em maio e alta de 0,28% em abril. Em doze meses, a variação desse índice recuou para 4,89% em junho, de 5,69% em maio.

4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para os impostos sobre produtos e, portanto, constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br apresentou recuo de 0,3% em junho, após registrar estabilidade em maio e avanço de 0,4% em abril. Dessa forma, a taxa de crescimento no segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior, foi de 0,7%, depois de variação de 1,1% no primeiro trimestre. Persiste a tendência de moderação da taxa de crescimento do indicador no acumulado em doze meses, que passou de 5,3% em maio para 4,9% em junho. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getulio Vargas (FGV), avançou 0,8% em julho, após duas quedas iguais e consecutivas (-1,4% em maio e em junho). O nível do indicador, em julho, ficou 2,4% acima do valor de julho de 2010 e relativamente estável em relação ao nível médio de 2010.

5. A atividade fabril apresentou alta em julho, com avanço de 0,5% na produção industrial, de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE, após registrar recuo de 1,2% em junho e avanço de 1,1% em maio. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em 0,1% no período de maio a julho, após recuar 0,9% no período de abril a junho. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial apresentou redução de 0,3% em julho, enquanto no acumulado em doze meses houve expansão de 2,9%, ante 3,7% registrados em junho, 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 julho foi de 25,4%.

6. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalidados pelo IBGE, houve avanço de 1,7% na produção de bens de capital em julho, de 2,9% na produção de bens de consumo duráveis, enquanto a produção de bens de consumo não

duráveis e semiduráveis cresceu 3,8%. Na produção de bens intermediários houve recuo de 0,7%. Já no acumulado em doze meses até julho, a produção de bens intermediários registrou expansão de 2,6%, a produção de bens de consumo duráveis de 1,8%, e a produção de bens não duráveis e semiduráveis avançou 1,6%. 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 8,3%.

7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, passou de 6,2% em junho para 6,0% em julho (6,9% em julho de 2010). Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada não apenas recuou significativamente, como também atingiu o mínimo histórico para julho, na série iniciada em março de 2002. A taxa de desocupação dessazonalizada ficou em 5,9% em julho, o que representou queda de 0,2 p.p. comparativamente à de junho. O emprego, medido pelo número de ocupados nas seis maiores regiões metropolitanas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, apresentou elevação de 2,1% em julho, depois de haver expandido 2,3% em junho. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam que houve criação de 140,6 mil postos de trabalho em julho (181,8 mil em julho de 2010), com expansão do número de empregos formais em todos os oito setores de atividade econômica. Os setores que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais, em julho, foram o de serviços e o de comércio. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual observado em julho avançou 2,2% em relação a junho e 4,0% em relação a julho de 2010. Como consequência, a massa salarial real, considerando o rendimento médio real habitual da população ocupada remunerada nas seis regiões metropolitanas, cresceu 6,2% em relação a julho de 2010. A expansão da massa salarial constitui fator importante na sustentação do crescimento da demanda doméstica.

8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 9,5% em junho, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, depois de registrar alta de 12,9% em maio e de 12% em abril, na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, a variação mensal do volume de vendas do comércio ampliado foi de 0,5% em junho, após ter atingido altas de 0,9% em maio e de 1,2% em abril. A taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 10,9% em junho (ante 10,5% em maio e 10,2% em abril). No acumulado em doze meses, todos os dez segmentos pesquisados mostraram expansão no volume de vendas, com destaque, em termos de crescimento, para Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (18,7%), Móveis e eletrodomésticos (17,1%), Veículos e motos, partes e peças (14,2%), e Material de construção (14%). 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 do crédito, em uma perspectiva de moderação.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, manteve-se inalterado em 84,0% em agosto. Assim, a utilização da capacidade ficou 1,0 p.p. e 1,4 p.p., respectivamente, abaixo da observada em julho e agosto de 2010. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o valor do Nuci caiu de 84,1% para 83,6% em agosto, menor nível desde novembro de 2009. A utilização de capacidade é maior no setor de materiais de construção (88,6%) e no de bens intermediários (85,8%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 83,8%, enquanto no setor de bens de consumo em 83,4%. Segundo os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 82,4% em maio para 82,2% em junho. Ainda que continuem em patamares elevados, as taxas de utilização da capacidade instalada têm mostrado tendência de queda na margem, refletindo, em parte, o processo de maturação dos investimentos realizados. De fato, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 14,1% no acumulado em doze meses até julho, enquanto a produção de insumos para a construção civil cresceu 5,6%.

10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US$25,3 bilhões em junho para US$27,1 bilhões em julho. Esse resultado adveio de exportações de US$235,6 bilhões e importações de

US$208,6 bilhões, ou variações de 34,1% e 31,9%, respectivamente, no acumulado em doze meses até julho. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses caiu de US$49 bilhões em junho para US$47,9 bilhões em julho, equivalente a 2,1% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$72,2 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 3,17% do PIB, superando a necessidade de financiamento externo.

11. A economia global enfrenta período de elevada incerteza, com deterioração nas perspectivas de curto e de médio prazo dos países avançados e certa moderação da atividade nos países emergentes. Os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela possível exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas, principalmente na Zona do Euro. As incertezas foram amplificadas, desde a última reunião do Copom, em parte devido à revisão da classificação de risco da dívida soberana dos Estados Unidos. Ressalte-se que os níveis de aversão ao risco – por exemplo, os mensurados pelas volatilidades implícitas e *spreads* em mercados de ações, títulos e moedas –, já superam os atingidos em meados de 2010. Em outra perspectiva, taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas à necessidade de ajustes fiscais, bem como limitado espaço para ações de política monetária, têm contribuído para revisões nas projeções de crescimento dos países avançados, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando ciclo econômico mais amplo e volátil. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a junho, apontou sinais fortes de inflexão nas principais economias, com perspectivas de menor crescimento nos próximos meses. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) de julho e agosto, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, são consistentes com esse cenário, pois sugerem estagnação nos Estados Unidos (EUA), China, França e Alemanha, e contração no restante da Zona do Euro. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatícias. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (EUA, Zona do Euro e Japão), com Zona do Euro apresentando aumento dos núcleos em julho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e redução em relação a junho de 2011. Apesar de pressões inflacionárias ainda disseminadas nos países emergentes, houve descontinuidade dos ciclos de aperto monetário.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil e encontra-se acima de US$115. Esse nível de preços é consistente com um quadro de estabilidade na demanda global, aliado à elevada instabilidade política em países produtores e defasagens no processo de retomada da produção. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, destaca-se a elevação dos preços internacionais das agrícolas e redução das metálicas, após sucessivos meses com elevações relevantes, a despeito das fortes correções nos preços de ativos de risco. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, vem apresentando certa estabilidade nos últimos meses, mas continua em patamares elevados. 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 e à volatilidade nos mercados de câmbio.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a) a projeção de reajuste no preço da gasolina para o acumulado de 2011 permaneceu em 4,0%, considerados na reunião do Copom de julho, contemplando, portanto, reversão parcial da elevação de 6,3% ocorrida até julho; e 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 eletricidade, para o acumulado em 2011, mantiveram-se em 0,9% e 4,1%, respectivamente, valores considerados na reunião de julho;

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 5,0%, ante os 4,9% considerados na reunião de julho. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,00% do total do IPCA de julho;

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, manteve-se em 4,4%, valor considerado na reunião do Copom de julho. 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 pontos base (p.b.) e de -39 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente.

14. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da nova meta de superávit primário, cerca de 3,15% do PIB, sem ajustes, em 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012 e 2013, sem ajustes.

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

16. 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 manteve-se em 6,31%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se manteve em 5,20%. 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 6,28%, 6,38% e 6,31% para 6,30%, 6,32% e 6,30%, respectivamente. Para 2012, a mediana das projeções se deslocou de 5,01%, 5,40% e 5,05% para 5,06%, 5,31% e 5,10%, na mesma ordem.

17. 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 12,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 se elevou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho 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, junto a 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, as projeções de inflação no cenário de referência e no de mercado recuaram, posicionando-se ao redor do valor central da meta nos dois casos. No que se refere ao primeiro semestre de 2013, a projeção de inflação recuou no cenário de referência e permaneceu estável no cenário de mercado, nos dois casos posicionando-se ao redor do valor central da meta.

18. Um cenário alternativo, construído e analisado sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, admite que a atual deterioração do cenário internacional cause um impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do impacto observado durante a crise internacional de 2008/2009. Além disso, supõe que a atual deterioração do cenário internacional seja mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém, menos aguda, sem observância de eventos extremos. Nesse cenário alternativo, a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional.

Implementação da política monetária

19. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais

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

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

21. 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.

22. Reavaliando o cenário internacional, o Copom considera que houve substancial deterioração desde sua última reunião, consubstanciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que aumentaram as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nota ainda que, nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

23. Para o Copom, a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira pode se materializar por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio,

moderação do fluxo de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e empresários. O Comitê entende que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontra a economia – uma decorrência das ações de política implementadas desde o final do ano passado – tende a ser potencializado pela fragilidade da economia global. Dessa forma, o balanço de riscos para a inflação se torna mais favorável.

24. O Copom pondera que, embora esteja em curso moderação da expansão da demanda doméstica, ainda são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontra suporte em sinais que, apesar de indicarem 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, a despeito de acomodação na margem, encontrar-se em níveis elevados. O Comitê entende, adicionalmente, que a atividade doméstica continuará a ser favorecida pelo vigor do mercado de trabalho, que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários.

25. O Copom entende que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais 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, mas as evidências sugerem que os preços ao consumidor já incorporaram os efeitos diretos desses choques. Também foram relevantes os efeitos diretos da concentração atípica de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano, que, em casos específicos, mostra sinais de reversão. O Comitê pondera que esses efeitos ainda deverão impactar indiretamente a dinâmica dos preços ao consumidor, entre outros mecanismos, via inércia. O Comitê avalia como relevantes, embora decrescentes, os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, 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. Por outro lado, observa que o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, ou seja, está contribuindo para a abertura do hiato do produto e para conter pressões de preços. No final do ano passado e início deste ano, os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* nos mercados internacionais foram chave para o cenário prospectivo, entretanto, desde abril esses preços mostram certa acomodação.

26. O Copom prevê que neste trimestre se encerra o ciclo de elevação da inflação acumulada em doze meses. A partir do quarto trimestre, o cenário central indica tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, ou seja, a mesma passa a se deslocar 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. A esse respeito, na avaliação do Comitê, a recente revisão do cenário para a política fiscal torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

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

crescente e que já se posiciona muito acima do usual, e identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Dito de outra forma, o Comitê pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis.

30. O Copom, de forma unânime, reconhece que o ambiente macroeconômico se alterou substancialmente desde sua última reunião, de modo a justificar uma reavaliação, e, eventualmente, reversão, do recente processo de elevação da taxa básica. Entretanto, dois membros do Comitê avaliam que o momento atual ainda não oferece todas as condições necessárias a que esse movimento tenha início imediatamente.

31. Nesse contexto, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 12,50% a.a.

32. A demanda doméstica ainda se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Entretanto, iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresentam como importantes fatores de contenção, a substancial deterioração do cenário internacional e ações macroprudenciais implementadas. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito 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.

33. O Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.

34. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 18 de outubro 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 0,16% em julho, ante 0,15% em junho, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. No ano, o IPCA registrou variação de 4,04%, ante 3,10% em igual período de 2010, enquanto, no acumulado em doze meses, o indicador variou 6,87% em julho, ante 6,71% em junho. Os preços livres aumentaram 0,11% em julho, ante 0,26% em junho, recuo decorrente de variações de -0,04% nos preços dos bens comercializáveis e de 0,23% nos relativos aos itens não comercializáveis, que haviam registrado variações de 0,19% e de 0,32% em junho, respectivamente. Os preços monitorados aumentaram 0,29% ante redução de 0,12% em junho, ressaltando-se as elevações nos preços dos itens ônibus interestadual, 5,80%, e plano de saúde, 0,58%. A variação mensal do IPCA refletiu, em especial, as contribuições dos grupos transportes, 0,09 p.p.; despesas pessoais; e saúde e cuidados pessoais, ambas de 0,05 p.p. O índice de difusão situou-se em 53,13% em julho, ante 58,85% em junho.

36. Os preços livres aumentaram 7,38% no período de doze meses encerrado em julho, ante 7,14% em junho, enquanto os monitorados apresentaram variações respectivas de 5,67% e 5,70%. A evolução dos preços livres decorreu de acelerações nos preços dos produtos comercializáveis, de 6,26% para 6,44%, e dos produtos não comercializáveis, de 7,89% para 8,18%. Os preços do segmento de serviços, que apresentam maior grau de persistência, aumentaram 8,82% em julho, ante 8,75% em junho e 6,91% em julho de 2010.

37. O IGP-DI variou -0,05% em julho, ante -0,13% em junho, de acordo com a FGV, registrando-se variações negativas no IPC e no IPA e aceleração no INCC. O indicador cresceu 2,89% no ano e, considerados períodos de doze meses, registrou variações de 8,34% em julho e de 8,63% em junho.

38. O IPA variou -0,13% em julho, ante -0,19% em junho, acumulando variações de 2,09% no ano e de 9,09% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários recuaram 0,31% em julho, ante

retração de 1,11% em junho, acumulando aumento de 0,20% no ano e de 19,14% em doze meses. Os preços dos produtos industriais decresceram 0,07% no mês, ante elevação de 0,13% em junho, acumulando aumentos de 2,77% no ano e de 5,95% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários evidenciou, em especial, os decréscimos nos preços dos itens café, 3,40%; algodão, 5,19%; e batata inglesa, 25,41%, que exerceram contribuições negativas de 0,06 p.p., 0,06 p.p. e 0,05 p.p., respectivamente. As principais contribuições negativas para a variação dos preços dos produtos industriais decorreram dos itens produtos químicos, -0,11 p.p.; e minerais metálicos, -0,08 p.p.

39. O IPC registrou decréscimo de 0,04% em julho, ante retração de 0,18% em junho, acumulando aumento de 3,75% no ano e 6,58% em doze meses. No mês, ressaltem-se as contribuições negativas associadas aos grupos alimentação, 0,20 p.p., e educação, leitura e recreação, 0,02 p.p. O INCC registrou crescimento de 0,45% no mês, ante 0,37% em junho, resultado de aceleração de 0,36% para 0,59%, nos preços da mão de obra, e de desaceleração de 0,38% para 0,30%, nos preços de materiais, equipamentos e serviços. O INCC acumulou variações de 6,07% no ano e de 7,76% em doze meses.

40. As cinco medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central registraram desaceleração mensal em julho. Considerados períodos de doze meses, os indicadores mencionados apresentaram aceleração em relação a junho. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 0,33% no mês, ante 0,56% em junho, acumulando alta de 6,61% no período de doze meses encerrado em julho, ante 6,51% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,41% em julho, ante 0,54% em junho, acumulando, em doze meses, 6,18% e 6,01%, respectivamente. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,38% em julho, ante 0,42% em junho, registrando variação acumulada em doze meses de 7,01%, ante 6,82% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas sem suavização cresceu 0,28% em julho, ante 0,44% em junho, acumulando 5,71% em doze meses, ante 5,59% no período de doze meses terminado em junho. O núcleo por exclusão, que exclui alimentação no domicílio e monitorados, aumentou 0,40% em julho, ante 0,50% em junho, elevando-se 7,12% em doze meses, ante 6,91% em junho.

41. Índices parciais relativos à inflação em agosto registram patamar ainda elevado no âmbito dos preços ao consumidor. O IPCA-15 variou 0,27% em agosto, ante 0,10% em julho, acumulando alta de 4,48% no ano e de 7,10% em doze meses, ante 6,75% até julho. A aceleração desse indicador refletiu, especialmente, aumentos nos grupos despesas pessoais, alimentação e vestuário.

42. O IPP/IT recuou 0,66% em junho, ante retração de 0,46% em maio, acumulando aumento de 0,55% no ano e de 4,89% no período de doze meses encerrado em junho, ante 5,69% no mês anterior. A variação mensal do IPP/IT refletiu, em especial, as contribuições de -0,27 p.p., -0,16 p.p. e -0,13 p.p., respectivamente, associadas às retrações de preços nos segmentos produtos alimentícios, metalurgia e equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos. A variação do índice no ano refletiu, em grande parte, as contribuições respectivas de -0,85 p.p e -0,34 p.p. exercidas pelos recuos de preços nos segmentos alimentos e produtos de informática, eletrônico e óptico.

43. O Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) recuou 3,34% em julho, configurando a quarta retração mensal consecutiva, resultado de variações respectivas de -5,92%, 0,69% e -1,28% nos segmentos agropecuária, metal e energia. Nos sete primeiros meses do ano, o indicador decresceu 1,96%, enquanto, em doze meses, registrou alta de 26,04%.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou recuo mensal de 0,3% em junho, acumulando crescimento de 0,7% no trimestre encerrado em junho, em relação ao terminado em março, quando aumentara 1,1%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. O IBC-Br aumentou 2,9% em relação a junho de 2010, acumulando elevações de 3,8% no ano e de 4,9% em doze meses.

45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 0,5% em junho, em relação a maio, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, ante elevações de 0,9% em maio e de 1,2% em abril. Ocorreram aumentos nas vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados, com ênfase na expansão de 9,1% nas relativas a equipamentos e material para escritório, informática e comunicação e na retração de 0,7% no segmento veículos, motos, partes e peças. O comércio ampliado cresceu 3,1% no trimestre encerrado em junho, relativamente ao terminado em março. As vendas do comércio varejista registraram crescimento mensal de 0,2% em junho, ante variações de 0,7% em maio e de -0,2% em abril, acumulando elevação trimestral de 1,1% em relação ao trimestre finalizado em março.

46. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 9,5% em junho, influenciado, principalmente, pelas expansões nos segmentos equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 34,3%; móveis e eletrodomésticos, 16,3%; material de construção, 13,3%; e veículos e motos, partes e peças, 13,2%. O comércio ampliado registrou crescimento de 10,9% no período de doze meses encerrado em junho, com ênfase nos aumentos das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 18,7%; móveis e eletrodomésticos, 17,1%; veículos, e motos, partes e peças, 14,2%; e material de construção, 14%.

47. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de 0,2% em julho, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando recuo de 2,5% no trimestre encerrado em julho, em relação ao terminado em abril. As vendas de autoveículos cresceram 8,6% no ano, resultado de elevações nos segmentos ônibus, 21,8%; comerciais leves, 17,3%; caminhões, 15%; e automóveis, 5,8%.

48. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou retração mensal de 1,2% em julho. A análise dos dados observados indicou decréscimo de 1,1% na comparação com julho de 2010, enquanto no ano, até julho, e em doze meses, foram registrados crescimentos de 26% e 39,2%, respectivamente.

49. A produção de bens de capital registrou crescimento de 1,7% em julho, mantendo estabilidade no trimestre relativamente ao finalizado em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Ocorreram elevações nos segmentos de equipamentos para fins industriais seriados, 7,9%; de equipamentos de transporte, 3,7%; e de equipamentos para construção, 3,2%; contrastando com os recuos respectivos de 9,2%, 7,9% e 6,0% nas produções de peças agrícolas, bens de capital de uso misto e equipamentos para fins industriais não seriados.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou crescimento mensal de 0,2% em julho, acumulando aumento de 2,2% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento expandiu 3,9% em relação a julho de 2010, acumulando aumento de 3,9% no ano e de 5,6% em doze meses.

51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R$164,7 bilhões no período de doze meses encerrado em junho. O aumento de 7,1% em relação a igual período de 2010 refletiu, em especial, a expansão de 21,4% dos recursos direcionados à indústria de transformação, neutralizada, em parte, pela retração de 10% naqueles destinados ao setor de infraestrutura. Os desembolsos do BNDES decresceram 6,2% no primeiro semestre do ano, em relação a igual período de 2010, ressaltando-se que, no período, 38% desses recursos foram destinados ao setor de infraestrutura, seguindo-se as parcelas direcionadas à indústria, 34%; ao comércio e serviços, 19%; e à agropecuária, 9%.

52. A produção física da indústria geral registrou aumento mensal de 0,5% em julho, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, resultado de crescimento de 0,7% na indústria de transformação

e de recuo de 0,6% na indústria extrativa. Por categorias de uso, a produção de bens de consumo semi e não duráveis aumentou 3,8% no mês, seguindo-se as variações na produção de bens de consumo duráveis, 2,9%; de bens de capital, 1,7%; e de bens intermediários, -0,7%. Ocorreram aumentos mensais em 14 das 26 atividades consideradas na pesquisa. A produção da indústria recuou 0,8% no trimestre encerrado em julho, em relação ao terminado em abril, quando havia crescido 2%, na mesma base de comparação. A evolução trimestral refletiu, em parte, o impacto dos recuos nas atividades têxtil, 17,4%; vestuário, e calçados; e couro, ambos de 6,5%; e máquinas para escritório e equipamentos de informática, 6,1%; neutralizado, parcialmente, pelos aumentos nos segmentos fumo, 19,6%; edição, impressão e reprodução, 13,1%; e outros equipamentos de transporte, 10,1%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou retrações de 0,3% no mês, de 1,1% no trimestre, de 1,4% no ano e de 2,9% em doze meses.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,6% em agosto, recuando 0,5 p.p. em relação a julho, segundo dados dessazonalizados da FGV, registrando-se contrações nos segmentos material de construção, 1,0 p.p.; bens de consumo não duráveis, 0,7 p.p.; bens intermediários, 0,4 p.p.; e bens de capital, 0,1 p.p.; e estabilidade no indicador relativo à indústria de bens de consumo duráveis. Considerada a série observada, o Nuci recuou 1,4 p.p. em relação a agosto de 2010, resultado de decréscimos nos indicadores das indústrias de material de construção, 2,6 p.p.; de bens de consumo, 2,0 p.p.; de bens intermediários, 0,8 p.p.; e de bens de capital, 0,6 p.p.

54. A produção de autoveículos atingiu 307,2 mil unidades em julho, elevando-se 3,5% em relação a junho, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor cresceu 5,7% em relação a julho de 2010 e 4,0% no ano.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou elevações de 1,3% em relação a julho de 2010 e de 8,6% no ano, enquanto, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, ocorreram recuos de 0,6% no mês e de 2,1% no trimestre. As exportações de autoveículos montados somaram 46,5 mil unidades em julho, aumentando 20,1% em relação a igual mês do ano anterior. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, essas exportações cresceram 38,7% no mês e assinalaram retração de 12,3% em relação ao trimestre encerrado em abril.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a julho, a safra de grãos do país deverá totalizar 158,8 milhões de toneladas em 2011, elevando-se 6,2% em relação ao ano anterior. Estão projetadas elevações respectivas de 18,9%, de 15,4% e de 9,2% para as safras de arroz, de feijão e de soja, e recuos para as colheitas de trigo, 14,8%, e milho, 1,1%.

Expectativas e sondagens

57. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, recuou 4,6% em agosto, para 118,7 pontos, retornando ao patamar de junho. Ocorreram contrações de 2,9% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 4,5% no Índice de Expectativas (IE). O ICC decresceu 2,6% em relação a agosto de 2010, resultado de variações de -5,5% no IE e de 2% no ISA.

58. O ICS, após recuar 1,4% em junho, registrou elevação mensal de 0,8% em julho, resultado de aumento de 1,4% no IE e de estabilidade no ISA, de acordo com dados dessazonalizados da FGV. O ICS apresentou elevação de 2,4% em relação a julho de 2010, resultado de expansão de 2% no ISA e de 2,7% no IE.

59. A Sondagem Industrial de julho, realizada pela CNI, indicou aumento dos sinais de desaceleração na indústria. A produção industrial permaneceu relativamente estável em julho, na comparação com o mês anterior, mas a indústria tem operado abaixo da utilização da capacidade usual desde dezembro de 2010. Adicionalmente, o nível de estoques continua acima do planejado, e as expectativas dos empresários industriais, apesar de ainda continuarem positivas, estão menos otimistas nos quesitos referentes à demanda, compras de matérias-primas, exportações e contratação de empregados.

Mercado de trabalho

60. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 140,6 mil empregos formais em julho, representando elevação de 0,3% em relação a junho, dos quais 46 mil no setor de serviços, 28,5 mil no comércio, 25,6 mil na construção civil, 23,6 mil na indústria de transformação, e 13,6 mil na agropecuária. No ano, foram geradas 1,4 milhão de vagas, ante 1,7 milhão em igual período de 2010.

61. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 6,0% em julho – menor taxa para o mês, recuando 0,2 p.p. em relação a junho e 0,9 p.p. comparativamente a igual período do ano anterior. O resultado mensal decorreu de aumentos de 0,4% na ocupação e de 0,2% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o desemprego atingiu 5,9% em julho, ante 6,1% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou aumentos de 2,2% em relação ao mês anterior, de 4% comparativamente a julho de 2010 e de 3,8% no ano. A massa salarial apresentou variações de 2,6% no mês e de 6,2% na comparação com mesmo mês do ano anterior e no acumulado do ano.

Crédito e inadimplência

62. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R$1.854,2 bilhão em julho, correspondendo a 47,3% do PIB, com elevações de 1,1% no mês, de 8,7% no ano e de 19,8% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou aumentos de 0,7%, de 8,2% e de 17,8%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, refletindo expansões respectivas de 0,9%, de 8,3% e de 18,7% no saldo das operações com pessoas físicas e de 0,5%, de 8,1% e de 16,9% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 1,9% no mês, 9,7% no ano e 23,6% em doze meses, com ênfase nos aumentos de 3,4%, de 23,6% e de 47,1% nos financiamentos habitacionais, nas mesmas bases de comparação.

63. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,2 p.p. em julho, para 39,7%. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 31,4%, com variação de 0,6 p.p. em relação a junho, enquanto a relativa ao segmento de pessoas físicas recuou 0,4 p.p., para 45,7%.

64. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu para 486 dias em julho, representando aumento de quatro dias em relação ao mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou elevação de seis dias e o referente ao de pessoas físicas, três dias, atingindo 400 dias e 578 dias, respectivamente.

65. A taxa de inadimplência nas operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,1 p.p., atingindo 5,2% em julho. As taxas relativas às operações com pessoas jurídicas permaneceram estáveis em 3,8%, e as referentes às operações com pessoas físicas aumentaram 0,2 p.p., alcançando 6,6%.

Ambiente externo

66. Desde a última reunião do Copom, as perspectivas para a economia global se deterioraram, condicionadas pelos renovados temores associados à questão fiscal na Zona do Euro; pelo impasse sobre a elevação do teto do endividamento nos EUA e posterior rebaixamento de *rating* por parte de uma agência classificadora de risco; e pelo acirramento das perspectivas quanto à desaceleração econômica nessas duas economias e seus efeitos sobre a economia global. Nesse cenário, os mercados financeiros operaram sob forte volatilidade, com expressiva majoração da percepção de risco.

67. A atividade econômica nas principais economias desenvolvidas apresenta sinais evidentes de desaceleração. Nos EUA, a despeito da variação trimestral anualizada do PIB do segundo trimestre haver aumentado para 1%, ante 0,4% no primeiro trimestre (dado do PIB revisado de 1,9%), o consumo das famílias registrou elevações respectivas de 0,4% e 2,1%, nos mesmos períodos. Indicadores mais recentes e de maior frequência reforçam as perspectivas de deterioração do nível da atividade no país. A taxa de desemprego permanece em patamar elevado,

9,1% em julho, enquanto o índice de confiança do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, atingiu 55,7 pontos em agosto, segundo menor patamar em 31 anos, aproximando-se dos 55,3 pontos registrados em novembro de 2008. Na indústria, o índice de gerentes de compras (PMI) da manufatura recuou para 50,9 pontos em julho, ante 55,3 pontos no mês anterior, sinalizando forte desaceleração da atividade manufatureira. Na Zona do Euro, a variação trimestral anualizada do PIB atingiu 0,7% no segundo trimestre, ante 3,4% no trimestre anterior, ressaltando-se a retração, de 5,5% para 0,5% observada na variação do indicador da Alemanha. Estimativas preliminares referentes a agosto para o índice de confiança do consumidor, calculado pela Comissão Europeia, e para o PMI da indústria manufatureira sugerem que a atividade econômica permanece enfraquecendo na Zona do Euro. No Japão, embora o PIB do segundo trimestre tenha registrado a terceira variação trimestral negativa consecutiva, indicadores mais recentes sinalizam que a atividade econômica está em recuperação, impulsionada, no lado da oferta, pelo relaxamento de restrições ocasionadas pelo terremoto seguido de tsunami em março. Os investimentos devem aumentar gradualmente, fundamentalmente em função da reconstrução de áreas atingidas, e o consumo privado, embora não tenha retornado a patamares pré-terremoto, também mostra sinais de recuperação. Na China, a demanda interna segue forte, e a produção industrial, em leve desaceleração, mantém expansão mensal em torno de 1%. Os indicadores do país sugerem que eventual desaceleração não tende a ser intensa.

68. Em ambiente repleto de incertezas, os mercados financeiros operaram sob forte volatilidade, com fuga para ativos considerados mais seguros. Isso se refletiu em importantes perdas nos mercados acionários, notadamente no setor financeiro; em aumento da demanda por papéis do tesouro norte-americano, fazendo com que as *treasuries* de 10 anos alcançassem os rendimentos mais baixos dos últimos sessenta anos; em forte valorização do ouro; e em intensificação da apreciação do iene e do franco suíço ante o dólar. Os preços internacionais das *commodities* apresentaram elevada volatilidade, com desvalorizações nos segmentos de *commodities* metálicas e energéticas, cujos preços são mais sensíveis aos ciclos econômicos, enquanto os preços das *commodities* agropecuárias registraram elevações, influenciados pela deterioração das condições de oferta, em ambiente de adversidades climáticas em regiões produtoras e de resultados parciais da colheita de alguns produtos, sinalizando produtividade abaixo da esperada.

69. As perspectivas menos favoráveis para a atividade econômica global ainda não se refletiram nos índices de preços ao consumidor (IPC), que seguiram pressionados nos EUA, no Reino Unido e na Zona do Euro, com variações anuais, em julho, de 3,6%, 4,5% e 2,5%, respectivamente. No mesmo mês, as variações anuais dos IPCs atingiram 6,5% na China, 6,3% na Turquia e 4,8% na Coreia. Nas reuniões realizadas em agosto, os bancos centrais do G3 e do Reino Unido mantiveram as respectivas taxas de juros inalteradas; o Banco do Japão aumentou seu programa de compra de ativos em ¥10 trilhões, para ¥50 trilhões; e o *Federal Reserve* (Fed), dos EUA, anunciou a provável manutenção da taxa dos *Fed funds* em níveis excepcionalmente baixos até, pelo menos, meados de 2013 (atualmente entre 0% e 0,25% a.a.). Desde a última reunião do Copom, os bancos centrais da Suíça e da Turquia anunciaram reduções nas respectivas taxas básicas de juros.

Comércio exterior e reservas internacionais

70. A balança comercial brasileira registrou superávit de US$3,1 bilhões em julho, como resultado de exportações de US$22,3 bilhões e importações de US$19,1 bilhões. O saldo acumulado no ano atingiu US$16,1 bilhões, 74,5% superior ao registrado em igual período de 2010, pelo critério de média diária, refletindo aumentos de 31,5% nas exportações e de 27,5% nas importações. A corrente de comércio cresceu 29,6% no acumulado do ano, somando US$265 bilhões, ante US$204,5 bilhões em igual período de 2010.

71. As reservas internacionais somaram US$346,1 bilhões em julho, elevando-se US$10,4 bilhões em relação a junho e US$57,6 bilhões comparativamente a dezembro de 2010. O Banco Central comprou liquidamente US$6,6 bilhões no mercado doméstico de câmbio a vista no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

72. Desde a reunião do Copom de julho, a curva de juros doméstica apresentou significativa redução em toda a sua extensão, especialmente nos trechos intermediário e longo, o que levou à total reversão de sua inclinação, para negativa. Esse movimento foi induzido, principalmente, pela expectativa de desaceleração da economia mundial, decorrente da piora de indicadores de atividade e de emprego nos Estados Unidos, do rebaixamento da nota de crédito norte-americana, da sinalização dada pelo *Fed* de manutenção de baixas taxas de juros até meados de 2013 e de incertezas relacionadas ao elevado endividamento de países da Zona do Euro. No âmbito doméstico, a divulgação de indicadores de atividade abaixo do esperado e o anúncio de esforço fiscal adicional para 2011 também contribuíram para a queda das taxas de juros. Entre 18 de julho e 29 de agosto, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,10 p.p., 0,33 p.p. e 0,82 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos cederam 1,32 p.p., 1,55 p.p. e 1,49 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, recuou de 6,84%, em 18 de julho, para 5,51%, em 29 de agosto, acompanhando a queda das taxas nominais.

73. Em 27 de julho, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso destinado à rolagem dos contratos de vencimento em 1º de agosto. Essa operação totalizou o equivalente a US$500 milhões em valor nocional.

74. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 19 de julho a 29 de agosto, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R$54,5 bilhões. Com isso, o saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo subiu para R$179,3 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre 13 e 30 dias úteis, reduzindo o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R$157,5 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 31 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Essas operações tiveram saldo diário médio tomador de R$83,6 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central subiu de R$392,6 bilhões, entre 7 de junho e 18 de julho, para R$420,4 bilhões, entre 19 de julho e 29 de agosto. Considerando-se o período mais recente, houve redução do saldo dos compromissos de recompra em R$47,2 bilhões, com diminuição do estoque total de R$443,4 bilhões, em 18 de julho, para R$396,2 bilhões, em 29 de agosto. Os principais fatores condicionantes para a retração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

75. Entre 19 de julho e 29 de agosto, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, decorrentes dos leilões tradicionais, somaram R$34,0 bilhões. A venda de títulos com remuneração pré-fixada alcançou R$18,7 bilhões, sendo R$17,8 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2012, 2014 e 2015, e R$0,9 bilhão 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$5,4 bilhões, com emissão de títulos com vencimento em 2018. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) foram vendidos títulos com vencimento em 2016, 2020, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R$9,9 bilhões.

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
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
AMs	*Asset managers*
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	*Credit Default Swap*
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRB	*Commodity Research Bureau*
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CNPJ	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CRB	*Commodity Research Bureau*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	*Deutscher Aktienindex*
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
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
FTSE 100	*Financial Times Securities Exchange Index*
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação

Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
HSBC	*Hong Kong Shanghai Banking Corporation*
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
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
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção Civil
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
IPC-DI	Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
LTN	Letras do Tesouro Nacional
M1	Papel moeda em poder do público + depósitos a vista
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional – Série F
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Pesquisa Anual de Comércio
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário

PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMI-Serviços	Índice Gerente de Compras – Serviços
RDE	Registro Declaratório Eletrônico
REQM	Raiz do erro quadrático médio
S&P 500	Standard and Poor's 500
SCR	Sistema Central de Risco de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	*Bombay Stock Exchange Sensitive Index*
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*
XU100	*Istanbul Stock Exchange National 100 Index*