

Relatório de Inflação

Dezembro 2011

Volume 13 | Número 4



Relatório de Inflação

Dezembro 2011

Volume 13 | Número 4



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

BANCO CENTRAL DO BRASIL



Relatório de Inflação

Brasília

v. 13

nº 4

dez.

2011

p. 1-153

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 4.

Controle Geral de Publicações

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

Tiragem: 780 exemplares

Convenções Estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação	5
---------------------	----------

Sumário executivo	7
--------------------------	----------

Nível de atividade	11
---------------------------	-----------

1.1 Comércio	11
1.2 Produção	14
Produção industrial	14
Serviços	15
Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil	16
1.3 Mercado de trabalho	16
1.4 Produto Interno Bruto	21
1.5 Investimentos	22
1.6 Conclusão	22

Preços	27
---------------	-----------

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

Políticas creditícia, monetária e fiscal	37
---	-----------

3.1 Crédito	37
Operações de crédito com recursos direcionados	38
Operações de crédito com recursos livres	39
Taxas de juros e inadimplência	39
3.2 Agregados monetários	40
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	41
Mercado de capitais	41
3.3 Política fiscal	42
Necessidades de financiamento do setor público	42

Operações do Banco Central no mercado aberto	44
Dívida mobiliária federal	45
Dívida Líquida do Setor Público	46
3.4 Conclusão	46

Economia internacional **51**

4.1 Atividade econômica	51
4.2 Política monetária e inflação	53
4.3 Mercados financeiros internacionais	55
4.4 <i>Commodities</i>	57
4.5 Conclusão	59

Setor externo **63**

5.1 Movimento de câmbio	64
5.2 Comércio de bens	64
5.3 Serviços e renda	66
5.4 Conta financeira	67
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	69
5.6 Conclusão	70

Perspectivas para a inflação **75**

6.1 Determinantes da inflação	76
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	85
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	93

Boxes

Acompanhamento de Reajustes Salariais pelas Convenções Coletivas de Trabalho	17
Projeção para o PIB de 2011 e 2012	23
Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA	32
Perfil e Projeções do Endividamento Público	48
Revisão Metodológica do Índice de <i>Commodities</i> Brasil (IC-Br)	60
Projeções do Balanço de Pagamentos	71
Efeitos da Desaceleração Econômica Internacional na Economia Brasileira	99
Efeitos na Inflação e no Produto de Variação de Gastos e de Impostos	104
Taxa de Câmbio e Taxa de Juros no Brasil, Chile e México	111

Anexo **117**

Apêndice **147**

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 deterioração desde o último Relatório de Inflação. As previsões de crescimento para os principais blocos econômicos continuaram a sofrer reduções generalizadas e de magnitudes relevantes para 2011 e para 2012. Observou-se, no início do quarto trimestre de 2011, desaceleração mais acentuada na indústria chinesa, redução nas encomendas de bens nos Estados Unidos da América (EUA) e consolidação do quadro de fragilidade financeira na Europa. A indefinição em relação às medidas a serem adotadas pelas economias europeias tem aumentado a percepção de risco, com impactos sobre as condições gerais de crédito. Tais desenvolvimentos, entre outros, repercutiram negativamente sobre as expectativas de empresários e consumidores brasileiros. 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 e para a economia doméstica.

No Brasil, a atividade econômica registrou moderação no terceiro trimestre de 2011, que, entretanto, ainda continuará sendo favorecida pela demanda interna, para a qual contribuirão, entre outros, o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. A moderação da atividade ocorre, de um lado, em ambiente de deterioração do cenário internacional, cujos canais de impacto são, entre outros, as expectativas de empresários e consumidores, os fluxos de comércio exterior e os investimentos e, do lado doméstico, de ajuste de estoques em segmentos importantes da indústria.

A evolução das operações de crédito e dos agregados monetários mostrou-se consistente com as ações de política monetária implementadas no final de 2010 e no início deste ano. No âmbito do crédito às famílias, persiste a expansão mais intensa no segmento de financiamentos habitacionais, em parte, devido a avanços

institucionais. Para as pessoas jurídicas, a moderação da atividade contribuiu para conter a demanda no segmento de crédito com recursos livres.

A instabilidade no cenário internacional repercutiu no mercado de capitais doméstico, com recuo nas emissões, sobretudo de ações e de debêntures.

O desempenho favorável da arrecadação e a contenção das despesas continuam a favorecer a dinâmica dos indicadores fiscais, como indica, por exemplo, a trajetória decrescente da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e o Produto Interno Bruto (PIB).

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado em doze meses da balança comercial aumentou pelo décimo segundo mês consecutivo em novembro de 2011, amparado pela evolução favorável dos termos de troca. A demanda externa, fragilizada pela complexa conjuntura global, tem contribuído de forma modesta para o crescimento do *quantum* exportado.

Neste segundo semestre, a despeito da deterioração do cenário internacional, observa-se continuidade de fluxos significativos de investimentos diretos. Nota-se, entretanto, leve moderação dos fluxos de capitais internacionais ao país. Sobre reservas internacionais, as mesmas aumentaram US\$63,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2011.

A inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses, subiu nos três primeiros trimestres de 2011, mas recua desde outubro deste ano e segue em direção à trajetória de metas ao final de 2012. Em linha com a inflação plena, a variação média, no acumulado em doze meses e em bases mensais, das cinco medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostrou ligeira redução na margem.

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 dezembro de 2011 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,80/US\$ e meta para a taxa Selic em 11,00% a.a., projeta inflação de 6,5% em 2011, de 4,7% em 2012 e de 4,7% para 2013.

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 6,5% para a inflação em 2011, assim como no cenário de referência, de 4,8% para 2012 e de 5,3% para 2013.

No conjunto das projeções, admite-se a hipótese de 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.

Em suma, de modo geral, as projeções de inflação para 2012 se reduziram e o balanço de riscos para a inflação acumulou sinais favoráveis desde a divulgação do último Relatório.

Do lado interno, a demanda doméstica ainda se apresenta robusta. Além do crescimento da renda e da expansão do crédito, também contribuirão para fortalecer a demanda doméstica ações de política monetária recentemente implementadas, visto que os efeitos da política monetária operam com defasagens e são cumulativos. Dito de outra forma, as ações de política monetária levam certo tempo para impactar inflação e atividade, e os impactos de uma sequência de ações vão se sobrepondo no tempo. É plausível afirmar que algum impacto imediato possa se materializar, por exemplo, por intermédio do canal das expectativas dos agentes. De modo geral, entretanto, os diversos canais pelos quais opera a política monetária impactam atividade e inflação com defasagens diferenciadas, com o efeito máximo se manifestando alguns trimestres após a implementação da ação. Essas defasagens são levadas em consideração na condução da política monetária, em parte, para se evitar flutuações indevidas na atividade econômica.

No âmbito externo, o Copom, ao mesmo tempo em que reconhece um elevado grau de incerteza no cenário internacional, considera, em seu cenário central, um ambiente de baixo crescimento das economias maduras, por um período prolongado, mas sem a ocorrência de eventos extremos. Em termos de balanço de riscos, o Copom avalia que o cenário internacional continua a manifestar viés desinflacionário no horizonte relevante, ou seja, torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

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 3,0%, valor 0,5 p.p. inferior ao projetado no Relatório de Inflação de setembro de 2011. Essa revisão reflete, em parte, os efeitos observados das ações de política implementadas entre o final de 2010 e meados de 2011. Para 2012, o Comitê projeta taxa de crescimento de 3,5%, a qual contempla aceleração da atividade entre o primeiro e o segundo semestre do próximo ano.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2011			
	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}				
Comércio varejista	1,2	-0,5	0,5	0,0
Combustíveis e lubrificantes	1,1	0,0	-1,1	0,6
Hiper, supermercados	1,6	-0,1	0,1	-0,2
Tecidos, vestuário e calçados	-3,6	-2,7	1,5	-1,0
Móveis e eletrodomésticos	1,5	-0,3	1,4	1,1
Artigos farmacêuticos, médicos	0,8	0,0	2,7	-1,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	1,3	1,6	-1,4	2,7
Equipamentos e materiais para escritório	-12,8	7,7	-4,6	3,6
Outros artigos de uso pessoal	0,6	-0,2	0,0	-0,2
Comércio ampliado	-0,2	-1,8	0,7	-0,4
Materiais de construção	0,1	-1,3	0,5	-0,1
Automóveis e motocicletas	-0,2	-5,1	1,3	-2,8
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	1,5	1,3	1,5	0,7
Combustíveis e lubrificantes	-1,2	0,2	0,7	0,3
Hiper, supermercados	1,0	1,1	1,6	1,0
Tecidos, vestuário e calçados	1,0	-0,1	-2,3	-3,5
Móveis e eletrodomésticos	3,2	2,3	2,2	2,0
Artigos farmacêuticos, médicos	3,5	2,5	2,5	1,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,6	2,3	2,4	2,2
Equipamentos e materiais para escritório	17,5	12,4	2,4	-0,3
Outros artigos de uso pessoal	-1,6	-0,7	0,1	0,7
Comércio ampliado	1,4	0,1	-0,9	-1,5
Materiais de construção	0,9	0,1	-0,3	-0,8
Automóveis e motocicletas	0,8	-2,2	-3,8	-5,6
No ano				
Comércio varejista	7,3	7,2	6,9	6,6
Combustíveis e lubrificantes	2,5	2,4	2,0	1,7
Hiper, supermercados	4,0	4,0	3,9	3,8
Tecidos, vestuário e calçados	6,7	5,9	5,3	4,5
Móveis e eletrodomésticos	18,2	18,1	17,8	17,3
Artigos farmacêuticos, médicos	10,6	10,4	10,5	10,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	8,4	8,0	7,5	7,2
Equipamentos e materiais para escritório	14,9	16,3	15,2	16,4
Outros artigos de uso pessoal	6,0	5,4	4,7	4,2
Comércio ampliado	8,9	8,4	8,0	7,3
Materiais de construção	11,5	10,8	10,3	9,9
Automóveis e motocicletas	11,3	10,2	9,4	8,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O nível de atividade econômica mostrou estabilidade no terceiro trimestre deste ano, relativamente ao trimestre anterior, ratificando o movimento de moderação do crescimento econômico desde o final de 2010. Essa dinâmica reflete tanto a moderação da demanda doméstica, decorrente das ações de política implementadas desde o final do ano passado, quanto os efeitos da deterioração do ambiente econômico internacional, sobretudo pelos eventos recentes observados na Área do Euro.

Embora esteja em curso moderação da expansão da demanda doméstica, ainda são favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Vale ressaltar que a persistência de condições propícias nos mercados de trabalho e de crédito, a manutenção das transferências no âmbito dos programas sociais do governo e a melhora nos indicadores de confiança do consumidor suportam essa avaliação.

1.1 Comércio

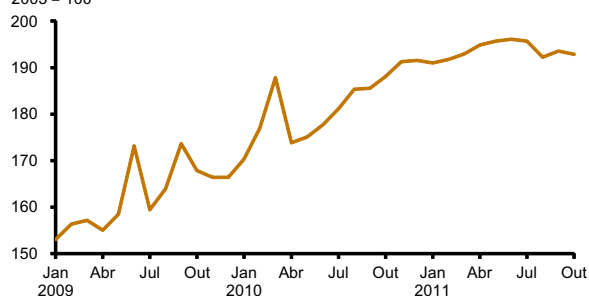
As vendas do comércio ampliado recuaram 1,5% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando haviam crescido 1,4%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Destacaram-se, no período, os recuos nas vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, 5,6%; e de tecidos, vestuário e calçados, 3,5%, e as elevações nas relativas a livros, jornais, revistas e papelaria, 2,2%; móveis e eletrodomésticos, 2% e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 1,8%.

As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 0,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando, neste

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100

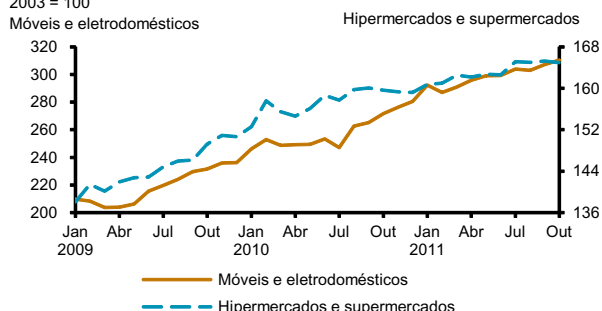


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100

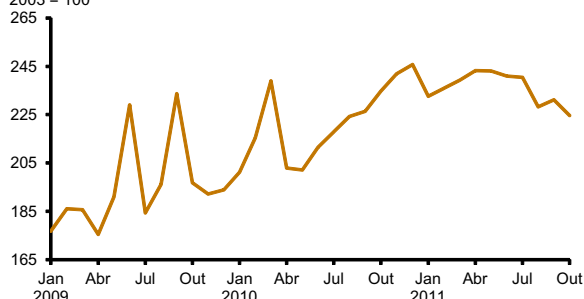


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2003 = 100



Fonte: IBGE

tipo de análise, haviam expandido 1,5%, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, no trimestre, aumentos nas vendas em todas as regiões geográficas do país, com destaque para os assinalados no Norte, 1,9%, e no Sul, 1,6%.

Assim como as vendas do comércio ampliado, outros indicadores sugerem moderação do setor varejista. As vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC, cresceram 0,5% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, considerados dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O índice Serasa de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, aumentou 0,9% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao trimestre finalizado em agosto, quando havia crescido 2,1%.

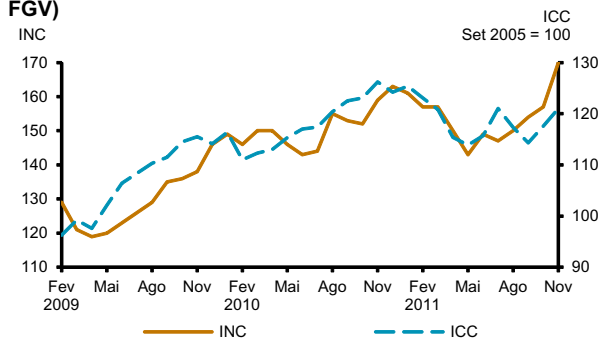
As vendas dos segmentos mais relacionados às condições de crédito seguiram em trajetória de retração no início do último trimestre do ano, mas em menor intensidade do que em meses anteriores. Nesse contexto, as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), decresceram 0,6% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao terminado em agosto, quando haviam recuado 2%.

Os indicadores de inadimplência seguem em patamar mais elevado do que em iguais períodos do ano anterior. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,4% em outubro, ante 5,6% em igual mês de 2010, ressaltando-se os aumentos respectivos de 1,6 p.p. e 1,3 p.p. nas regiões Nordeste e Centro-Oeste. No mesmo sentido, a inadimplência atingiu 4,3% no estado de São Paulo em novembro, ante 4,2% em igual mês de 2010, de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), e o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor¹ registrou, em outubro, o sexto aumento mensal consecutivo, de 16,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Os principais indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores aumentaram na margem e seguem em patamares elevados, embora inferiores aos observados em períodos correspondentes de 2010. Nesse contexto, considerados dados dessazonalizados, o Índice

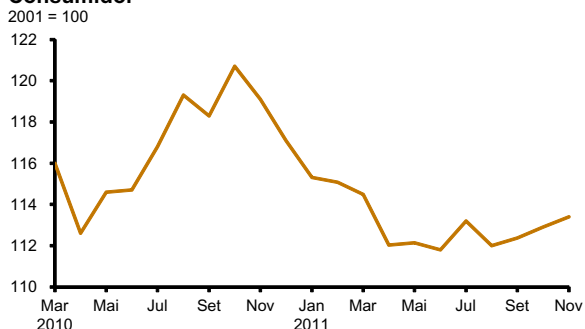
1/ O indicador incorpora anotações negativas junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras, bancos, títulos protestados e segunda devolução de cheques por insuficiência de fundos.

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



Fontes: ACSP e FGV

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), registrou elevação mensal de 3,3% em novembro, reflexo de aumentos respectivos de 5,2% e 2% no Índice da Situação Atual (ISA) e no Índice de Expectativas (IE). Comparativamente a novembro de 2010, entretanto, os indicadores mencionados registraram recuos respectivos de 4,1%, 4,9% e 3,6%.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado mensalmente a partir de março de 2010, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou aumento mensal de 0,4% em novembro, terceiro resultado positivo em sequência, nesse tipo de comparação. Os componentes relativos a expectativas em relação à renda pessoal e à inflação e a intenção de compras de bens de maior valor exerceram as contribuições mais acentuadas para a evolução do indicador, no período.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, registrou crescimento mensal de 1,9% em outubro, terceiro aumento consecutivo nesta base de comparação. O indicador atingiu 157 pontos, elevando-se 3,3% em relação a igual mês de 2010 e situando-se 6 pontos abaixo do recorde de dezembro de 2010. Segmentado por classes de renda, o INC relativo à classe C permaneceu em patamar mais elevado e aumentou 5,2% em relação a setembro, enquanto os indicadores associados às classes A/B e D/E experimentaram variações mensais de 0,6% e -2,2%. Regionalmente, ocorreram aumentos mensais no INC do Nordeste, 6,2%; Sudeste, 3,7%; e Sul, 0,5%, e recuo de 14,4% no relativo ao Norte/Centro-Oeste.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito ao município de São Paulo, atingiu 155,4 pontos em novembro, ante 151,9 pontos em outubro, ressaltando-se o crescimento mensal de 3,7% no Índice de Expectativa do Consumidor (IEC). O Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) aumentou 0,1% no mês.

O IEC calculado pela Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ) para a região Metropolitana do Rio de Janeiro, atingiu 124,1 pontos em novembro. A elevação mensal de 2,3% decorreu de expansões respectivas de 2,7% e de 1,9% nos componentes expectativas financeiras e situação financeira presente. Por faixa de renda, destacaram-se as elevações do IEC no âmbito dos consumidores com renda entre dez e quinze salários mínimos, 8,9%, e entre seis e oito salários mínimos, 5,8%.

Tabela 1.2 – Produção industrialTrimestre/trimestre anterior^{1/}

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

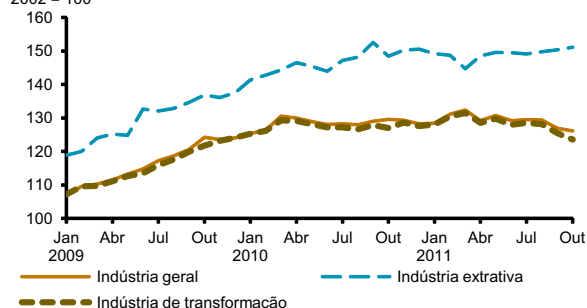
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2002 = 100



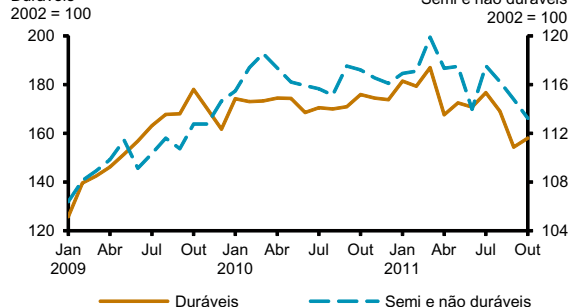
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2002 = 100



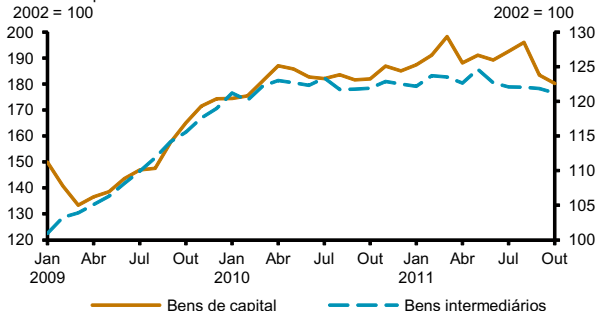
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2002 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria recuou 1,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia decrescido 0,8%, neste tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa cresceu 0,7% e a de transformação registrou retração de 2,4%, com ênfase nos recuos nas atividades material eletrônico e equipamentos de comunicação, 14,5%; diversos, 12,9%; e máquinas aparelhos e materiais elétricos, 8%, que contrastaram com as expansões nas indústrias de fumo, 10,6%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 7,6%; e bebidas, 6,2%.

A evolução trimestral na produção industrial decorreu de recuos em todas as categorias de uso, com ênfase na retração de 7,4% na indústria de bens de consumo duráveis. Ocorreram, adicionalmente, reduções respectivas de 2,3%, 1,4% e 1,1% nas produções de bens de capital, de bens de consumo semi e não duráveis e de bens intermediários.

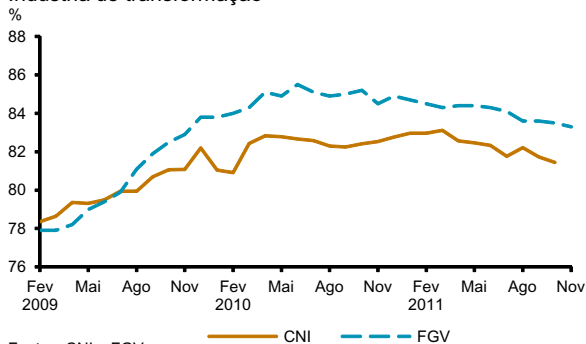
O desempenho desfavorável na indústria de bens de consumo duráveis evidenciou a retração da atividade veículos automotores, que, de acordo com estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea) dessazonalizadas pelo Banco Central, atingiu 8,5% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao terminado em agosto. Esse resultado decorreu de redução de 9,3% na produção de veículos leves e aumentos respectivos de 0,9% e 14,2% nas relativas a caminhões e ônibus.

O índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (Pimes) do IBGE, recuou 0,1% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho. No mesmo período, a folha de pagamento real se elevou 1,5%.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT), da FGV, 83,3% em novembro, ante 83,6% em agosto, resultado de reduções nos indicadores das indústrias de bens de consumo duráveis, 3,2 p.p.; bens de consumo não duráveis, 1,3 p.p.; bens intermediários, 0,7 p.p.; e bens de capital, 0,2 p.p.

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

Indústria de transformação



Fontes: CNI e FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

Os estoques na indústria mostraram elevação ao longo do segundo semestre do ano. De acordo com a Sondagem da Indústria de Transformação da FGV, o índice de estoques na indústria² situou-se em 104,4 pontos em julho, atingiu 108,5 pontos em outubro e recuou para 107,8 pontos no mês seguinte. Comparativamente a novembro de 2010, entretanto, o indicador aumentou 9 pontos.

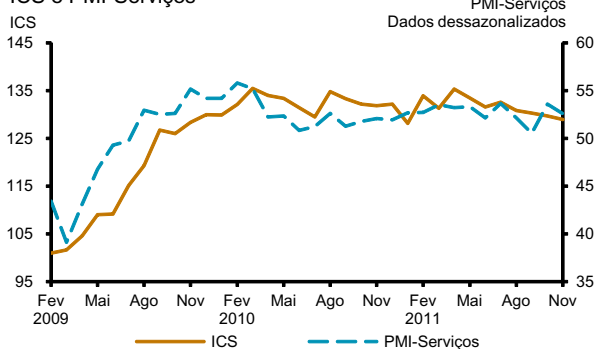
O Índice de Confiança da Indústria³ (ICI) da FGV, em ambiente de acomodação desde o início do ano, atingiu 100,7 pontos em novembro, igual patamar do mês anterior, considerados dados dessazonalizados. O ICI médio do trimestre encerrado em novembro recuou 4,1 pontos em relação ao finalizado em agosto, registrando-se recuos nos indicadores relativos às indústrias de bens intermediários, 6,4 p.p.; bens de consumo duráveis, 6,3 p.p.; bens de capital, 4,6 p.p.; e bens de consumo não duráveis, 2,6 p.p.

O Índice de Gerentes de Compras⁴ (PMI), considerados dados dessazonalizados da Markit, atingiu 48,7 pontos em novembro, situando-se abaixo de 50 pontos desde junho, patamar que sinaliza retração da atividade industrial.

Serviços

Gráfico 1.10 – Índice de Confiança de Serviços

ICS e PMI-Serviços



Fontes: FGV e Markit

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da FGV, que reflete a confiança do empresariado do setor, registrou recuo mensal de 0,6% em novembro, quarta retração consecutiva nessa base de comparação. O resultado decorreu de retração de 2,3% no componente relativo às expectativas (IE-S) e de elevação de 1,4% no indicador de situação atual (ISA-S). Ressalte-se, contudo, que o índice, ao situar-se em 128,9 pontos, acima da linha de indiferença, 100 pontos, segue sinalizando expectativas favoráveis em relação a continuidade de expansão do setor.

De modo semelhante, o Índice de Gerentes de Compras (PMI-Serviços)⁵, relacionado ao quesito atividade de negócios, atingiu 52,6 pontos em novembro, ante 53,6

2/ Neste caso, em que se calculou o complemento de 200 pontos de cada índice original divulgado pela FGV, valores acima de 100 pontos indicam estoques excessivos.

3/ Valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

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 com base 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

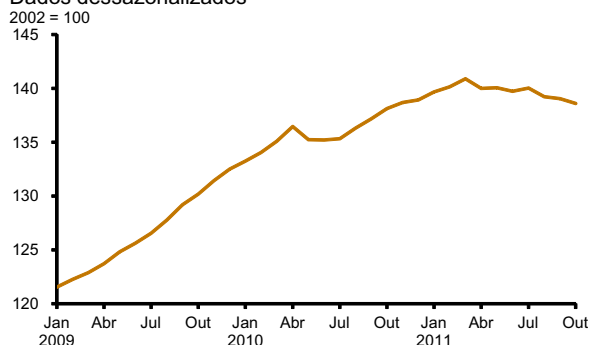
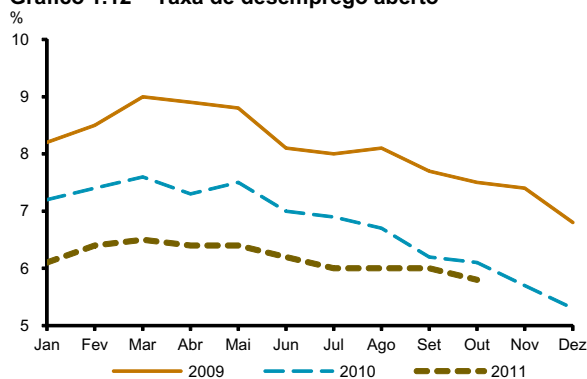


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2010	2011		
	No ano	Até Set	Out	No ano ^{2/}
Total	2 136,9	1 805,3	126,1	1 931,5
Indústria de transformação	485,0	369,8	5,2	375,0
Comércio	519,6	207,6	60,9	268,4
Serviços	864,3	739,2	77,2	816,4
Construção civil	254,2	238,9	10,3	249,2
Agropecuária	-25,9	196,8	-29,9	166,9
Serviços ind. de util. pública	17,9	8,8	0,4	9,2
Outros ^{1/}	22,0	44,3	2,1	46,4

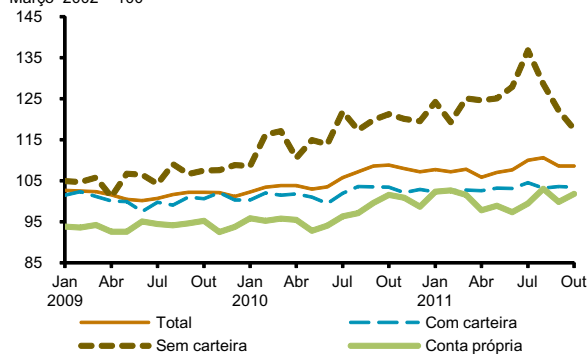
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a outubro.

Gráfico 1.13 – Rendimento habitual médio real

Março 2002 = 100



Fonte: IBGE

pontos em outubro, sugerindo a continuidade do dinamismo no setor. O indicador sem ajuste sazonal totalizou 53,4 pontos no mês, ante 55,4 pontos em outubro e 52,7 pontos em novembro de 2010.

Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), ratificando a moderação na atividade econômica, recuou 0,3% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, quando se elevava 0,5%, nesse tipo de análise, considerados dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador registrou crescimentos de 1,2% em setembro e de 1,7% em julho.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, seguindo em trajetória decrescente, atingiu 5,8% em outubro, ante 6,0% no mês anterior e 6,1% em outubro de 2010, de acordo com a Pesquisa Mensal do Emprego (PME) realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas do país. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 6,0% no trimestre encerrado em outubro, mesmo patamar registrado no trimestre finalizado em julho, resultado de crescimentos de 0,1% no pessoal ocupado e 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 1.931,5 mil empregos formais nos dez primeiros meses do ano, ante 2.406,2 mil em igual período de 2010, dos quais 816,4 mil no setor de serviços, 375 mil na indústria de transformação, 268,4 mil no comércio e 249,2 mil na construção civil.

O rendimento médio real do trabalho principal, habitualmente recebido pelos ocupados nas regiões metropolitanas abrangidas pela PME, cresceu 1% no trimestre encerrado em outubro, em relação a igual intervalo de 2010, ocorrendo ganhos reais de 2,8% no segmento de empregados sem carteira assinada e perdas reais de 0,1% no segmento formal. A análise por setores de atividade revela que os ganhos mais acentuados ocorreram nas atividades outros serviços, que agrega as atividades alojamento, transporte, limpeza urbana e serviços pessoais,

Acompanhamento de Reajustes Salariais pelas Convenções Coletivas de Trabalho

A evolução de rendimentos do trabalho, como elemento determinante nas decisões de consumo e na composição da estrutura de custos das empresas, tem repercussões sobre os preços dos bens e serviços. Dada a importância do tema, em ambiente de estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, este box busca identificar a magnitude dos ganhos salariais obtidos nas negociações coletivas¹.

A Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) determina que as Convenções Coletivas de Trabalho (CCTs) e os Acordos Coletivos de Trabalho (ACTs) sejam registrados no Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Desde 2007, de forma opcional, e a partir de 2009, de forma obrigatória, os registros das CCTs, ACTs e respectivos termos aditivos passaram a ocorrer por via eletrônica utilizando o Sistema Mediador, acessível pela página da internet do MTE².

Tabela 1 – Instrumentos coletivos de trabalho
Registros no Sistema Mediador

Ano de registro	ACTs	CCTs	Termos Aditivos	
			ACTs	CCTs
2007	2 186	319	97	39
2008	11 119	1 880	462	263
2009	27 098	5 106	1 312	676
2010	35 126	6 674	1 431	973
2011 ^{1/}	35 151	6 828	1 451	994
Total	110 680	20 807	4 753	2 945

Fonte: MTE

1/ Até 9 de dezembro.

A Tabela 1 apresenta o número de ACTs, de CCTs e de termos aditivos registrados a cada ano pelo Sistema Mediador. O grande volume de ACTs, comparado ao de CCTs, se explica pelo fato de cada ACT abranger somente os empregados das empresas participantes da negociação. Por outro lado, as CCTs resultam de negociações cujas decisões atingem todos os trabalhadores de determinada categoria

1/ Os compromissos firmados nas negociações são denominados Convenções Coletivas de Trabalho (CCTs), quando envolvem sindicatos de trabalhadores e de empregadores, ou Acordos Coletivos de Trabalho (ACTs), quando a negociação ocorre entre os sindicatos de trabalhadores diretamente com empresas, sem a intermediação de um sindicato patronal. Existem situações em que o reajuste não é registrado em CCT ou ACT. Quando a negociação não tem êxito, as partes ajuízam uma ação de dissídio coletivo e a decisão de reajuste é dada por sentença pela Justiça do Trabalho. Em estudo do Dieese (2006), baseado em painel nacional de 90 unidades de negociação coletiva, o uso da via judicial para definição dos reajustes reduziu-se de 20,2%, em 1993, para 1,1% das negociações coletivas, em 2004. Com objetivo semelhante, o Dieese mantém o Sistema de Acompanhamento de Salários que coleta informações diretamente das entidades sindicais e divulga periodicamente estudos sobre a evolução dos reajustes salariais. Veja Dieese (2011a), Dieese (2011b) e Dieese (2011c).

2/ O Sistema Mediador está disponível no endereço eletrônico do MTE e permite a transmissão e solicitação de registro de acordos e convenções pelos participantes das negociações coletivas de trabalho. Após o registro pelo MTE, o sistema permite a consulta pelo público dos textos dos acordos e das convenções.

Tabela 2 – Convenções coletivas de trabalho

CCTs com abrangência no Estado de São Paulo
que contêm informações de reajuste salarial

Data-base	2009	2010	2011 ^{1/}
Jan	35	76	38
Fev	41	41	39
Mar	92	158	97
Abr	29	20	36
Mai	369	355	293
Jun	34	37	49
Jul	82	69	71
Ago	86	81	75
Set	132	183	61
Out	166	172	77
Nov	100	86	-
Dez	18	18	-
Total	1 184	1 296	836

Fonte: MTE

1/ Não foram incluídas as CCTs com data-base em novembro devido à pequena representatividade da amostra.

Tabela 3 – Reajustes médios das convenções coletivas^{1/}

Data-base	Reajuste			Variação %		
	2009	2010	2011	Ganho real ^{2/}		
				2009	2010	2011
Jan	7,6	6,9	8,6	1,1	2,8	2,1
Fev	8,1	7,1	8,5	1,7	2,7	2,0
Mar	6,8	5,5	7,2	0,6	0,7	0,8
Abr	5,8	6,3	7,2	-0,1	1,0	0,9
Mai	6,4	6,8	8,4	0,6	1,3	2,1
Jun	6,1	6,7	8,0	0,7	1,4	1,5
Jul	6,0	6,1	7,8	1,1	1,4	1,0
Ago	5,9	6,0	7,9	1,3	1,5	1,1
Set	6,2	6,9	9,2	1,8	2,6	1,8
Out	6,6	7,3	8,9	2,1	2,6	1,6
Nov	6,0	7,3	-	1,8	1,9	-
Dez	5,2	7,3	-	1,1	1,3	-
Média	6,4	6,7	8,2	1,1	1,8	1,5

Fonte: MTE

1/ Com abrangência no Estado de São Paulo registradas até 9 de dezembro de 2011.

2/ Em relação à variação do INPC do período de 12 meses encerrado no mês anterior ao da data-base.

profissional. Mesmo uma negociação desse tipo, no entanto, pode gerar múltiplas CCTs para a mesma categoria, diferentes em termos de abrangência territorial.

Nesta análise, foram consideradas somente as CCTs registradas no estado de São Paulo com data-base a partir de janeiro de 2009, quando o registro eletrônico passou a ter caráter obrigatório. Desse universo, entretanto, não foram consideradas as CCTs em que as informações de reajuste estão ausentes ou em que foram identificadas características que comprometem a comparação com outros reajustes^{3/}.

A Tabela 2 apresenta, mês a mês, o número de CCTs cujas informações de reajuste salarial foram consideradas no triênio 2009/2011. O mês de maio se destaca como aquele com o maior número de reajustes, seguido por setembro e outubro, enquanto o mês menos ativo é dezembro. Nota-se ainda um número relativamente baixo de convenções em 2011, principalmente em períodos recentes, o que se deve à defasagem de alguns meses entre a data-base e o efetivo registro da convenção.

De cada convenção registrada foi coletada uma única taxa de reajuste salarial. Dessa forma, nas convenções que apresentam mais de uma taxa de reajuste, foram escolhidas as taxas mais representativas da negociação. Quando há reajustes diferenciados por faixa de salário, foi considerado o percentual da primeira faixa acima do piso. Em CCTs com duração de dois anos, foi considerado o reajuste do primeiro ano.

A Tabela 3 apresenta a média dos reajustes salariais em cada mês. Pela indisponibilidade de informações referentes ao contingente de trabalhadores abrangido por cada CCT, os números referem-se a médias simples. O ganho real foi calculado como a diferença entre a taxa de reajuste e a variação em doze meses do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) até o mês anterior ao da data-base.

3/ Assim, foram descartadas as CCTs que não tratam de reajuste de salário; trazem somente a informação do piso salarial, sem a taxa de reajuste acima do piso; determinam que o reajuste seja igual ao da categoria preponderante na empresa; parcelam o reajuste em diferentes meses do ano; e definem taxa de reajuste para períodos diferentes de um ano.

Nota-se que ganhos salariais reais têm se situado abaixo de 2% nos últimos anos e, de modo geral, os de 2011 foram inferiores aos de 2010, porém, maiores do que os de 2009. É plausível afirmar que esse resultado mostra-se consistente com as condições econômicas prevaletentes ao longo dos respectivos períodos. Em 2010, vigoraram taxas de crescimento expressivas para a atividade econômica e para as contratações de mão de obra; em 2009, o mercado de trabalho repercutia os efeitos da crise financeira e mostrou recuperação mais nítida apenas no segundo semestre; em 2011, o mercado de trabalho caracterizou-se pela moderação no crescimento do emprego.

Tabela 4 – Convenções coletivas de trabalho^{1/}
Por setores de atividade (2009 e 2010)

Data-base	Rural	Comércio	Serviços	Indústria	Construção
Jan	-	15	81	15	-
Fev	-	-	75	7	-
Mar	-	10	207	33	-
Abr	10	-	7	32	-
Mai	26	62	491	107	38
Jun	-	-	26	43	2
Jul	9	12	95	35	-
Ago	-	12	146	9	-
Set	7	230	52	26	-
Out	133	65	67	73	-
Nov	-	18	80	88	-
Dez	2	1	25	8	-

Fonte: MTE

1/ Com abrangência no Estado de São Paulo, registradas até 9 de dezembro de 2011.

Tabela 5 – Ganhos reais nas CCTs^{1/2/}

Setor	Variação %		
	Data-base		
	2009	2010	2011
Rural	0,8	1,9	1,0
Comércio	1,1	1,7	1,6
Serviços	1,0	1,6	1,3
Indústria	1,3	1,8	1,5
Construção	1,8	2,7	3,1
Total	1,1	1,8	1,5

Fonte: MTE

1/ Convenções com abrangência no Estado de São Paulo registradas até 9 de dezembro de 2011.

2/ Em relação à variação do INPC do período de 12 meses encerrado no mês anterior ao da data-base.

Cabe ressaltar que os ganhos salariais obtidos por este acompanhamento não devem ser entendidos como o crescimento real do rendimento (total) do trabalho, haja vista que apenas parte desse rendimento é afetada pelos reajustes nas convenções coletivas. Os percentuais extraídos das CCTs não captam variações dos pisos ou da parte variável dos salários e tampouco consideram variações devidas a antecipações, promoções, contratações ou demissões.

As convenções trazem as denominações dos sindicatos que representam os empregadores, pelas quais foi possível classificar o reajuste de acordo com o setor de atividade^{4/}. A Tabela 4 apresenta a distribuição dos reajustes de 2009 e 2010 na qual se nota concentração do setor rural em outubro, do comércio em setembro e dos demais segmentos em maio.

As evoluções dos ganhos reais dos setores, descrita na Tabela 5, confirmam a que foi observada no agregado, ou seja, ganhos em 2011 inferiores aos de 2010 e superiores ao de 2009. A exceção é o setor de construção que registrou em 2011 o maior ganho real para o período.

Em suma, os reajustes de salário revelaram ganhos reais nos últimos três anos, evolução consistente com a expansão da atividade econômica

4/ Quando os empregadores eram representados pela Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo, a denominação do sindicato dos trabalhadores foi usada para classificar entre Comércio ou Serviços. Foram incluídos no grupo Construção, os sindicatos patronais cujas denominações contêm “Indústria da Construção Civil de Grandes Estruturas”, “Indústria da Construção Pesada” ou “Empresas de Construção Civil”. Sindicatos com a denominação “Indústria da Construção e do Mobiliário” foram classificados no grupo Indústria.

e os consequentes impactos no mercado de trabalho. Os aumentos neste ano situaram-se abaixo dos observados em 2010, haja vista o ritmo de crescimento mais acentuado naquele período. Ainda assim, os ganhos em 2011 foram superiores aos de 2009, visto a menor margem de ociosidade nas condições atuais do mercado de trabalho.

Referências

Dieese (2006), “Taxa de judicialização das negociações coletivas de trabalho no Brasil 1993-2005”, *Estudos e Pesquisas*, nº 21.

Dieese (2011a), “Balanço das negociações dos reajustes salariais em 2010”, *Estudos e Pesquisas*, nº 55.

Dieese (2011b), “Balanço dos pisos salariais negociados em 2010”, *Estudos e Pesquisas*, nº 57.

Dieese (2011c), “Balanço das negociações dos reajustes salariais do 1º semestre de 2011”, *Estudos e Pesquisas*, nº 58.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante igual trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2010		2011		
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	5,5	2,3	3,3	-0,6	6,9
Indústria	8,9	4,9	3,8	2,1	1,0
Extrativa mineral	13,1	13,1	3,3	3,0	2,7
Transformação	8,0	3,1	2,9	1,7	-0,6
Construção civil	9,3	6,1	5,5	2,3	3,8
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	7,9	5,3	5,0	3,4	4,0
Serviços	5,2	4,8	4,0	3,7	2,0
Comércio	9,4	7,6	5,4	5,5	1,7
Transporte, armazenagem e correio	8,6	5,4	4,6	3,2	2,1
Serviços de informação	4,1	4,7	4,5	6,0	4,4
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	10,7	11,0	6,3	4,9	3,0
Outros serviços	3,3	3,8	3,5	3,4	1,5
Atividades imobiliárias e aluguel	1,5	1,7	1,7	1,5	1,4
Administração, saúde e educação públicas	2,2	2,0	3,0	2,8	2,0
Valor adic. a preços básicos	6,3	4,8	3,9	2,9	2,0
Impostos sobre produtos	11,1	9,1	6,5	5,9	3,0
PIB a preços de mercado	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1
Consumo das famílias	5,9	7,3	6,0	5,6	2,8
Consumo do governo	5,1	2,8	1,8	3,5	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo	20,3	11,1	8,8	6,2	2,5
Exportação	11,3	13,2	4,0	6,2	4,1
Importação	40,0	26,4	13,4	14,8	5,8

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

4,9%; construção civil, 4,7%; serviços domésticos, 3,9%; e comércio, 3,3%. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 2,8% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 2,1% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 3,2%. Na margem, o PIB registrou estabilidade no terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados.

No âmbito da oferta, o setor de serviços registrou expansão de 2,0% no período, em termos interanuais, com ênfase no desempenho das atividades serviços de informação, 4,4%, e intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relacionados, 3,0%. A agropecuária cresceu 6,9, no mesmo período, impulsionada pelas culturas de laranja, feijão e mandioca, enquanto a atividade industrial aumentou 1% ressaltando-se o maior dinamismo nas atividades produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 4%, e construção civil, 3,8%.

A análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 2,4 p.p. no terceiro trimestre de 2011, ante 4,4 p.p. no trimestre encerrado em junho. O setor externo exerceu contribuições respectivas de -0,3 p.p. e -1,1 p.p. nos períodos mencionados, registrando-se, no trimestre encerrado em setembro, elevações de 5,8% nas importações e de 4,1% nas exportações.

A análise na margem, sob a ótica da produção, evidencia o crescimento trimestral de 3,2% na agropecuária, contrastando com os recuos no setor de serviços, 0,3%, e na indústria, 0,9%, este o pior resultado trimestral do setor desde a crise internacional de 2008/2009.

Em relação ao componente doméstico da demanda, ocorreram retrações no consumo das famílias, 0,1%; na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 0,2%; e no consumo do governo, 0,7%. No âmbito do setor externo, as exportações cresceram 1,8% e as importações recuaram 0,4%.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluindo as variações de estoques, aumentaram 2,5% no terceiro 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 recuou 0,2% relativamente ao trimestre finalizado em junho, primeira variação negativa nesse tipo de comparação desde o primeiro trimestre de 2009. O desempenho reflete, em parte, as consequências das adversidades no cenário internacional sobre as expectativas dos investidores.

O crescimento interanual registrado pela FBCF no terceiro trimestre do ano resultou de elevações na produção de insumos da construção civil, 4,6%, e na absorção de bens de capital, 1%, esta decorrente de variações respectivas de 4,1%, 4,7% e -4,8% 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, 12,4%; de bens tipicamente industrializados, 8,6%; e de peças agrícolas, 8,8%.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpa) – somaram R\$91,6 bilhões nos nove primeiros meses de 2011. O recuo de 28,4% registrado em relação ao período equivalente do ano anterior refletiu, em especial, a retração de 58,9% nos desembolsos ao segmento indústria de transformação. Desconsiderado o desembolso de R\$24,8 bilhões relacionado à operação de capitalização da Petrobrás, realizado em setembro de 2010, os desembolsos totais e os destinados à indústria de transformação registram recuos respectivos de 11,3% e 32,8%, no período. Os desembolsos destinados aos setores comércio e serviços, agropecuária e indústria extrativa cresceram 1,8% em relação aos nove primeiros meses de 2010.

1.6 Conclusão

A atividade econômica registrou moderação no terceiro trimestre do ano, trajetória disseminada em diferentes setores da economia e expressa na evolução do PIB. Esse movimento, em cenário de agravamento do ambiente econômico internacional e de ajuste de estoques

Projeção para o PIB de 2011 e 2012

Estimativa para o PIB de 2011

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2011 foi revisada de 3,5%, no último Relatório de Inflação, para 3%, devido à atualização dos dados da primeira metade do ano, e à incorporação dos resultados do terceiro trimestre e de dados preliminares referentes aos três últimos meses do ano.

A análise da oferta mostra estimativa de 2,9% para o crescimento da agropecuária, em 2011, conforme a Tabela 1, expansão 0,8 p.p. acima da estimativa anterior, essencialmente devido à incorporação da expansão de 6,9% registrada no terceiro trimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2010. A projeção de crescimento da indústria passou de 2,3% para 2,0%, com ênfase na indústria de transformação, que deverá expandir 0,9% no ano, ante a estimativa anterior de 1,5%. O setor de serviços deverá crescer 2,9%, ante 3,5% na projeção anterior, recuo em parte associado aos impactos da moderação da produção industrial sobre as atividades comércio e transporte, armazenagem e correios, e às desacelerações observadas, no terceiro trimestre, nos segmentos outros serviços e intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados.

No âmbito da demanda agregada, a nova projeção considera crescimentos respectivos de 4,1% e de 5,1% para o consumo das famílias e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), ante 4,5% e 5,6%, respectivamente, na estimativa anterior, reduções consistentes com a desaceleração na atividade no terceiro trimestre. As estimativas para os crescimentos anuais das exportações e das

importações, evidenciando o complexo ambiente econômico internacional, foram reduzidas, na ordem, em 0,3 p.p. e 2,5 p.p., para 4,4% e 10,4%, respectivamente. Com essas alterações, a contribuição da demanda interna para a expansão anual do PIB está estimada em 3,8 p.p., e a do setor externo, em -0,8 p.p.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2010	2011				2012
		I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri ^{1/}	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	6,3	3,3	1,2	2,8	2,9	2,5
Indústria	10,4	3,8	2,9	2,3	2,0	3,7
Extrativa mineral	13,6	3,3	3,2	3,0	2,6	5,0
Transformação	10,1	2,9	2,3	1,2	0,9	3,0
Construção civil	11,6	5,5	3,8	3,8	3,6	5,0
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	8,1	5,0	4,2	4,1	3,8	3,6
Serviços	5,5	4,0	3,8	3,2	2,9	3,3
Comércio	10,9	5,4	5,5	4,1	3,8	3,6
Transporte, armazenagem e correio	9,2	4,6	3,9	3,2	3,2	3,9
Serviços de informação	3,7	4,5	5,2	4,9	4,8	4,5
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	10,0	6,3	5,6	4,7	4,5	6,5
Outros serviços	3,7	3,5	3,5	2,8	2,3	2,5
Atividades imobiliárias e aluguel	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8
Administração, saúde e educação públicas	2,3	3,0	2,9	2,6	2,4	2,8
Valor adic. a preços básicos	6,9	3,9	3,4	2,9	2,7	3,4
Impostos sobre produtos	11,7	6,5	6,2	5,1	4,7	4,2
PIB a preços de mercado	7,5	4,2	3,8	3,2	3,0	3,5

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2010	2011				2012
	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri ^{1/}	IV Tri ^{1/}
PIB a preços de mercado	7,5	4,2	3,8	3,2	3,0	3,5
Consumo das famílias	6,9	6,0	5,8	4,8	4,1	4,0
Consumo do governo	4,2	1,8	2,7	2,2	2,0	3,2
Formação Bruta de						
Capital Fixo	21,3	8,8	7,5	5,7	5,1	5,0
Exportação	11,5	4,0	5,2	4,8	4,4	3,0
Importação	35,8	13,4	14,1	11,0	10,4	7,0

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

Estimativa para o PIB de 2012

O crescimento do PIB em 2012 está estimado em 3,5%. No âmbito da oferta, a agropecuária deverá crescer 2,5% no ano, evolução decorrente de aumento de 0,6% na safra de grãos¹, e de maior dinamismo nas demais culturas, especialmente café, e na produção da pecuária.

O setor industrial deverá crescer 3,7%, com destaque para as elevações de 5% nos segmentos extrativa mineral e construção civil, esta favorecida pelas obras governamentais e pela continuidade de expansão do crédito imobiliário. A expansão da indústria de transformação está estimada em 3%, taxa superior à projetada para 2011. Esse desempenho se explica, entre outros, pelos efeitos, que são defasados e cumulativos, de ações de política monetária implementadas no segundo semestre de 2011 e de aumento de transferências governamentais esperadas para o primeiro trimestre de 2011. A produção e distribuição de eletricidade, gás e água deverá aumentar 3,6% no ano, registrando-se aumentos nos segmentos industrial, comercial e residencial.

O crescimento previsto para o setor de serviços é de 3,3%, ressaltando-se as projeções de crescimento para as atividades serviços de informação, 4,5%, e intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, 6,5%, esta acompanhando a evolução esperada para o volume de crédito. As atividades transporte, armazenagem e correio, e comércio devem crescer 3,9% e 3,6%, respectivamente, influenciadas pelo desempenho do setor industrial.

No âmbito da demanda, projetam-se aumentos respectivos de 4% e 3,2% para o consumo

1/ De acordo com o segundo prognóstico realizado pelo IBGE, com colaboração da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab).

das famílias e do governo. A estimativa para o componente privado, menor taxa anual desde 2004, é compatível com um crescimento moderado do crédito às pessoas físicas e com a relativa acomodação do mercado de trabalho. A FBCF deverá crescer 5%, compatível com as perspectivas para construção civil e para a absorção de bens de capital. A contribuição da demanda doméstica para a expansão anual do PIB em 2012 deverá totalizar 4 p.p.

As exportações e importações de bens e serviços deverão aumentar, respectivamente, 3% e 7%, em 2012, trajetórias compatíveis com o diferencial de crescimento da economia brasileira e de seus parceiros comerciais. Esse desempenho implica em contribuição negativa de 0,5 p.p. do setor externo para o PIB em 2012, inferior à observada em 2010 e à estimada para 2011.

em segmentos importantes da indústria, persistiu em outubro, segundo a evolução mais recente de indicadores econômicos relevantes. Para os próximos meses, contrapondo-se a esses fatores adversos, ressaltou-se a continuidade do aumento do nível emprego e da massa salarial, a elevação, na margem, da confiança dos consumidores e a ampliação moderada do crédito, como fatores que tendem a contribuir para a continuidade de crescimento da economia.

As taxas mensais de inflação, refletindo efeitos sazonais, elevaram-se no trimestre finalizado em novembro, após registrarem trajetória declinante naquele encerrado em agosto. Os preços ao consumidor foram impactados, sobretudo, pelos aumentos nos preços monitorados e da alimentação. Os índices gerais de preços incorporaram as elevações nos preços industriais e nos preços agrícolas, no mercado atacadista. No mesmo sentido, os núcleos de inflação ao consumidor registraram, nos distintos critérios de cálculo, variações mais elevadas no trimestre encerrado em novembro do que no finalizado em agosto.

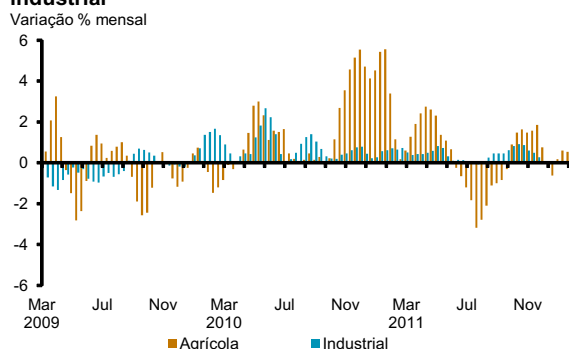
2.1 Índice geral de preços

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2011				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	-0,05	0,61	0,75	0,40	0,43
IPA	-0,13	0,77	0,94	0,48	0,34
IPC-Br	-0,04	0,40	0,50	0,26	0,53
INCC	0,45	0,13	0,14	0,23	0,72

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 1,58% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,43% naquele finalizado em agosto. A aceleração registrada no período refletiu o impacto dos aumentos nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 0,44% para 1,77%, do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,18% para 1,30%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,96% para 1,09%.

A aceleração do IPA decorreu de maiores elevações nos preços agrícolas, de 0,21% para 1,76%, com ênfase nos aumentos dos preços dos itens mandioca, batata-inglesa, laranja e bovinos, e nos preços industriais, de 0,52% para 1,77%, destacando-se as expansões nos itens produtos químicos, minerais metálicos e produtos derivados de petróleo e álcool.

A variação do IPC refletiu, em parte, as elevações dos preços nos grupos vestuário, 2,58%, habitação, 1,71%, saúde e cuidados pessoais, 1,34%, e alimentação, 1,33%, enquanto a relativa ao INCC traduziu os aumentos nos

preços dos itens mão-de-obra, 1,36%, e materiais e serviços, 0,82%.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Em parte refletindo efeitos sazonais, o IPCA aumentou 1,49% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,68% naquele finalizado em agosto, resultado das contribuições exercidas pelos preços livres, 1,09 p.p., e monitorados, 0,40 p.p.

A variação dos preços livres aumentou de 0,88% para 1,54%, no período, resultado de elevações nos segmentos de bens comercializáveis, de 0,70% para 1,49%, e não comercializáveis, de 1,02% para 1,59%. Vale mencionar, no segmento de não comercializáveis, as expansões nos preços dos itens alimentos *in natura* e empregado doméstico, e no âmbito dos bens comercializáveis, os aumentos dos preços do grupo vestuário e dos itens arroz, carnes, aves, óleos e gorduras e bebidas e infusões.

Considerado o conjunto dos preços livres, ressalte-se a elevação trimestral de 2,30% no grupo alimentação, com ênfase nos aumentos nos segmentos produtos *in natura*, 1,18%; alimentos semi-elaborados, 3,31%; e industrializados, 1,86%; ante variações respectivas de -7,76%, -0,38%, e 0,60% no trimestre encerrado em agosto. Adicionalmente, a variação dos preços dos serviços, mesmo incorporando maior pressão do item empregado doméstico, recuou de 1,53% para 1,52%, no período.

O índice de difusão do IPCA, indicando maior disseminação dos aumentos nos preços, atingiu média de 63,80% no trimestre encerrado em novembro, ante 58,85% naquele finalizado em agosto e 64,84% em igual período de 2010.

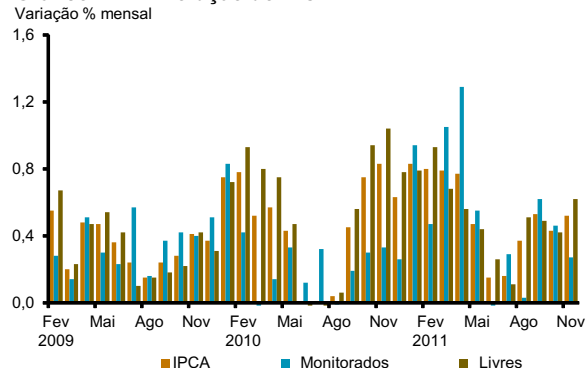
O IPCA cresceu 5,97% nos onze primeiros meses do ano, ante 5,25% no período correspondente de 2010, resultado das variações respectivas de -0,30 p.p., para 5,96%, nos preços livres, e de 3,14 p.p., para 6,00%, nos monitorados. Considerados períodos de 12 meses, o IPCA variou 6,64% em novembro, ante 7,23% em agosto.

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2011				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA	0,16	0,37	0,53	0,43	0,52
Livres	0,11	0,51	0,49	0,42	0,62
Comercializáveis	-0,04	0,55	0,52	0,39	0,57
Não comercializáveis	0,23	0,47	0,47	0,44	0,67
Serviços	0,42	0,50	0,51	0,41	0,59
Monitorados	0,29	0,03	0,62	0,46	0,27

Fontes: IBGE e Banco Central

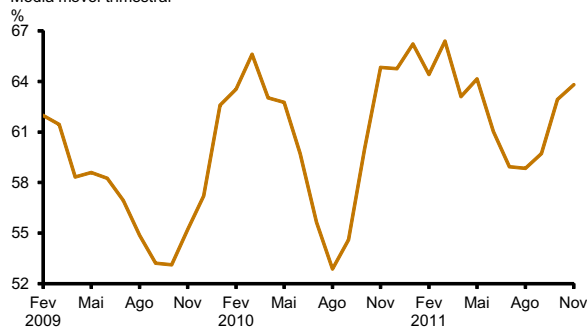
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

2.3 Preços monitorados

Tabela 2.3 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2011					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,16	0,37	0,53	0,43	0,52	5,97
Livres	71,03	0,11	0,51	0,49	0,42	0,62	5,96
Monitorados	28,97	0,29	0,03	0,62	0,46	0,27	6,00
Principais itens							
Gás encanado	0,10	0,18	0,00	0,00	0,00	-0,02	9,45
Ônibus urbano	3,88	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	8,45
Água e esgoto	1,64	0,33	1,05	1,19	0,86	0,00	8,25
Plano de saúde	3,51	0,58	0,74	0,61	0,61	0,61	6,90
Gasolina	3,99	0,15	-0,14	0,51	0,17	-0,25	6,61
Pedágio	0,12	4,62	0,79	0,36	0,09	0,13	6,24
Telefone celular	1,27	0,01	0,17	0,12	0,72	1,79	6,16
Remédios	2,76	-0,04	0,11	-0,11	0,07	0,18	4,21
Energia elétrica	3,12	0,21	-0,41	0,55	0,40	0,72	3,84
Gás veicular	0,10	0,30	0,48	-1,04	-0,65	0,30	2,06
Gás de bujão	1,14	-0,09	-0,11	1,36	0,10	-0,32	1,95
Óleo diesel	0,07	-0,18	0,02	0,00	-0,24	0,04	1,26
Passagens aéreas	0,52	3,20	-5,95	23,40	14,26	3,91	56,10

Fonte: IBGE

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2011				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,16	0,37	0,53	0,43	0,52
Exclusão ^{1/}	0,33	0,32	0,45	0,47	0,47
Exclusão ^{2/}	0,40	0,45	0,44	0,43	0,45
Médias aparadas com suavização	0,41	0,55	0,58	0,59	0,55
Médias aparadas sem suavização	0,28	0,33	0,55	0,44	0,42
Dupla ponderação	0,38	0,39	0,51	0,50	0,53
IPC-Br (cheio)	-0,04	0,40	0,50	0,26	0,53
Médias aparadas	0,29	0,46	0,53	0,43	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.

A variação dos preços monitorados totalizou 1,36% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,20% naquele finalizado em agosto, evolução associada, em especial, aos aumentos nos preços dos itens passagens aéreas, 46,51%; energia elétrica, 1,68%; tarifa de água e esgoto, 2,06%; e gás de bujão, 1,14%.

Considerados períodos de doze meses, a variação dos preços monitorados atingiu 6,27% em novembro, ante 5,71% em agosto, enquanto, nos onze primeiros meses do ano, ocorreram aumentos de 6,00% em 2011 e de 2,86% em 2010.

2.4 Núcleos de inflação

O núcleo do IPCA que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis registrou variação de 1,40% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,21% naquele finalizado em agosto. Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 6,89% em novembro, ante 6,82% em agosto.

O núcleo que exclui os monitorados e todos os itens de alimentação no domicílio variou 1,33% no trimestre finalizado em novembro, ante 1,36% naquele terminando em agosto. Em doze meses, o indicador acumulou variação de 7,19% em novembro, ante 7,34% em agosto.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ cresceu 1,73%, ante 1,51% no trimestre encerrado em agosto. A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,60% em novembro, ante 6,41% em agosto.

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização registrou variação trimestral de 1,42% em novembro, ante 1,05% em agosto. Em doze meses, o indicador acumulou variação de 5,80% em novembro, ante 5,85% em agosto.

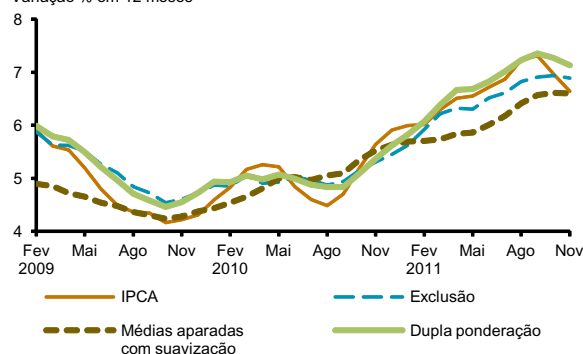
O núcleo de dupla ponderação⁷ registrou variação de 1,55% no trimestre finalizado em novembro, ante 1,19%

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

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

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

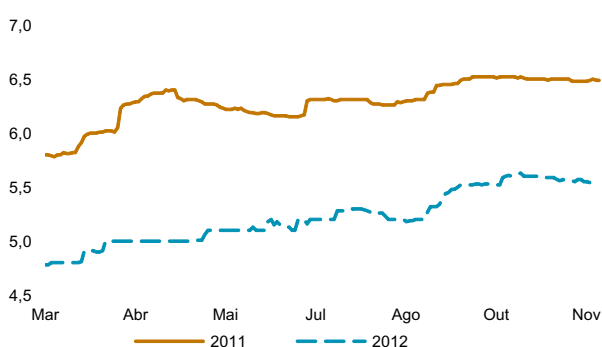
Variação % em 12 meses



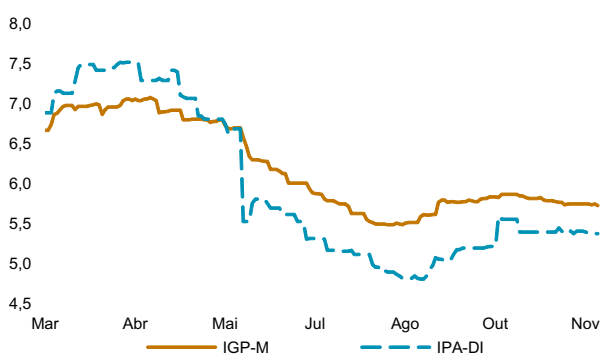
Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.5 – IPCA

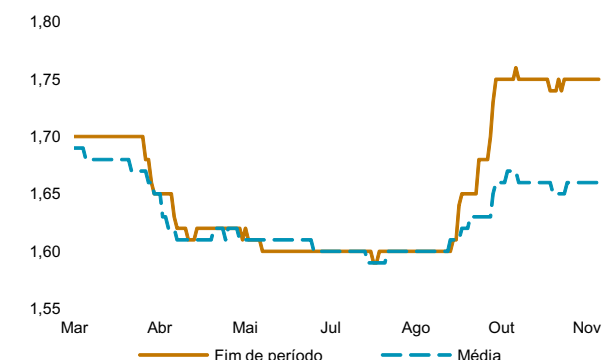
Medianas

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas 2011

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas 2011



naquele encerrado em agosto. A análise em doze meses revela que a variação do indicador recuou de 7,23%, em agosto, para 7,13% em novembro.

O núcleo de inflação do IPC, da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, cresceu 1,43% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,15% naquele finalizado em agosto. Considerados períodos de doze meses, o indicador registrou aumentos de 5,44% em novembro ante 5,38% em agosto.

2.5 Projeções de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 25 de novembro, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2011 e 2012 atingiram 6,5% e 5,6%, respectivamente, ante 6,5% e 5,5%, ao final de setembro. A mediana das projeções para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,58%, ante 5,71% em 30 de setembro.

A mediana relativa à variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) para 2011 recuou de 5,8%, ao final de setembro, para 5,7%, em 25 de novembro, enquanto a referente ao IPA-DI cresceu de 5,2% para 5,4%. No mesmo período, a mediana para 2012 para o IGP-M aumentou de 5,2% para 5,3% e a relacionada ao IPA-DI cresceu de 5% para 5,3%.

A mediana das projeções para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos para 2011 atingiu 6% em 25 de novembro, ante 5,8% ao final de setembro, enquanto a referente a 2012 diminuiu de 4,6% para 4,5%.

A mediana da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2011 aumentou de R\$1,73/US\$ para R\$1,75/US\$, entre o final de setembro e 25 de novembro, enquanto a relativa ao final de 2012 foi revisada de R\$1,70/US\$ para R\$1,75/US\$. As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias relativas a 2011 e a 2012 registraram avanços respectivos de R\$1,65/US\$ para R\$1,66/US\$, e de R\$1,71/US\$ para R\$1,75/US\$, no período.

Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	30.6.2011		30.9.2011		25.11.2011	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
IPCA	6,2	5,1	6,5	5,5	6,5	5,6
IGP-M	6,0	5,0	5,8	5,2	5,7	5,3
IPA-DI	5,6	4,9	5,2	5,0	5,4	5,3
Preços Administrados	5,1	4,5	5,8	4,6	6,0	4,5
Selic (fim de período)	12,5	12,5	11,0	10,5	11,0	10,0
Selic (média do período)	12,2	12,5	11,8	10,5	11,8	10,1
Câmbio (fim de período)	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Câmbio (média do período)	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
PIB	3,9	4,1	3,5	3,7	3,1	3,5

2.6 Conclusão

Apesar da evolução desfavorável no trimestre encerrado em novembro, em comparação ao finalizado em agosto, a análise em doze meses revela trajetória benigna do IPCA. Prospectivamente, a inflação deverá enfrentar pressões altistas no primeiro trimestre de 2012, entre outras, associadas aos aumentos sazonais das matrículas e mensalidades escolares e dos preços de alimentos *in natura*.

Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) atualizará, a partir de janeiro de 2012, a estrutura de ponderação do Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (SNIPC), composto atualmente por Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – 15 (IPCA-15¹), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – E (IPCA-E) e Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). A nova estrutura reflete as mudanças no padrão de consumo das populações-objetivo captadas pela Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009, em substituição à estrutura atual derivada da POF 2002-2003.

As principais mudanças referem-se à estrutura dos índices, às ponderações e, no caso do INPC, à faixa de rendimentos das famílias pesquisadas. Em relação à estrutura, o IPCA passará a ser composto por 365 subitens, ante os atuais 384, resultado da inclusão de 31 subitens e da exclusão de 50. O INPC passará a contar com 359 subitens, ante os 386 da estrutura vigente. Nos demais níveis de agregação (grupos, subgrupos e itens), nenhum dos índices será modificado.

As mudanças na estrutura de ponderação serão significativas tanto para o IPCA quanto para o INPC. A Tabela 1 apresenta, em nível de grupos, os pesos correspondentes ao mês de janeiro de 2009, de acordo com as POFs 2002-2003 e 2008-2009. Em ambos os índices, destacam-se as maiores participações dos grupos Artigos de residência e Transportes, em contraste com as menores participações dos grupos Alimentação e bebidas (principalmente para o INPC) e Educação (principalmente para o IPCA).

Tabela 1 – IPCA e INPC: estruturas de ponderação – janeiro de 2009

Grupo	%			
	IPCA		INPC	
	POF	POF	POF	POF
	2003	2009	2003	2009
Alimentação e bebidas	22,78	22,09	30,25	27,27
Habitação	13,16	14,25	15,96	16,38
Artigos de residência	4,25	5,41	5,25	6,53
Vestuário	6,63	6,21	7,94	7,56
Transportes	19,69	21,97	16,37	18,30
Saúde e cuidados pessoais	10,75	11,06	9,11	9,78
Despesas pessoais	9,86	9,22	6,81	6,48
Educação	6,94	4,22	3,08	2,70
Comunicação	5,95	5,57	5,22	5,01

Fonte: IBGE

1/ A atualização do IPCA-15 ocorrerá a partir do mês de referência de fevereiro de 2012.

A maior participação dos grupos Artigos de residência e Transportes reflete o aumento dos gastos das famílias com, respectivamente, aparelhos eletroeletrônicos – com destaque para o subitem microcomputador –, e veículo próprio, em função do incremento da quantidade consumida desses bens pelas famílias brasileiras. O peso de microcomputador no IPCA de janeiro de 2009 passa para 0,46%, de acordo com a POF 2008-2009, ante 0,19% na POF 2002-2003, enquanto o peso de veículo próprio aumenta de 8,52% para 12,00%.

Em relação à faixa de rendimentos, não houve modificação para o IPCA, sendo mantida como população-objetivo as famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, o que abrange em torno de 90% das famílias com qualquer fonte de renda. Para o INPC, a faixa de rendimentos passou de 1 a 6 para 1 a 5 salários mínimos, o suficiente para cobrir pelo menos 50% das famílias, cuja principal fonte de renda seja o salário.

O cálculo dos índices nacionais do IPCA e do INPC permanece sendo feito pela média aritmética ponderada dos índices regionais. Nesse sentido, destaque-se a atualização ocorrida no peso das regiões, no caso do IPCA pela renda disponível e no do INPC pela população urbana. Relativamente ao IPCA, houve queda na participação de São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre e Fortaleza e aumento nas outras sete regiões que compõem o índice, como demonstrado na Tabela 2.

A próxima atualização, a partir de janeiro de 2012, será a quinta estrutura do SNIPC desde 1979 e entrará em vigor após vigência por 66 meses (de julho de 2006 a dezembro de 2011) da estrutura atual, aproximando-se da recomendação internacional de atualizações ao menos a cada cinco anos. As estruturas anteriores de 1979, 1989 e 1999 haviam vigorado por 126 meses, 121 meses e 83 meses, respectivamente.

Classificações dos itens do IPCA

Em razão das mudanças introduzidas pelo IBGE, o Banco Central também procederá a

Tabela 2 – Ponderação regional nas diferentes POFs

	1996	2003	2009
	%		
Brasil	100,00	100,00	100,00
São Paulo	36,30	33,10	31,68
Rio de Janeiro	13,40	13,70	12,46
Belo Horizonte	9,10	10,80	11,23
Porto Alegre	9,20	8,90	8,40
Curitiba	7,50	7,40	7,79
Salvador	6,20	6,90	7,35
Recife	4,20	4,10	5,05
Belém	3,80	4,20	4,65
Goiânia	3,80	3,70	4,44
Fortaleza	3,30	3,90	3,49
Brasília	3,70	3,40	3,46

Fonte: IBGE

Tabela 3 – Classificações do IPCA: principais modificações

Código		Descrição	Classificação	
SNIPC	COICOP		Estrutura atual	Estrutura a partir de jan/2012
1102009	01.1.1	Amido de milho	-	Não comercializáveis
1102010	01.1.1	Flocos de milho	-	Não comercializáveis
12	11	Alimentação fora do domicílio	Não duráveis	Serviços
2103	04.3.1	Reparos (exceto mão-de-obra)	Duráveis e semiduráveis	Não duráveis
2103012	04.3.1	Vidro	-	Não duráveis e não comercializáveis
2103055	04.3.1	Telha	-	Não duráveis e comercializáveis
3102006	05.2.0	Cortina	Duráveis	Semiduráveis
3102040	05.4.0	Utensílios diversos	Não duráveis	Semiduráveis
3201012	05.3.2	Liquidificador	Duráveis	Semiduráveis
3201013	05.3.2	Ventilador	Duráveis	Semiduráveis
3201050	05.3.1	Chuveiro elétrico	-	Duráveis
5102007	07.2.2	Óleo lubrificante	Monitorados	Não duráveis e comercializáveis
5101010	07.3.3	Passagem aérea	Monitorados	Serviços e não comercializáveis
6301002	12.1.3	Fralda descartável	-	Não duráveis e comercializáveis
6102003	12.3.2	Óculos sem grau	Duráveis	Semiduráveis
7201002	09.1.4	CD e DVD	-	Semiduráveis
9101008	08.3.0	Telefone celular	Monitorados	Serviços e não comercializáveis
9101021	08.3.0	Telefone com internet	-	Serviços e não comercializáveis
9101022	08.3.0	TV por assinatura com internet	-	Serviços e não comercializáveis

Fontes: IBGE, ONU e Bacen

atualização no seu sistema de classificação dos itens do IPCA a partir de janeiro de 2012. Nesse sentido, as classificações de preços de serviços, bens duráveis, bens não duráveis e de bens semiduráveis passarão a seguir critérios internacionais recomendados pela Organização das Nações Unidas (ONU). Adicionalmente, alguns subitens classificados atualmente no grupo monitorados passarão a integrar o grupo de preços livres conforme explicitado na Tabela 3. Essa tabela também apresenta as classificações para os novos subitens introduzidos pela POF 2008-2009, mas apenas para os casos em que não há uma classificação única para todos os subitens pertencentes a um item. Destaque-se que essas atualizações valerão a partir de janeiro de 2012 e não serão retroativas. A última alteração havia sido realizada em janeiro de 2006 e ajustada em julho de 2006 com a entrada em vigor da estrutura da POF 2002-2003.

Vale ressaltar que o subgrupo alimentação fora do domicílio, com peso de 7,1% em janeiro de 2009, conforme a POF 2008-2009, aumentará consideravelmente a participação dos serviços e reduzirá a participação de bens não duráveis no índice conforme demonstrado pela Tabela 4.

Tabela 4 – Classificações do IPCA: novos pesos

	Pesos em janeiro de 2009		%
	POF 2002-2003		POF 2008-2009
	Classificação atual	Simulação com nova classificação	Nova classificação
IPCA	100,00	100,00	100,00
Livres	70,44	72,16	74,92
Serviços	23,43	32,70	31,32
Bens	47,00	39,47	43,60
Duráveis	9,41	8,66	12,93
Semiduráveis	9,09	9,24	8,32
Não duráveis	28,50	21,57	22,35
Monitorados	29,57	27,84	25,08
Livres	70,44	72,16	74,92
Comercializáveis	33,84	33,77	37,25
Não comercializáveis	36,59	38,40	37,67
Serviços	23,43	32,70	31,32
Monitorados	29,57	27,84	25,08

Fonte: Bacen

Com essas alterações implementadas, o Banco Central busca se adequar às mudanças anunciadas pelo IBGE.

Referências

http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/pdf/atualizacao_das_estruturas_POF2008-2009.pdf

<http://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=5&Lg=1&Top=1>

Tabela 5. Classificações do IPCA a partir de janeiro de 2012: estrutura completa^{1/}

Livres	Calculado por exclusão de monitorados
Serviços	Alimentação fora do domicílio, Aluguel residencial, Condomínio, Mudança, Mão de obra (Reparos), Consertos e manutenção, Passagem aérea, Transporte escolar, Seguro voluntário de veículo, Conserto de automóvel, Estacionamento, Lubrificação e lavagem, Pintura de veículo, Aluguel de veículo, Serviços médicos e dentários (exceto Aparelho ortodôntico e Artigos ortopédicos), Serviços laboratoriais e hospitalares, Serviços pessoais, Cinema, Ingresso para jogo, Clube, Tratamento de animais, Locação de DVD, Boate e danceteria, Motel, Hotel, Excursão, Revelação e cópia, Cursos regulares, Fotocópia, Cursos diversos, Telefone celular, Acesso à internet, Telefone com internet e Tv por assinatura com internet
Duráveis	Mobiliário, Eletrodomésticos e equipamentos (exceto Liquidificador e Ventilador), Tv, som e informática, Joias e bijuterias, Automóvel novo, Automóvel usado, Motocicleta, Produtos óticos (exceto Óculos sem grau), Instrumento musical, Bicicleta, Máquina fotográfica e Aparelho telefônico
Semiduráveis	Utensílios e enfeites (exceto Flores naturais), Cama, mesa e banho, Liquidificador, Ventilador, Roupas, Calçados e acessórios, Tecidos e amarrinho, Acessórios e peças, Pneu, Óculos sem grau, Aparelho ortodôntico, Artigos ortopédicos, CD e DVD, Brinquedo e Livro
Não duráveis	Alimentação no domicílio, Reparos (exceto Mão de obra), Artigos de limpeza, Carvão vegetal, Flores naturais, Óleo lubrificante, Etanol, Higiene pessoal, Alimento para animais, Cigarro, Leitura (exceto Livro) e Papelaria (exceto Fotocópia)
Monitorados	Taxa de água e esgoto, Gás de botijão, Gás encanado, Energia elétrica residencial, Transporte público (exceto Passagem aérea e Transporte escolar), Emplacamento e licença, Multa, Pedágio, Combustíveis - veículos (exceto Etanol), Produtos farmacêuticos, Plano de saúde, Jogos de azar, Correio, Telefone fixo e Telefone público
Comercializáveis	Arroz, Farinha de arroz, Macarrão, Fubá de milho, Farinha de trigo, Farinha vitaminada, Massa semipreparada, Açúcares e derivados, Carnes, Carnes e peixes industrializados, Frango inteiro, Frango em pedaços, Leite e derivados, Panificados, Óleos e gorduras, Bebidas e infusões, Enlatados e conservas, Sal e condimentos, Ferragens, Material de eletricidade, Material de pintura, Tinta, Material hidráulico, Telha, Artigos de limpeza, Móveis e utensílios, Aparelhos eletroeletrônicos, Vestuário, Automóvel novo, Óleo lubrificante, Acessórios e peças, Pneu, Motocicleta, Etanol, Produtos óticos, Aparelho ortodôntico, Artigos ortopédicos, Cuidados pessoais, CD e DVD, Instrumento musical, Bicicleta, Brinquedo, Cigarro, Máquina fotográfica, Caderno, Artigos de papelaria e Aparelho telefônico
Não comercializáveis	Calculado por exclusão de Monitorados e Comercializáveis

Fonte: Bacen

1/ Sempre que o nível de agregação considerado for superior ao subitem, significa que todos os subitens pertencentes àquela agregação recebem a mesma classificação.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2011				3	
	Ago	Set	Out	Nov	meses	meses
Total	1 890,0	1 933,5	1 946,4	1 984,3	5,0	18,2
Recursos livres	1 226,3	1 249,5	1 257,8	1 275,4	4,0	15,8
Direcionados	663,8	684,0	688,7	709,0	3,5	14,4

Participação %:						
Total/PIB	46,6	47,4	47,5	48,2		
Rec. livres/PIB	30,2	30,7	30,7	30,9		
Rec. direc./PIB	16,4	16,8	16,8	17,2		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras
% do saldo

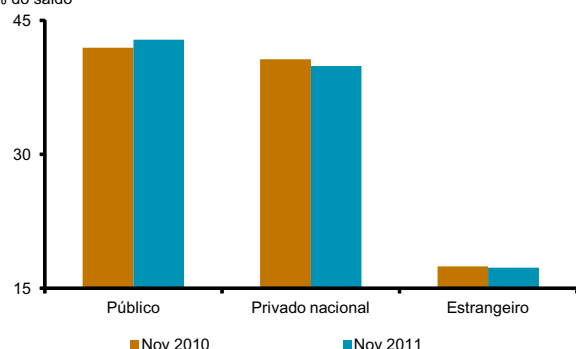
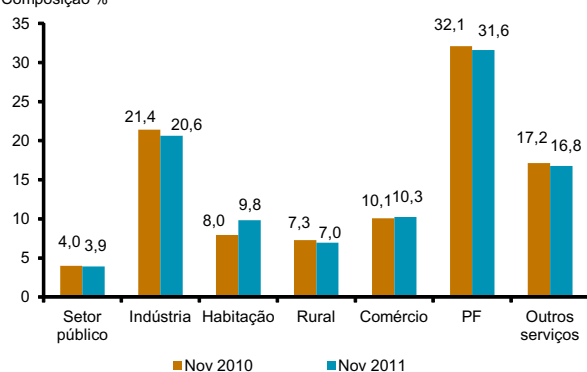


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas
Composição %



As concessões de crédito pelo sistema financeiro registraram moderação no trimestre encerrado em novembro, comportamento consistente com o efeito das ações de política sobre a demanda doméstica, evidenciado pela moderação de indicadores de consumo e investimento. O cenário atual do mercado de crédito contempla redução das taxas de juros e elevação moderada dos *spreads* bancários e da inadimplência, com relativa estabilidade nos prazos médios das carteiras.

Os financiamentos bancários seguem apresentando crescimento mais acentuado nas operações referenciadas em recursos direcionados, com ênfase no dinamismo do crédito habitacional. No crédito livre às famílias, a greve bancária em outubro afetou, sobretudo, as contratações de crédito pessoal e consignado, ao mesmo tempo em que contribuiu para a intensificação da demanda por crédito rotativo, enquanto no âmbito dos empréstimos a pessoas jurídicas o arrefecimento da demanda por crédito acompanhou a moderação da atividade econômica.

O saldo total do crédito bancário, computadas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.984 bilhões em novembro, expandindo-se 5% no trimestre e 18,2% em doze meses, e contribuindo para que a relação empréstimos totais/PIB atingisse 48,2%, ante 46,6% em agosto e 44,9% em novembro de 2010. As participações relativas dos bancos públicos, instituições privadas nacionais e estrangeiras no crédito total do sistema financeiro situaram-se em 42,8%, 39,9% e 17,3%, respectivamente, registrando variações trimestrais respectivas de 0,6 p.p., -0,7 p.p. e 0,1 p.p.

O crédito ao setor privado totalizou R\$1.907 bilhões em novembro, aumentando 4,8% no trimestre e 18,3% em relação a igual período de 2010. O crédito

habitacional, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, totalizou R\$195,3 bilhões, 4,7% no PIB, elevando-se 8,2% no trimestre e 46,2% em doze meses. Os créditos ao segmento outros serviços, favorecidos pela demanda dos setores de siderurgia, transportes e atividades imobiliárias, aumentaram 3,6% no trimestre, somando R\$333 bilhões, e os financiamentos à indústria cresceram 4,5%, para R\$409,7 bilhões, destacando-se os ramos de metalurgia, agronegócios e mecânica. As operações destinadas ao comércio somaram R\$203,4 bilhões, expandindo-se 5,7% no período, ressaltando-se a demanda de lojas de departamento e hipermercados.

O crédito bancário ao setor público somou R\$77,8 bilhões em novembro, crescendo 10,5% no trimestre e 16% em doze meses. As operações com o governo federal e com os estados e municípios atingiram, respectivamente, R\$40,8 bilhões e R\$37 bilhões, elevando-se 17,7% e 3,6% no trimestre. Ressalte-se que na esfera dos estados e municípios destacaram-se os créditos do BNDES para obras de infraestrutura urbana.

As provisões constituídas pelas instituições financeiras totalizaram R\$113,8 bilhões em novembro, expandindo-se 6,2% no trimestre e representando 5,7% do total de crédito do sistema financeiro.

Operações de crédito com recursos direcionados

O crédito direcionado totalizou R\$709 bilhões em novembro, aumentando 6,8% no trimestre e 22,8% em doze meses, com ênfase nas expansões respectivas de 7,9% e 44% nas operações de crédito habitacional. O saldo das operações de crédito rural, impulsionado pela demanda para custeio e investimento agrícolas para a safra 2011/2012, atingiu R\$102,7 bilhões, aumentando 8,2% no trimestre e 21,2% em doze meses.

Os financiamentos do BNDES, computadas as operações diretas e os repasses a instituições financeiras, atingiram R\$408,7 bilhões, elevando-se 6,1% no trimestre e 15,7% em doze meses. Os desembolsos acumulados nos nove primeiros meses do ano totalizaram R\$91,6 bilhões, recuando 28,4% em relação a igual período de 2010. Excluída a operação de capitalização da Petrobras via compra de ações, realizada em setembro de 2010, a retração no período atinge 11,1%. O fluxo de novos recursos

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2011					
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	662,5	680,6	684,3	701,0	5,0	18,2
BNDES	385,1	399,2	398,3	408,7	8,1	14,1
Direto	187,9	196,9	193,6	203,0	8,1	14,1
Repasses	197,2	202,3	204,7	205,6	4,3	17,3
Rural	93,7	93,7	93,7	94,7	8,2	21,2
Bancos e agências	89,2	91,6	92,3	96,8	8,5	21,2
Cooperativas	5,7	5,5	5,8	5,9	3,2	21,1
Habitação	168,9	172,5	177,1	182,2	7,9	44,0
Outros	14,9	15,1	15,2	15,4	3,3	18,9

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

	R\$ milhões		
Discriminação	Jan-set		Variação %
	2010	2011	
Total	128 013	91 628	-28,4
Indústria	64 829	28 455	-56,1
Extrativa	1 085	2 258	108,1
Produtos alimentícios	10 412	3 881	-62,7
Veículo, reboque e carroceria	4 920	3 500	-28,9
Coque, petróleo e combustível	27 571	2 976	-89,2
Comércio/serviços	56 034	55 949	-0,2
Eletricidade e gás	7 843	9 955	26,9
Construção	4 995	4 504	-9,8
Telecomunicações	1406	1100	-21,7
Agropecuária	7 150	7 224	1,0

Fonte: BNDES

as para micro, pequenas e médias empresas somou R\$36,2 bilhões, correspondendo a 39,5% do total de desembolsos no trimestre.

Operações de crédito com recursos livres

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação					R\$ bilhões	
	2011				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	1 226,3	1 249,5	1 257,8	1 275,4	4,0	15,8
Pessoa jurídica	610,2	626,3	619,4	631,4	3,5	14,4
Referencial ^{1/}	512,0	526,9	529,7	541,6	5,8	18,1
Rec. domésticos	453,3	463,5	467,7	479,5	5,8	18,0
Rec. externos	58,7	63,4	62,1	62,0	5,7	18,5
Leasing ^{2/}	36,2	35,6	34,0	33,2	-8,4	-20,5
Rural ^{2/}	3,3	3,5	3,3	3,5	7,3	2,7
Outros ^{2/}	58,7	60,4	52,3	53,1	-9,5	10,4
Pessoa física	616,1	623,2	638,4	644,0	4,5	17,2
Referencial ^{1/}	483,9	492,2	498,3	503,1	4,0	21,7
Cooperativas	29,0	30,1	30,8	31,4	8,3	26,9
Leasing	33,5	32,0	30,5	29,2	-12,7	-37,0
Outros	69,7	68,9	78,7	80,2	15,1	24,3

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

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

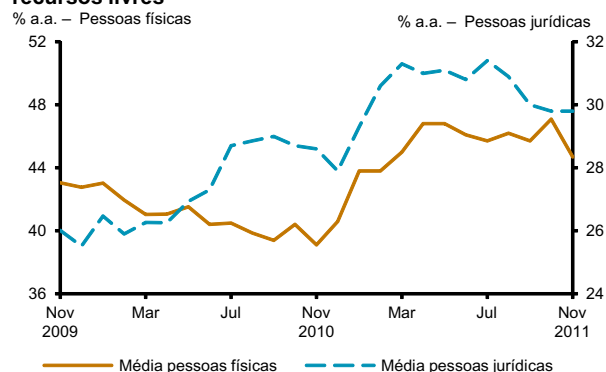
O saldo das operações com recursos livres totalizou R\$1.275 bilhões em novembro, ampliando-se 4% no trimestre e 15,8% em doze meses, e passando a representar 64,3% da carteira do sistema financeiro, ante 64,9% em agosto. Os empréstimos a pessoas físicas somaram R\$644 bilhões, aumentando 4,5% no trimestre, com ênfase nas expansões respectivas de 3,5% e 4% nas modalidades crédito pessoal e financiamentos de veículos.

A Circular nº 3.563, de 11 de novembro de 2011, alterou os requerimentos de capital necessários à cobertura de exposições em operações de crédito às famílias. Nesse sentido, foi reduzida a ponderação de risco aplicada às contratações de crédito pessoal e aos financiamentos e arrendamentos mercantis de veículos com prazos entre 24 e 60 meses, sendo ampliada, no entanto, a necessidade de capital relativa a prazos superiores a 60 meses.

As operações contratadas no segmento de pessoas jurídicas somaram R\$631,4 bilhões em novembro. O aumento trimestral de 4,5% refletiu, em parte, a expansão de 4,5% na modalidade capital de giro, impulsionada pela demanda de pequenas e médias empresas em preparação para as vendas de final de ano.

Taxas de juros e inadimplência

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres



A taxa média de juros relativa ao crédito referencial atingiu 38,5% a.a. em novembro, variando -1,2 p.p. no trimestre e 3,7 p.p. em relação a igual mês de 2010. O *spread* bancário situou-se em 28,2 p.p., registrando acréscimos respectivos de 0,4 p.p. e de 4,6 p.p. nas bases de comparação mencionadas. A taxa média de juros atingiu 44,7% no segmento de pessoas físicas, recuando 1,5 p.p. no trimestre e elevando-se 5,6 p.p. em doze meses, e 29,8% no segmento de pessoas jurídicas, variando -1,1 p.p. e 1,2 p.p., respectivamente. Ressalte-se que a greve dos bancários em outubro, ao restringir parcialmente o fluxo de concessões em modalidades usualmente negociadas em agências e com

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

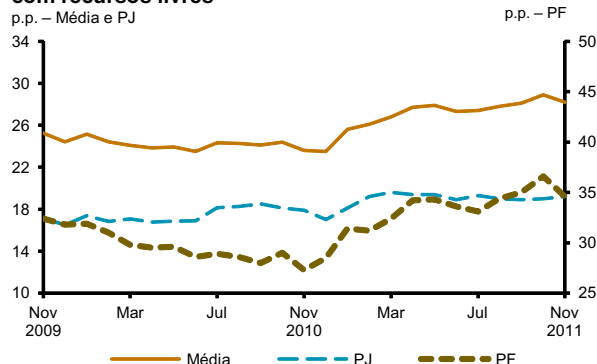
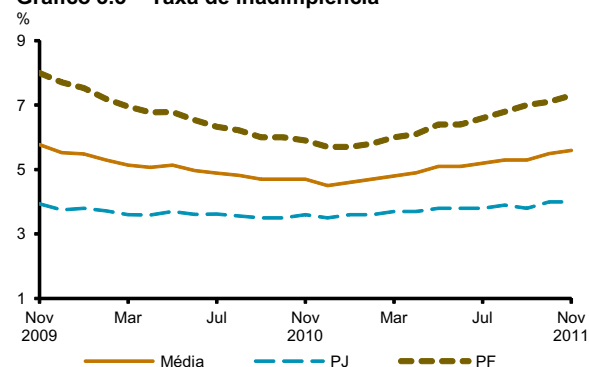


Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

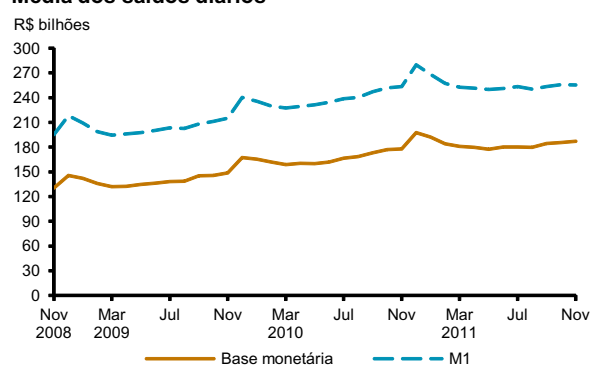
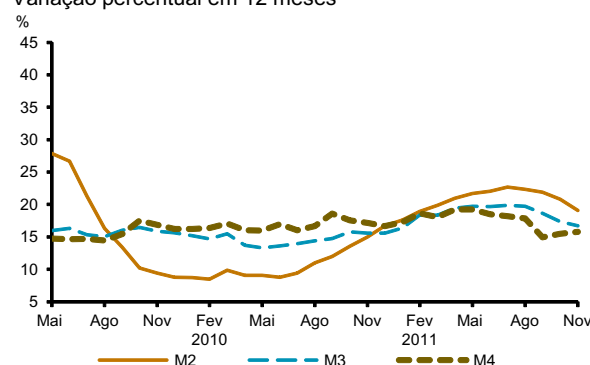


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses



custos mais baixos – consignado, financiamento de veículos, crédito imobiliário – favoreceu o aumento das concessões de créditos em modalidades pré-aprovadas, tradicionalmente com taxas de juros mais elevadas, e concorreu para o aumento médio de 1,3 p.p. registrado na taxa de juros dos empréstimos para pessoas físicas naquele mês.

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial, impactada, em parte, pela greve bancária, atingiu 5,6% em novembro, aumentando 0,3 p.p. no trimestre e 0,9 p.p. em doze meses. Os atrasos relativos às operações com pessoas físicas registraram aumentos de 0,5 p.p. e de 1,4 p.p., e os relativos a pessoas jurídicas, elevações respectivas de 0,1 p.p. e 0,4 p.p. Ressalte-se que, assim como na apuração das taxas de juros em outubro, a paralisação dos bancários contribuiu para a elevação dos atrasos e da inadimplência no mês, na medida em que eventuais restrições de acesso às agências reduziram o volume de quitações e renegociações de dívidas. A reversão parcial desse efeito foi evidenciada pela redução, em novembro, do percentual de atrasos de 15 a 90 dias, de 6,9% para 6,5%.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 495 dias em novembro, crescendo dois dias no trimestre e 27 dias em doze meses. No segmento de pessoas físicas, refletindo a representatividade crescente dos financiamentos imobiliários, ocorreram aumentos respectivos de 10 dias e 45 dias, enquanto no âmbito das pessoas jurídicas os prazos decresceram 4 dias no trimestre e aumentaram 7 dias em doze meses.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$255,3 bilhões em novembro. O aumento trimestral de 1,9% decorreu de variações respectivas de 4,5% e -0,1% nos saldos médios do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista. O agregado cresceu 0,8% em doze meses. A base monetária somou R\$187,3 bilhões, elevando-se 4,2% no trimestre e 5,3% em doze meses.

Consideradas as posições de final de período, a base monetária totalizou R\$182,7 bilhões em novembro, elevando-se R\$3,4 bilhões no trimestre. Essa evolução refletiu o impacto expansionista das operações com títulos públicos federais, R\$47,6 bilhões, contrastando com os

Gráfico 3.8 – Taxas de juros

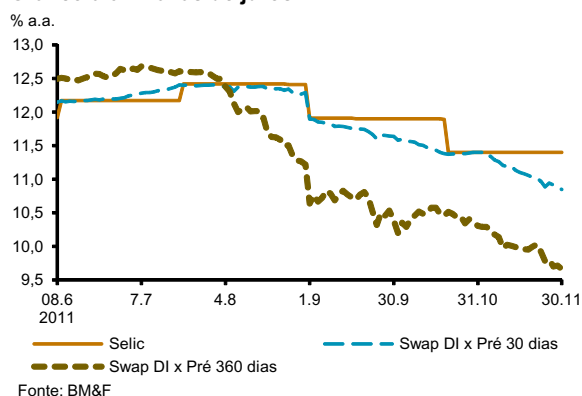


Gráfico 3.9 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

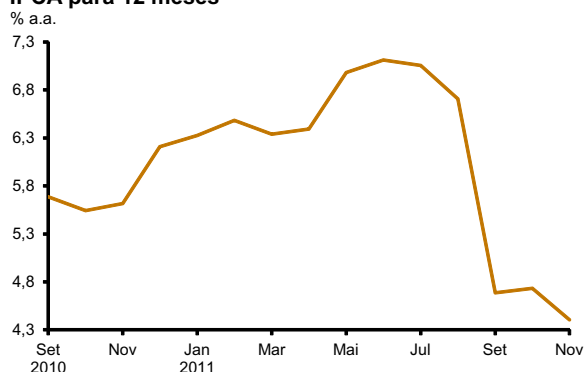
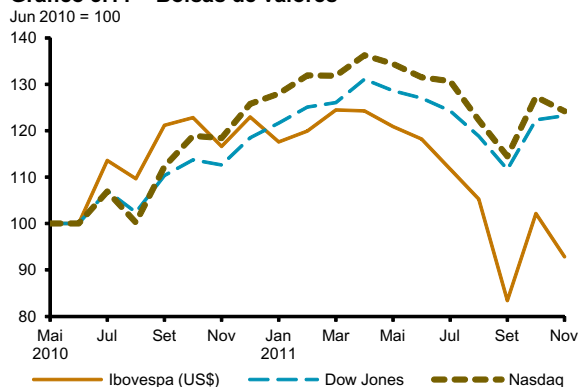


Gráfico 3.10 – Ibovespa



Gráfico 3.11 – Bolsas de valores



efeitos contracionistas das operações do Tesouro Nacional, R\$33,7 bilhões; dos recolhimentos compulsórios, R\$7,6 bilhões, e dos ajustes nas operações com derivativos, R\$2,4 bilhões.

Os meios de pagamento, no conceito M2, aumentaram 3,2% no trimestre e 19,1% em doze meses, somando R\$1,5 trilhão. Ocorreram crescimentos de 31% no estoque de títulos privados e de 11,6% nos depósitos de poupança. O M3 situou-se em R\$2,9 trilhões, elevando-se 2,7% no trimestre e 16,7% em doze meses, enquanto o agregado M4 atingiu R\$3,5 trilhões, com expansões respectivas de 3,4% e 15,8%, nas mesmas bases de comparação.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros se deslocou significativamente para baixo durante o trimestre, especialmente no caso de vértices para prazos mais longos. As taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias encerraram novembro a 10,85% a.a., redução de 144 p.b. no trimestre, e as relativas aos contratos de 360 dias atingiram 9,66% a.a., recuando 156 p.b. no período.

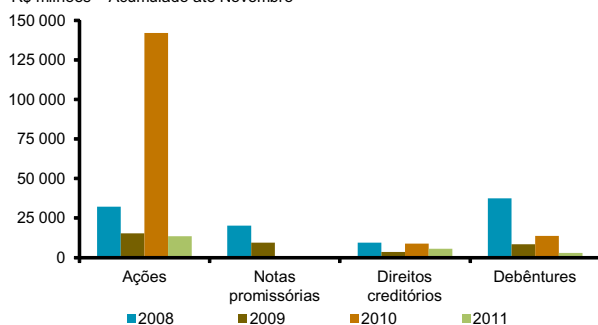
A pesquisa Relatório de Mercado de 30 de novembro, realizada pelo Banco Central, apontou retração da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, que recuou para 4,4% a.a., ante 6,7% a.a. no final do trimestre anterior. Esse resultado acompanhou a evolução das projeções para a taxa Selic para os próximos doze meses, que retrocedeu de 12,50% a.a. para 10,21% a.a., nesse período.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 56.874 pontos ao final de novembro, ante 56.495 pontos ao final de agosto. O valor de mercado das empresas listadas no índice manteve relativa estabilidade, atingindo R\$1,8 trilhão no final do trimestre, enquanto a média diária do volume transacionado no trimestre recuou 1% em relação à média do trimestre anterior. Avaliado em dólares, o Ibovespa recuou 11,8% nos últimos três meses, traduzindo o efeito da depreciação cambial de 14,1%, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq elevaram-se 3,7% e 1,6%, respectivamente.

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ milhões – Acumulado até Novembro



Fonte: CVM

As emissões primárias de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios totalizaram R\$22,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, ante R\$164,4 bilhões em igual período do ano anterior. Esse desempenho, condicionado pela retração dos negócios, bem como pelos expressivos volumes emitidos pela Petrobras em 2010, refletiu as reduções nas emissões de ações e de debêntures, que somaram, respectivamente, R\$13,5 bilhões e R\$3 bilhões, ante, na ordem, R\$141,9 bilhões e R\$13,6 nos onze primeiros meses de 2010.

3.3 Política fiscal

A Lei Complementar n.º 139, publicada em novembro deste ano, reajustou em 50% os limites de receita bruta anual para efeito de enquadramento das microempresas e empresas de pequeno porte no regime tributário diferenciado, denominado Simples Nacional. A partir de 2012, será considerada microempresa a pessoa jurídica que auferir, no ano calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$360 mil; e empresa de pequeno porte, aquela que auferir receita bruta superior a R\$360 mil e igual ou inferior a R\$3,6 milhões. A Lei Complementar também elevou, de R\$36 mil para R\$60 mil, o valor da receita bruta para efeito de enquadramento do trabalhador informal na categoria de Microempreendedor Individual (MEI). O Governo estima que a renúncia total de receitas em 2012 decorrentes da Lei Complementar totalize R\$5,3 bilhões.

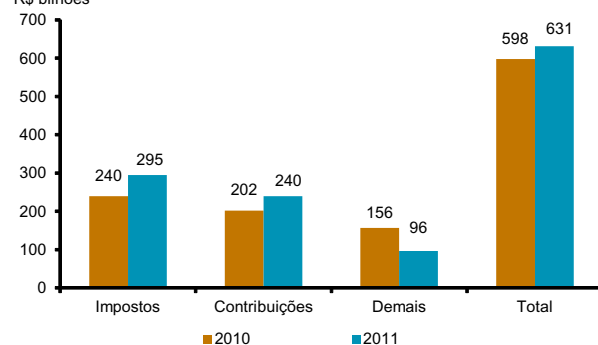
Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Segmento	2009		2010		Out 2011 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,1	-102,8	-2,6
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-29,3	-0,7
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-1,5	-0,0
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-133,6	-3,3

1/ Acumulado em doze meses até outubro.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Jan-out



Dezessete governadores de estado assinaram, em novembro, termos de entendimento com o Ministério da Fazenda visando a ampliação do nível de endividamento em até R\$37 bilhões. O acordo busca viabilizar a elevação dos investimentos em infraestrutura, saneamento, saúde, educação, segurança, entre outras ações, devendo exercer desdobramentos favoráveis sobre a criação de empregos e, em decorrência, sobre a massa salarial e a arrecadação de tributos.

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$118,6 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 3,54% do PIB, elevando-se 0,66 p.p. do PIB em relação a igual período do ano anterior. Essa evolução refletiu, em

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Jan-out

Discriminação	2010		2011	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	325 131	10,8	356 203	10,6
Pessoal e encargos sociais	132 788	4,4	145 125	4,3
Custeio e capital ^{1/}	191 346	6,4	209 303	6,3
FAT	25 185	0,8	29 398	0,9
Subsídio e subvenções	7 504	0,2	9 259	0,3
Loas/RMV	18 431	0,6	20 671	0,6
Investimento	36 104	1,2	34 780	1,0
Outras	104 122	3,5	115 194	3,4
Transferências ao Bacen	997	0,0	1 775	0,1

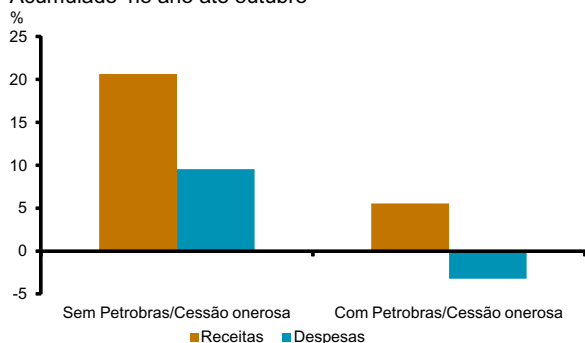
Fonte: Ministério da Fazenda/STN

1/ Exclui despesas com capitalização da Petrobras em 2010 (R\$42,9 bilhões).

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social
Jan-out

Discriminação	R\$ bilhões		
	2010	2011	Var. %
Arrecadação bruta	181,9	212,7	16,9
Restituição/devolução	-0,5	-0,8	65,4
Transferência a terceiros	-17,9	-21,2	18,7
Arrecadação líquida	163,5	190,6	16,6
Benefícios previdenciários	205,5	226,8	10,4
Resultado primário	-41,9	-36,2	-13,7
Arrecadação líquida/PIB	5,4%	5,7%	
Benefícios/PIB	6,8%	6,8%	
Resultado primário/PIB	-1,4%	-1,1%	

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



especial, o aumento de 0,51 p.p. do PIB no superávit do Governo Central. No período de doze meses encerrado em outubro, o superávit do setor público consolidado atingiu 3,33% do PIB.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$631,1 bilhões, de janeiro a outubro deste ano, registrando crescimento de 5,6% e recuo de 1,1 p.p do PIB, relativamente ao mesmo período de 2010, com ênfase nos aumentos respectivos de 32,4% e 23,2% nos recolhimentos da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e do Imposto de Renda Retido na Fonte. Ressalte-se que, desconsiderado o ingresso de R\$74,8 bilhões relativo à cessão onerosa de petróleo, em setembro de 2010, sem correspondência em 2011, o crescimento da receita bruta atingiria 20,7%, ou 1,5 p.p. do PIB, na mesma base de comparação.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$356,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano, reduzindo-se 3,2%, equivalentes a 1,6 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010. Desconsiderada a despesa de R\$42,9 bilhões com a capitalização da Petrobras, realizada em setembro de 2010 e sem correspondência em 2011, a redução nas despesas equivale a 0,2 p.p. do PIB. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 9,3%, e as despesas com custeio e capital, excluída a capitalização da Petrobras, 9,4%. Os dispêndios com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) cresceram 17,7%.

A Previdência Social registrou déficit de R\$36,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano, resultado 0,31 p.p. do PIB inferior ao registrado em igual intervalo de 2010. A arrecadação líquida da Previdência, refletindo o aumento da massa salarial e o aumento na formalização do emprego, cresceu 16,6%, e as despesas com benefícios previdenciários, traduzindo aumentos no valor médio das aposentadorias e auxílios, e na quantidade média dos benefícios, 10,4%.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 7,9% nos dez primeiros meses de 2011, em relação a igual período do ano anterior, e as despesas, 1,7%, resultando em crescimento de 36,4% no superávit primário do período. Excluídos os efeitos da cessão onerosa de petróleo e da capitalização da Petrobras, ocorreram aumentos de 19,9% nas receitas e de 9,9% nas despesas.

As transferências para os governos regionais somaram R\$138 bilhões nos dez primeiros meses do

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

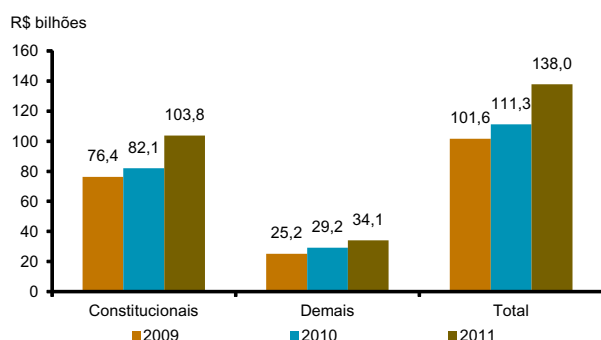


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

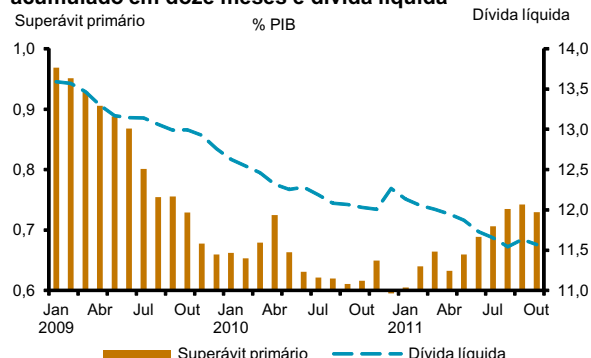
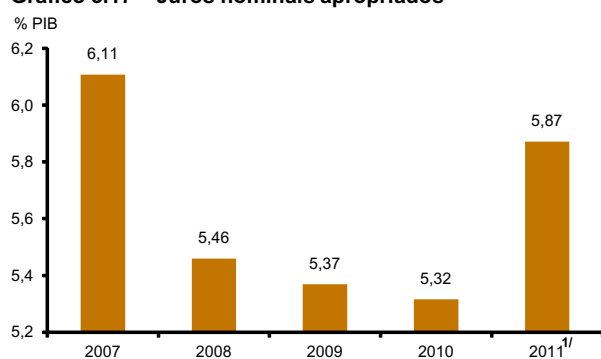


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados



1/ Valores acumulados em doze meses até outubro.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2009		2010		Jan-out 2011	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	106,2	3,3	93,7	2,5	79,1	2,4
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-118,6	-3,5
Juros	171,0	5,4	195,4	5,3	197,7	5,9
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,5	79,1	2,4
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	187,2	5,6
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	222,5	6,6
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,7	-21,0	-0,6
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-14,3	-0,4
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-108,1	-3,2

ano, elevando-se 23,9% em relação a igual período de 2010. Ressalte-se, no período, o aumento de 26,4% nas transferências constitucionais, reflexo da maior arrecadação do Imposto de Renda (IR) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), e da expansão de 83,4% nas transferências do Fundeb, em linha com o programa de repasses e o ajuste da distribuição dos recursos referente ao ano de 2010.

Os recolhimentos referentes ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) registraram crescimentos respectivos de 14,1% e 12,9% nos nove primeiros meses de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior.

O superávit primário dos governos regionais atingiu R\$30,8 bilhões nos dez primeiros meses de 2011, elevando-se 0,18 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. As empresas estatais registraram superávit de R\$2 bilhões, 0,06% do PIB, no período, resultado 0,03 p.p. do PIB inferior ao assinalado no período correspondente de 2010.

Os juros nominais, apropriados por competência, atingiram R\$197,7 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 5,90% do PIB, elevando-se 0,67 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2010. Esse comportamento foi influenciado pela maior variação do IPCA e pelo patamar mais elevado da taxa Selic acumulada no ano, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais.

O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$79,1 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 2,36% do PIB, elevando-se 0,01 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2010. 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 emissões líquidas, com impacto monetário contracionista, de R\$21,8 bilhões no

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

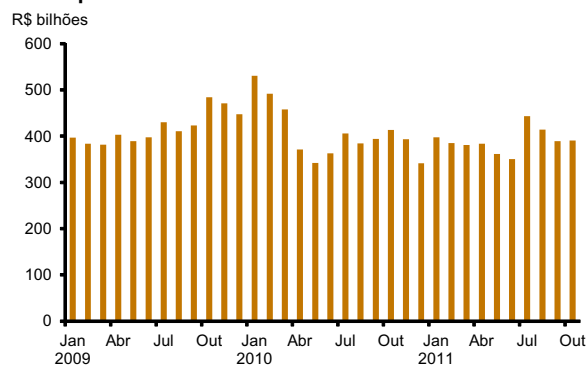


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

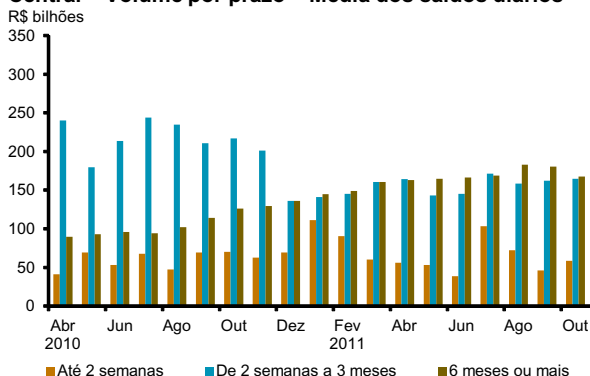
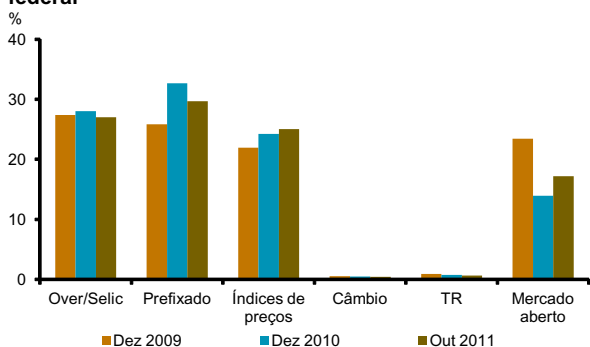
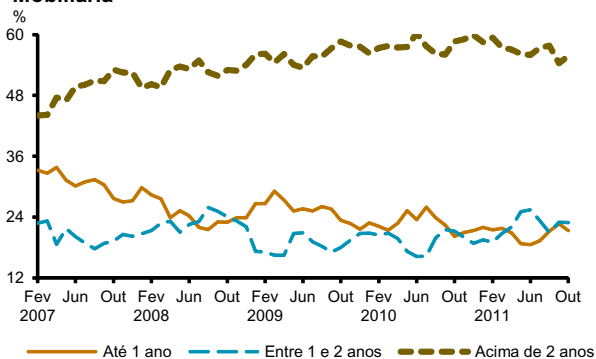


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



trimestre encerrado em outubro, resultado de colocações de R\$73,1 bilhões e resgates de R\$51,3 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$5,8 bilhões, das quais 65,3% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 34,1% com Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e 0,5% com Letras do Tesouro Nacional (LTN).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$390,6 bilhões em outubro, recuando 11,9% no trimestre. Esse desempenho resultou de reduções nas operações de seis meses, de R\$168,8 bilhões em julho para R\$167,6 bilhões em outubro; de duas semanas a três meses, de R\$171,2 bilhões para R\$164,6 bilhões; e de prazo inferior a duas semanas, de R\$103,5 bilhões para R\$58,4 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.732,6 bilhões em outubro, 43,1% do PIB, aumentando 0,8 p.p. do PIB em relação a julho e 0,1 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral decorreu de emissões líquidas realizados no mercado primário, R\$21,6 bilhões; incorporação de juros nominais, R\$50,5 bilhões; e do impacto de R\$0,7 bilhão associado à depreciação cambial de 8,5%, no período.

Em outubro, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa *over*/Selic, dos prefixados e dos atrelados a índices de preços registraram, na ordem, acréscimos de 0,4 p.p., 1,4 p.p. e 1,0 p.p., em relação a julho, enquanto a relativa aos financiamentos do Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, reduziu-se 2,9 p.p.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em outubro: 2,2% do total em 2011; 19,3% em 2012; e 78,5% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vencidos em 12 meses representaram 21,3% do total da dívida mobiliária em mercado, respeitando o intervalo de 21% a 25% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2011. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 42,3 meses, no intervalo do PAF 2011, de 42 a 44,4 meses.

O estoque líquido das operações reversas de *swap* cambial atingiu R\$1,5 bilhão em outubro. O resultado obtido

no trimestre (diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$2,2 bilhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A DLSP totalizou R\$1.535 bilhões, 38,2% do PIB, em outubro. O recuo de 1,9 p.p. do PIB registrado em relação a dezembro de 2010 decorreu de reduções em todos os segmentos do setor público, com destaque para a retração de 1,21 p.p. do PIB no âmbito do Governo Central.

A redução registrada na relação DLSP/PIB no ano refletiu as contribuições do superávit primário, 3 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 3,4 p.p.; da depreciação cambial de 1,3% acumulada no ano, 0,2 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,3 p.p. do PIB, neutralizadas, em parte, pelo impacto da apropriação dos juros nominais, 4,9 p.p. do PIB.

A composição da DLSP alterou-se ao longo dos primeiros dez meses de 2011, com destaque para o crescimento de 9,3 p.p., para 72,8%, da parcela vinculada à taxa Selic, que representava 63,5% do endividamento líquido total em dezembro de 2010. A parcela credora vinculada ao câmbio passou de 27,5% para 34,6%, no período. Ressalte-se, ainda, o crescimento da parcela vinculada a índices de preços e da parcela credora vinculada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), essa última em função da ampliação dos empréstimos da União ao BNDES.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.226,3 bilhões, 55,4% do PIB, em outubro, aumentando 0,7 p.p. do PIB no ano, com ênfase no impacto da apropriação de juros nominais sobre o estoque da dívida existente.

3.4 Conclusão

As operações de crédito permaneceram em trajetória de expansão moderada, refletindo os efeitos de ações de política implementadas desde o final do ano passado, e da desaceleração recente do nível de atividade econômica. O

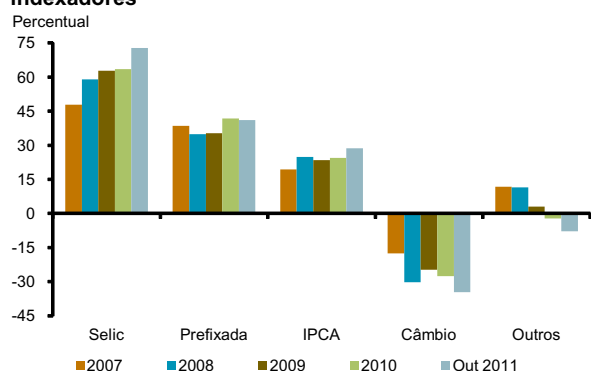
Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida
Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Out 2011	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,2	1 534 951	38,2
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,6	59 130	-1,9
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	59 130	1,5
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,5	79 136	2,0
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-118 596	-3,0
Juros	171 011	5,4	195 369	5,3	197 732	4,9
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	-9 275	-0,2
Dívida interna ^{1/}	-3414	-0,1	1513	0,0	-60	0,0
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	-9 215	-0,2
Outros ^{2/}	10 907	0,3	1 533	0,0	-11 339	-0,3
Reconhecimento						
de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	609	0,0
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-1,9		-5,7		-3,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores



mercado segue impulsionado, particularmente, pelo crédito habitacional, modalidade cuja participação no PIB aumentou de 1,7% em dezembro de 2007, para 4,7% em outubro de 2011.

No âmbito das pessoas jurídicas, a moderação da atividade contribuiu para conter a demanda no segmento de crédito com recursos livres. No mesmo sentido, ocorreram retrações nos financiamentos com recursos direcionados, e nas captações mediante emissões no mercado de capitais, sobretudo de ações e debêntures.

O crédito ao consumo, ainda sensibilizado pelas medidas macroprudenciais implementadas em dezembro de 2010, manteve desempenho moderado. No entanto, a reversão parcial das medidas, anunciada em novembro, tende a contribuir para a expansão dos empréstimos nas modalidades crédito pessoal e do financiamento de veículos.

No âmbito fiscal, o resultado primário acumulado no ano, reflexo do desempenho da arrecadação e de maior moderação das despesas, indica a viabilidade do cumprimento integral da meta de superávit anual. O cumprimento da meta e a manutenção da trajetória descendente da relação DLSP/PIB são indicativos relevantes da sustentabilidade das contas públicas brasileiras, perspectiva que ganha contornos mais importantes no atual cenário de deterioração do ambiente econômico internacional.

Perfil e Projeções do Endividamento Público

O acompanhamento da dinâmica da dívida pública deve levar em conta aspectos como saldo da dívida e o fluxo primário das necessidades de financiamento em determinado período, bem como o perfil e a composição dos ativos e passivos que são impactados pelas trajetórias das taxas de juros, dos índices de preços e da taxa de câmbio. Nesse contexto, o objetivo deste box consiste em analisar o endividamento público brasileiro, com ênfase nos prazos de vencimentos de créditos e débitos, e apresentar projeções da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) para os próximos anos, a partir de hipóteses delineadas por expectativas de mercado para seus principais indexadores.

Gráfico 1 – Participação percentual dos indexadores da DLSP e DBGG

Posição em outubro/2011

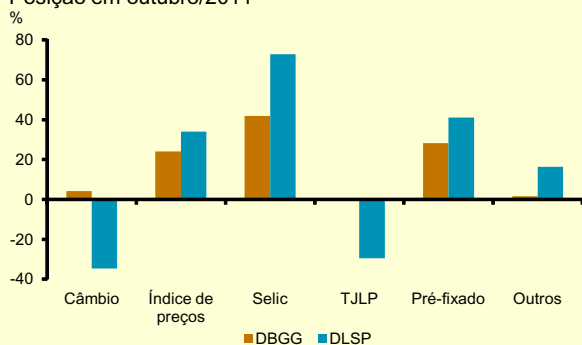
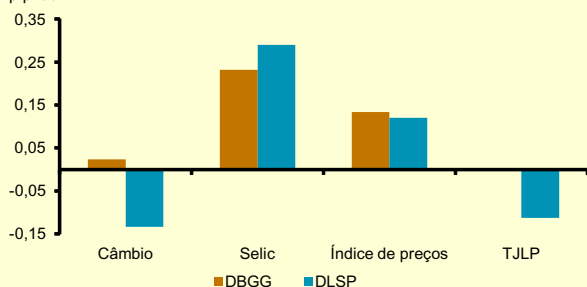


Gráfico 2 – Elasticidade da relação DLSP/PIB e DBGG/PIB aos indexadores^{1/}

p.p. do PIB



1/ Selic, TJLP e índice de preços: variação de 1 p.p. na taxa anual. Taxa de câmbio: desvalorização de 1 p.p.

Os principais indexadores da DLSP, considerada a posição de outubro, se constituíam na taxa Selic e nas taxas pré-fixadas, seguindo-se a participação dos índices de preços, da taxa de câmbio e da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A taxa Selic também é o principal indexador da DBGG, seguindo-se as taxas pré-fixadas e os índices de preços – a taxa de câmbio tem pouca participação na DBGG. As participações dos indicadores mencionados nas estruturas da DLSP e da DBGG encontram-se no Gráfico 1, ressaltando-se que para a DLSP, o sinal negativo expressa posição liquidamente credora associada ao indexador.

As elasticidades das relações DLSP/PIB e DBGG/PIB aos indexadores considerados encontram-se no Gráfico 2. Uma variação de 1 p.p. na taxa Selic, mantida por um ano, exerce impactos respectivos de 0,29 p.p. e 0,23 p.p. nas relações DLSP/PIB e DBGG/PIB, enquanto variação idêntica na taxa anual dos índices de preços determina impactos de

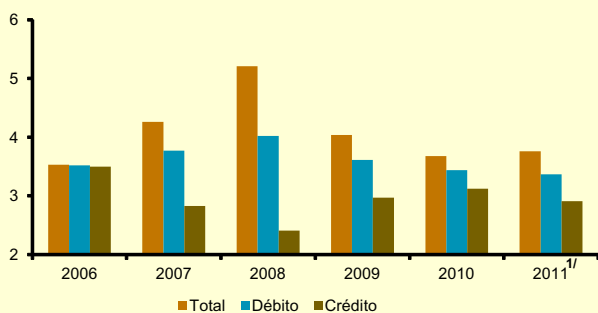
Tabela 1 – Cronograma de vencimento de débitos e créditos da DLSP

Posição em outubro/2011

	R\$ bilhões					
	DLSP		Débito		Crédito	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Até 1 ano	557	36,3%	1 348	45,9%	-791	56,5%
De 1 a 3 anos	561	36,5%	698	23,8%	-138	9,8%
De 3 a 5 anos	164	10,7%	319	10,9%	-155	11,1%
De 5 a 10 anos	129	8,4%	303	10,3%	-174	12,4%
Após 10 anos	124	8,1%	268	9,1%	-143	10,2%
Total	1 535	100,0%	2 936	100,0%	-1 401	100,0%

Gráfico 3 – Prazo médio da DLSP

Anos



1/ Dados de outubro.

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 2 – Prazo médio da DLSP

Prazo médio	Anos					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^{1/}
Governo Central	3,36	4,16	5,06	3,91	3,55	3,63
Governos Regionais	10,58	12,41	14,01	12,93	10,23	10,99
Empresas Estatais	4,51	2,11	6,56	6,75	7,22	8,53
Total	3,53	4,26	5,21	4,04	3,68	3,76

1/ Valores em outubro.

0,12 p.p. e 0,13 p.p., respectivamente. Variações na taxa de câmbio e na TJLP, indexadores de parcelas credoras do endividamento líquido, exercem efeitos relevantes apenas na relação DLSP/PIB. Assim, uma depreciação cambial de 1% resulta em recuo de 0,13 p.p., e uma elevação de 1 p.p. na TJLP, mantida por um ano, em redução de 0,11 p.p., na relação DLSP/PIB.

O cronograma de vencimentos também é relevante na avaliação do endividamento, ressaltando-se que, considerada a posição de outubro, 36,3% do saldo da DLSP vence em até um ano, resultado de vencimentos respectivos de 45,9% e de 56,5% nos débitos e nos créditos (Tabela 1). O cronograma de vencimentos dos créditos do setor público mostra-se, portanto, concentrado no curto prazo, atingindo, no primeiro ano, 58,7% do total de débitos vencidos nesse período.

O prazo médio total da DLSP totalizou 3,76 anos em outubro de 2011, resultado de prazos médios de 2,91 anos da parcela credora e de 3,37 anos dos passivos (Gráfico 3). Vale ressaltar que o prazo médio da DLSP registrou tendência crescente de 2006 a 2008, quando passou de 3,53 para 5,21 anos, trajetória interrompida em 2009, em face da crise financeira internacional, e retomada ao longo de 2011. A segmentação da DLSP revela que os prazos médios das dívidas líquidas do Governo Central, dos governos regionais e das empresas estatais atingiram, na ordem, 3,63, 10,99 e 8,53 anos, em outubro (Tabela 2).

A projeção da DLSP e da DBGG para os próximos anos considerou:

- a trajetória prevista pelos analistas de mercado, divulgada pelo Boletim Focus, para os seus principais indexadores;
- o cumprimento integral da meta de superávit primário estabelecida para 2011 e 2012, mantendo-se no patamar de 3,1% do PIB nos anos seguintes, de acordo com o indicado na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO); e
- previsão de crescimento do PIB para 2011 e 2012 divulgada em box próprio neste Relatório

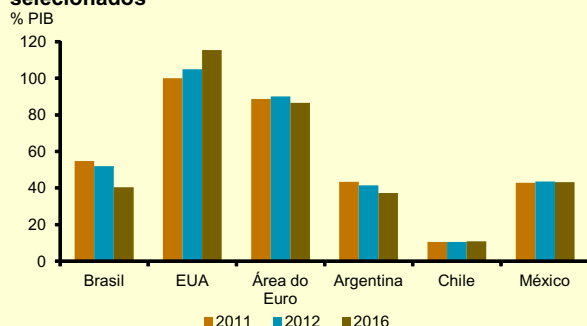
de Inflação, assumindo-se os parâmetros de mercado para os demais anos.

Tabela 3 – Projeções de variáveis fiscais^{1/}

Período	DLSP	DBGG	% PIB	
			Déficit nominal	Juros nominais
2011	36,9	54,8	2,5	5,6
2012	35,7	51,9	1,2	4,3
2013	33,8	48,8	1,1	4,2
2014	31,3	45,7	0,5	3,6
2015	28,9	43,0	0,3	3,4
2016	26,1	40,4	-0,1	3,0

1/ Considerou-se o superávit primário previsto na LDO para 2011 e 2012, e de 3,1% do PIB para os demais anos.

Gráfico 4 – Projeções da DBGG de países selecionados



Fontes: Banco Central e FMI/WEO de set/2011

A partir destas hipóteses, a relação DLSP/PIB deverá atingir 36,9% em dezembro de 2011, recuando para 35,7% em 2012 e 26,1% em 2016, enquanto a relação DBGG/PIB deverá decrescer de 54,8% para 51,9% e 40,4%, nos períodos mencionados. O déficit nominal, previsto em 2,5% do PIB em 2011, está estimado em 1,2% do PIB em 2012 e deverá ser revertido para superávit de 0,1% do PIB em 2016 (Tabela 3). Ocorrendo, portanto, o cenário projetado pelo mercado e mantidas as metas de superávit, os endividamentos bruto e líquido deverão seguir trajetória descendente no período considerado.

A comparação internacional, a partir da relação DBGG/PIB, revela que o endividamento do setor público brasileiro continua apresentando trajetória favorável, expressa em redução proporcionalmente maior, em comparação ao que se observa nos demais países considerados na análise (Gráfico 4). Ressaltem-se as distinções acentuadas entre as trajetórias projetadas para os indicadores do Brasil, que deverá recuar 14,4 p.p. no período, e para os relacionados aos países da Área do Euro, recuo de 0,8 p.p., e dos Estados Unidos da América (EUA), aumento de 15,4 p.p.

Em linhas gerais, o boxe evidencia, em grande parte com base em projeções dos participantes de mercado para variáveis econômicas consideradas nos cálculos, que o endividamento público brasileiro, bruto e líquido, ainda é bastante indexado à taxa básica de juros. Além disso, o cronograma de vencimentos sugere significativa proporção de créditos disponíveis no curto prazo, o que acrescenta graus de liberdade à administração da dívida. As projeções para os próximos anos indicam trajetória decrescente tanto para a dívida líquida quanto para a dívida bruta do setor público.

Economia internacional

4.1 Atividade econômica

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2009	2010	2011					
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
PIB								
Estados Unidos	3,8	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	2,0
Área do Euro	1,5	1,5	3,7	1,8	1,1	3,1	0,7	0,6
Reino Unido	3,0	0,6	4,3	2,5	-2,0	1,6	0,4	2,0
Japão	7,8	6,5	4,6	2,0	0,1	-6,6	-2,0	5,6
China ^{1/}	nd	nd	nd	nd	10,0	8,2	10,0	9,5
Consumo das famílias								
Estados Unidos	0,4	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	2,3
Área do Euro	1,2	1,0	0,7	1,2	1,4	0,5	-1,8	1,2
Reino Unido	3,9	-0,2	3,0	-0,6	-0,4	-2,5	-2,4	-0,1
Japão	6,2	2,9	0,7	1,4	1,4	-4,9	1,2	3,0
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	-3,7	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	14,8
Área do Euro ^{2/}	-3,2	-2,3	8,5	0,5	-1,5	7,8	0,1	0,4
Reino Unido ^{2/}	1,0	18,2	-8,0	4,3	-2,0	-10,6	6,9	-0,7
Japão	3,6	-5,6	20,2	2,0	-2,8	-3,5	-2,1	-1,6
Investimento residencial								
Estados Unidos	-3,8	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,5	4,2	1,6
Área do Euro ^{3/}	-5,5	-6,6	4,2	-4,2	-5,2	10,4	0,4	nd
Reino Unido	-16,2	-17,0	34,9	18,7	-27,1	-5,3	25,9	nd
Japão	-14,5	13,4	6,2	2,4	12,0	7,3	-7,8	22,4
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	23,5	7,3	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,3
Área do Euro	6,1	13,7	19,0	9,0	4,8	6,7	4,6	6,2
Reino Unido	14,3	-1,1	15,6	0,7	16,5	6,2	-5,2	-4,0
Japão	29,9	29,0	25,7	2,7	-0,5	-0,2	-21,7	32,7
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	17,4	12,6	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	0,5
Área do Euro	3,2	14,8	16,7	7,5	4,2	4,5	1,3	4,5
Reino Unido	13,8	9,6	11,8	11,0	6,8	-11,3	-1,3	1,2
Japão	6,6	10,0	26,9	6,8	0,7	4,5	1,7	14,9
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-0,9	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1
Área do Euro ^{4/}	2,0	-1,9	0,7	0,4	-0,0	0,2	-0,2	-0,1
Reino Unido ^{4/}	2,4	2,6	1,2	-0,2	0,3	3,2	4,6	3,6
Japão	2,9	1,7	-1,0	1,0	-1,7	0,3	7,6	0,2

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.

As reduções nas previsões de crescimento das maiores economias, tanto para este ano quanto para 2012, vêm se intensificando desde meados do ano, perspectiva reforçada, em outubro, pelo recuo do PMI global a 51,3 pontos, menor valor desde julho de 2009. Nesse cenário, embora nos EUA o consumo volte a mostrar sinais favoráveis; no Japão, as ações de reconstrução e a recuperação das linhas de produção pós-catástrofe favoreçam o ritmo da atividade; e, na China, o crescimento ainda tenha impactado apenas marginalmente, a economia da Área do Euro registra desaceleração importante, processo que, em ambiente de alta volatilidade nos mercados financeiros, tende a manter o viés desinflacionário para a economia mundial.

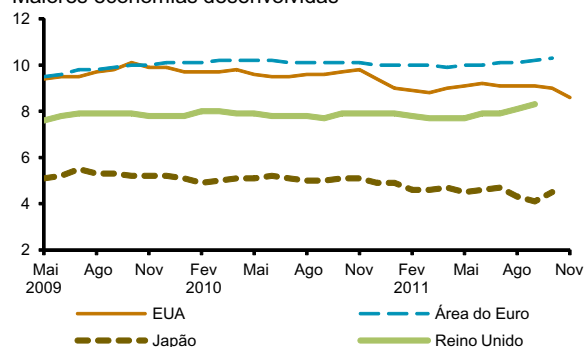
O PIB dos EUA registrou crescimento anualizado de 2% no trimestre encerrado em setembro, ante 1,3% naquele finalizado em junho, com ênfase nas expansões assinaladas no consumo das famílias, 2,3%, e na formação bruta de capital fixo, 14,8%. As exportações cresceram 4,3% e as importações, 0,5%, resultando em contribuição de 0,5 p.p. do setor externo para o crescimento do PIB no trimestre.

A trajetória do PIB americano favoreceu a criação líquida de 414 mil postos de trabalho não rurais no trimestre encerrado em outubro, mês em que a taxa de desemprego recuou para 9%. A evolução do consumo, que registrou elevações mensais de 0,1% em outubro e de 0,5% em setembro, refletiu tanto a melhora no índice de sentimento do consumidor, que atingiu 64,1 pontos em novembro, quanto o recuo da razão poupança sobre renda, que alcançou 3,5% em outubro. A evolução dos PMI's e dos estoques seguem apontando perspectiva de modesta recuperação do setor privado nos EUA.

O crescimento anualizado do PIB da Área do Euro teve o seu pior desempenho desde o segundo trimestre de 2009 e atingiu 0,6% no trimestre encerrado em setembro,

Gráfico 4.1 – Evolução das taxas de desemprego

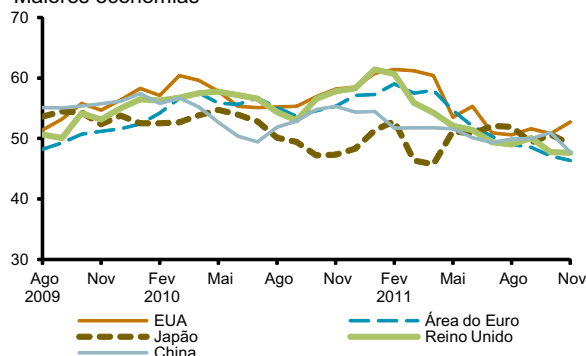
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – PMI manufatura

Maiores economias



Fonte: Thomson

ante 0,7% e 3,1%, respectivamente, naqueles finalizados em junho e em março. Ocorreram elevações no consumo das famílias, 1,2%, e nos investimentos, 0,4%, e retração de 0,1% nos gastos do governo. As exportações elevaram-se 6,2% e as importações, 4,5%, ante aumentos respectivos de 4,6% e 1,3%, no segundo trimestre do ano. Ressalte-se que os produtos da Alemanha e da França aumentaram, na ordem, 2% e 1,6%, no trimestre, contrastando com o recuo de 2,3% assinalado em Portugal. O PIB da Espanha registrou estabilidade, no período.

As incertezas políticas e a crise fiscal em países-membros do bloco têm fortalecido a perspectiva de continuidade desse fraco desempenho no quarto trimestre do ano. Nesse sentido, a Comissão Europeia estimou, em outubro, que o PIB do bloco deverá registrar aumentos de 1,5% em 2011 e de 0,5% em 2012, ante projeções respectivas de 1,6% e 1,8%, em maio. A deterioração da atividade é evidenciada pela manutenção da trajetória crescente dos estoques da indústria, iniciada em junho; e pela retração, desde maio, no respectivo PMI.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2% no trimestre encerrado em setembro, ante 0,4% naquele terminado em junho, com ênfase na contribuição do setor de serviços, que responde por 76% do PIB local. A taxa de desemprego, em trajetória crescente, atingiu 8,3% no trimestre encerrado em outubro, pior resultado desde o trimestre encerrado em janeiro de 1996. Embora o PMI registrasse aumento de 0,4 p.p., para 51 pontos, em novembro, o índice de manufatura recuou 0,2 p.p. no mês, atingindo 47,6 pontos, menor patamar desde julho de 2009.

No Japão, depois de assinalar dois recuos consecutivos, o PIB registrou crescimento anualizado de 5,6% no trimestre encerrado em setembro. O consumo privado, em trajetória de expansão, cresceu 3%, enquanto os investimentos residenciais, o consumo do governo e os investimentos públicos experimentaram variações respectivas de 22,4%, 0,2% e -3,9%. As exportações aumentaram 32,7%, contribuindo com 4,4 p.p. para a expansão trimestral do PIB, e as importações elevaram-se 14,9%. Segundo avaliação dos gerentes de compra, o ritmo da atividade continuou se fortalecendo em outubro, quando o PMI da indústria totalizou 50,6 pontos, e o índice composto, 52,4 pontos, maior valor da série histórica.

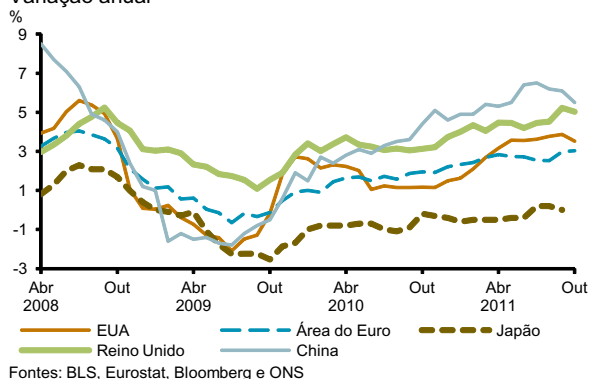
O PIB da China apresentou variação anualizada de 9,5% no trimestre encerrado em setembro, ante 10%

naquele finalizado em junho, enquanto, consideradas variações interanuais, o crescimento do PIB atingiu 9,1% e 9,5%, respectivamente, nos trimestres mencionados. Na margem, as vendas no varejo, os investimentos em ativos fixos e a produção industrial registraram aumentos mensais de 1,3%, 1,2% e 0,9% em outubro, ante 1,3%, 0,1% e 1,1% em setembro.

4.2 Política monetária e inflação

A dinâmica da inflação mundial continua em parte condicionada pelo comportamento dos preços das *commodities*. O recente recuo desses preços, aliado a perspectivas menos favoráveis para a atividade global, contribuiu para o início da reversão da tendência inflacionária predominante até setembro. Nesse contexto, os bancos centrais das economias desenvolvidas sustentaram taxas de juro em níveis excepcionalmente baixos, enquanto nas economias emergentes, à exceção da Índia, Colômbia e Hungria, confirmou-se a interrupção do processo de restrição das condições monetárias, com os bancos centrais da África do Sul, Tailândia, Indonésia e Brasil reduzindo suas respectivas taxas.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual

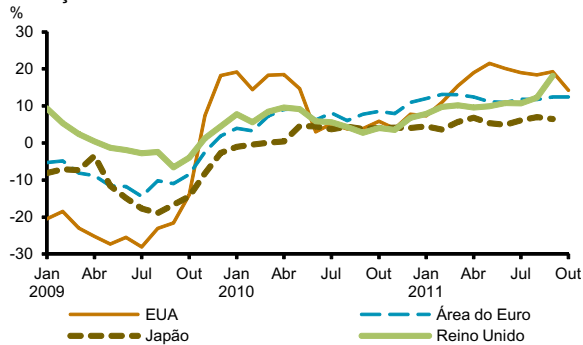


Em 30 de novembro, o *Federal Reserve* (Fed) dos EUA, o Banco do Canadá (BoC), o Banco da Inglaterra (BoE), o Banco do Japão (BoJ), o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Nacional da Suíça (BNS) divulgaram ações coordenadas para aumentar e diversificar a provisão de liquidez ao sistema financeiro global. Com vigência a partir de 5 de dezembro de 2011, as autoridades monetárias acordaram a redução, em 50pb, nas taxas das operações de *swap* de liquidez em dólar, prorrogadas até 1º de fevereiro de 2013. Desse modo, a nova taxa equivalerá à taxa do *Overnight Index Swap* (OIS), acrescida de 50 p.b. Adicionalmente, os referidos bancos centrais estabeleceram, também com validade até 1º de fevereiro de 2013, linhas de *swaps* bilaterais de liquidez em quaisquer das respectivas moedas.

Nos EUA, em consonância com um cenário inflacionário mais benigno, os preços ao consumidor apresentaram os primeiros sinais de desaceleração desde meados de 2010. Evidenciando a menor variação nos preços da energia, que registraram alta anual de 14,2% em outubro, ante 21,5% em maio, a variação anual do IPC atingiu 3,5% em outubro, ante 3,9% em setembro. Em oposição, a variação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos e

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

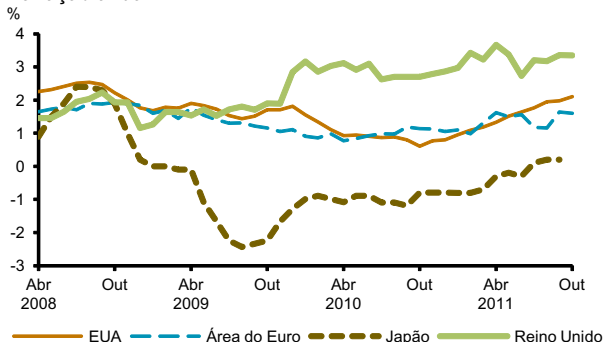
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Núcleo da inflação ao consumidor

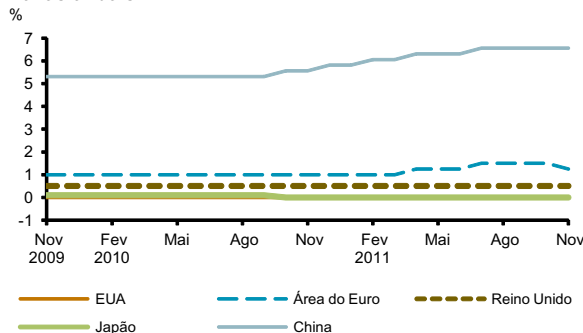
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



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

energia, atingiu 2,1% em outubro, maior valor nos últimos três anos.

Nesse contexto, na reunião de 2 de novembro, o Fed manteve a meta para a taxa dos *fed funds* no intervalo entre 0 e 0,25%, bem como a avaliação feita em agosto, de que o ritmo lento de crescimento e o fraco desempenho do mercado de trabalho devem justificar a manutenção da taxa básica em patamar excepcionalmente baixo até, pelo menos, meados de 2013. Destaque-se que na reunião de setembro, o Fed já havia anunciado novas medidas extraordinárias. Por meio da chamada Operação *Twist*, a autoridade monetária pretende adquirir, até o final de junho de 2012, US\$400 bilhões em títulos de longo prazo do Tesouro, em permuta com títulos de curto prazo e de igual montante. Adicionalmente, anunciou a disposição de reinvestir os vencimentos das dívidas de agências hipotecárias e dos títulos hipotecários por elas emitidos nesses mesmos títulos hipotecários, e de rolar integralmente os títulos vencidos do Tesouro.

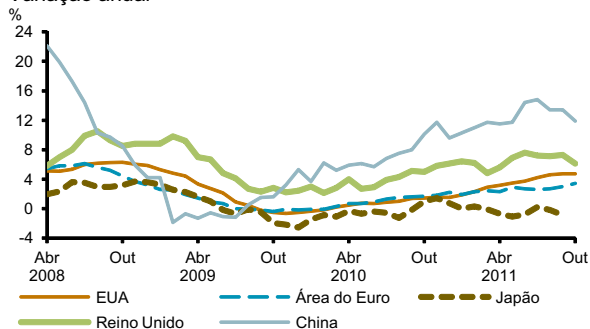
Em meio à deterioração adicional das perspectivas de crescimento na Área do Euro, o BCE reduziu, na reunião de 3 de novembro, a taxa de juros em 25 p.b., para 1,25%, a despeito da variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), que atingiu 3,0% em outubro, maior patamar em três anos. Destaque-se que, com o agravamento da crise da dívida soberana, as compras de bônus governamentais no mercado secundário foram reabertas pelo BCE em agosto. Adicionalmente, operações de refinanciamento foram aprimoradas para prover liquidez ilimitada em euro e dólar.

No Reino Unido, a inflação acumulada em doze meses, depois de atingir 5,2% em setembro, a maior em três anos, recuou para 5,0% em outubro. Segundo o BoE, essa trajetória deverá ser intensificada ao longo do próximo ano, à medida em que, em cenário de elevados desemprego e capacidade ociosa, dissipem-se os fatores temporários responsáveis pela aceleração inflacionária – alta nos preços de energia e bens importados, além do impacto diferido do aumento do Imposto de Valor Agregado (IVA) em janeiro de 2011. Nesse contexto, o BoE manteve a taxa básica de juro em 0,5%, valor vigente desde março de 2009, e ampliou, em outubro, o programa de compra de ativos em £75 bilhões, para £275 bilhões, volume a ser integralizado em 4 meses.

No Japão, a inflação ao consumidor apresentou variação anual de -0,2% em outubro. A oscilação de $\pm 0,2\%$ ao longo do último trimestre deve, segundo o BoJ, manter-se no curto prazo, embora riscos de baixa, decorrentes do

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Variação anual



Fonte: Thomson

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

declínio das expectativas de médio e longo prazos, afetadas pela desaceleração da atividade econômica global, não sejam desconsideradas pela autoridade monetária. Nesse quadro de incertezas, o BoJ reafirmou seu compromisso com a política de taxa de juro nula até que se assegure a estabilidade de preços – inflação anual de até 2%, centrada em 1%. Adicionalmente, decidiu, em 27 de outubro, pela ampliação de seu programa de compra de ativos em ¥5 trilhões, totalizando ¥55 trilhões.

A inflação ao consumidor na China, em moderação desde agosto, recuou a 5,5% em outubro, depois de ter atingido 6,5% em julho. Essa redução se explica, em parte, pela desaceleração dos preços de alimentos, com a taxa anual de variação passando de 14,8% em julho para 11,9% em outubro. Apesar do cenário desinflacionário, o Banco do Povo da China (BPC) manteve, até o final de novembro, tanto a taxa para empréstimo de capital de giro de um ano em 6,56%, valor estabelecido em julho de 2011, quanto, desde junho, as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos, pela ordem, em 19,5% e 21,5%.

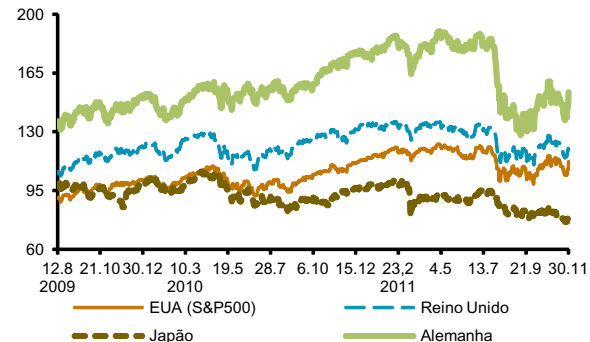
4.3 Mercados financeiros internacionais

O comportamento dos mercados financeiros foi condicionado, no trimestre encerrado em novembro, pelo aprofundamento das desconfianças em relação à situação fiscal e bancária europeia e pelo rebaixamento nas expectativas de crescimento global. Esse cenário resultou em momentos de grande volatilidade no preço dos ativos financeiros, apreciação do dólar, aumento do risco soberano de países europeus com desequilíbrios fiscais mais acentuados, redução nos rendimentos de títulos soberanos norte-americanos, além de aumento das tensões no mercado interbancário da Europa.

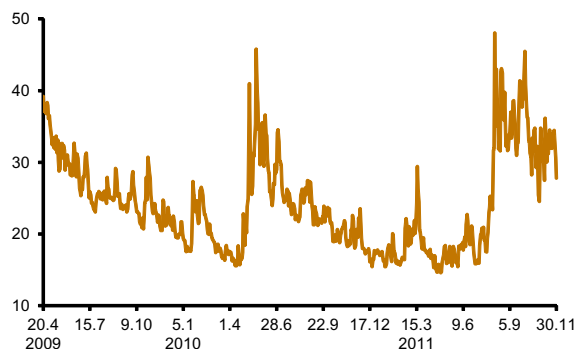
Em outubro, após autoridades europeias garantirem a permanência da Grécia na Área do Euro e indicarem a intenção de solucionar a crise da dívida do continente, o que envolveria plano para recapitalização do setor bancário, aumento da alavancagem do *European Financial Stability Facility* (EFSF) e *haircut* voluntário de 50% na dívida grega detida pelo setor privado, houve diminuição da aversão ao risco. No entanto, em novembro, a falta de definição sobre os detalhes das medidas favoreceu a reversão dessa tendência, não obstante, nos últimos quatro dias do mês,

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

31.12.2003 = 100



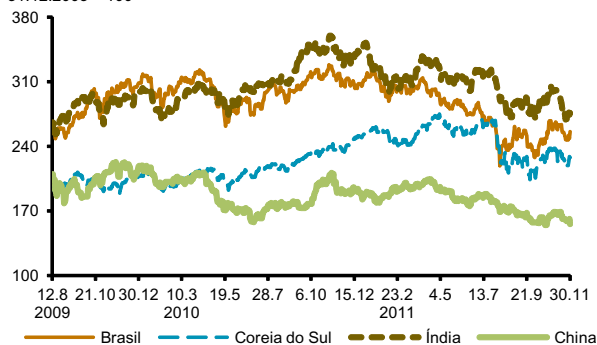
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – VIX

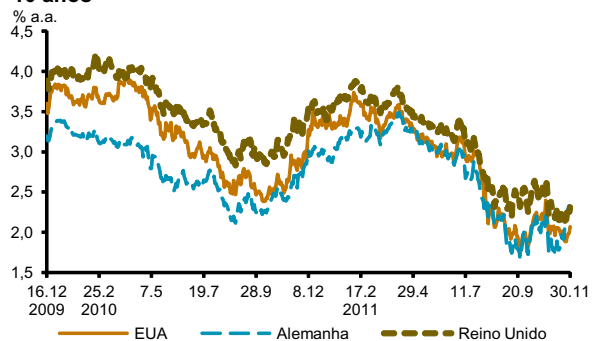
Fonte: Thomson

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes

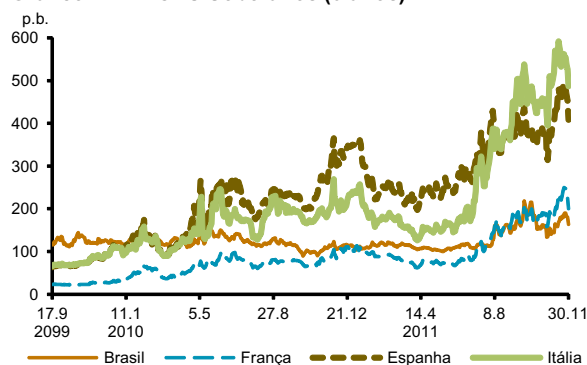
31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos

Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – CDS Soberanos (5 anos)

Fonte: Bloomberg

ocorresse pronunciado recuo da aversão ao risco devido ao aumento da confiança em uma solução negociada para a crise europeia, contribuindo para que os mercados acionários recuperassem as perdas iniciadas no início do trimestre. Nesse cenário, os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA; e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, apresentaram, no trimestre encerrado em novembro, variações respectivas de 5,3%, 2,3% e 2,1%, enquanto o índice Nikkei, do Japão, recuou 5,8%. Cabe salientar que, a exemplo do ocorrido no trimestre anterior, os setores financeiros dos EUA e da Europa continuaram sob intensa pressão, capitaneando as perdas nos momentos de maior volatilidade.

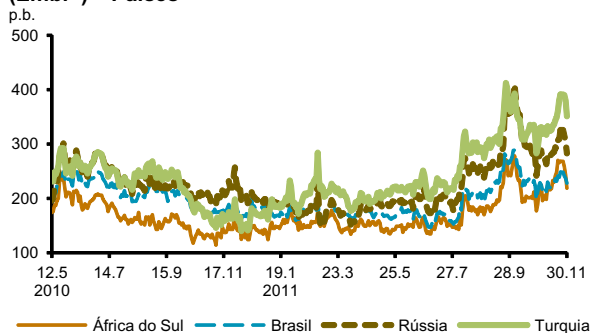
O comportamento dos mercados acionários repercutiu na trajetória do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500. O indicador, após permanecer acima dos 30 p.b na maior parte do período, encerrou o trimestre terminado em novembro em 27,8 pontos.

Os mercados acionários das economias emergentes seguiram trajetórias distintas no período. Os índices *Shanghai Composite*, da China, e *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia, recuaram, na ordem, 9,1% e 3,3%, enquanto os índices Ibovespa, do Brasil, e *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia, cresceram 0,7% e 1,1%, respectivamente.

Evidenciando a busca por ativos de maior qualidade no mercado de dívida soberana, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos dos EUA mantiveram o movimento de recuo iniciado em maio, atingindo 2,07% ao final de novembro, ante 2,22% ao final de agosto. Os papéis da Alemanha e do Reino Unido registraram variações respectivas de 0,06 p.p. e de -0,29 p.p., no período. Ressalte-se que, evidenciando dificuldades de financiamento no mercado de dívida soberana na Área do Euro, os rendimentos dos papéis de longo prazo da região aumentaram no trimestre, com ênfase na expansão de 0,60 p.p., para 3,52%, nos rendimentos dos títulos da França.

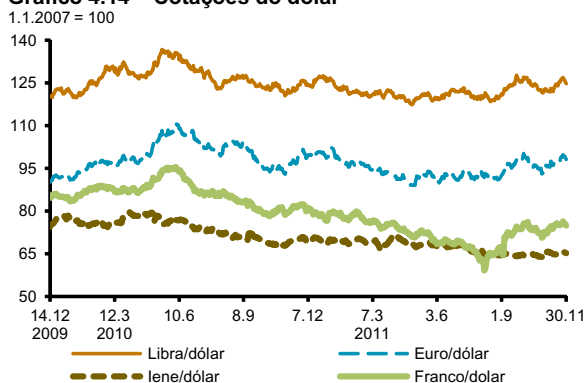
Em contexto de ampliação da aversão ao risco, o BCE manteve as compras, reiniciadas em agosto, de bônus soberano no mercado secundário, em especial dos papéis de Itália e Espanha. Não obstante, ampliou-se a percepção de que os mecanismos à disposição da União Europeia seriam insuficientes para conter as tensões caso as dificuldades de Espanha e Itália continuem se agravando, o que se refletiu

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



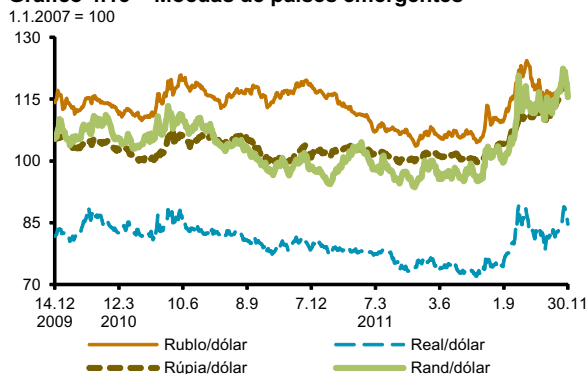
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



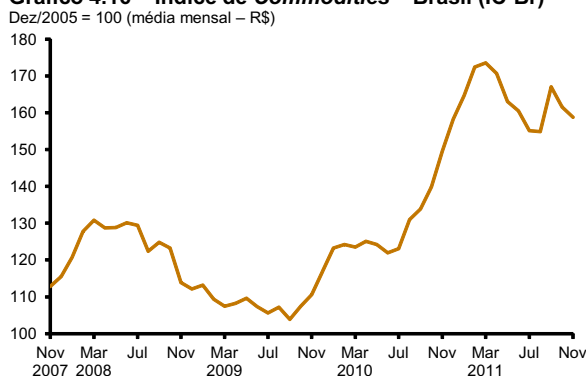
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: BCB

na trajetória dos prêmios de risco soberano medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS). Os CDS associados a Portugal, Itália, Espanha e França registraram valores recordes no decorrer de novembro, quando se elevaram, na ordem, 142 p.b., 126 p.b., 51 p.b. e 46 p.b., para 1.060 p.b., 487 p.b., 408 p.b. e 200 p.b., respectivamente. Os CDS da Grécia ultrapassaram 8.000 p.b.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index plus* (Embi+) também apresentou deterioração no período. Em que pese a melhor situação fiscal dos mercados emergentes e seu desempenho econômico mais favorável, o indicador atingiu 371 p.b. ao final de novembro, ante 322 p.b. ao final de agosto, enquanto o índice associado ao Brasil aumentou 34 p.b., para 228 p.b.

Nos mercados cambiais, refletindo o movimento de aversão ao risco, o dólar dos EUA registrou apreciações em relação ao euro, 6,9%; à libra esterlina, 3,5%; e ao iene, 1,3%. No âmbito das economias emergentes, a cotação da moeda dos EUA valorizou-se comparativamente ao real, 13,8%; ao rublo russo, 6,5%; e à rupia indiana, 13,3%; e manteve-se estável em relação ao yuan chinês.

4.4 Commodities

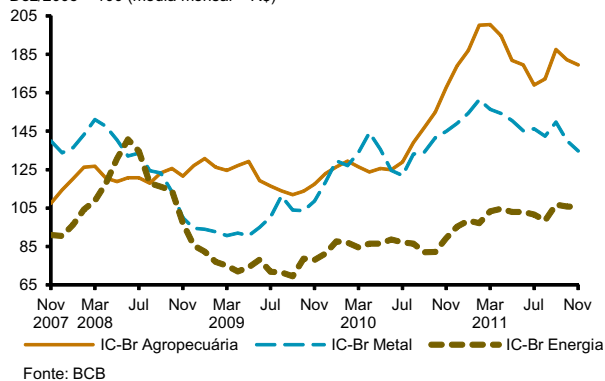
Refletindo a crise fiscal na Europa e as incertezas quanto à intensidade da desaceleração econômica na China, os preços internacionais das *commodities* apresentaram forte volatilidade e trajetória decrescente ao longo do trimestre encerrado em novembro. Apesar desse ambiente, refletindo a depreciação do real no período, o Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br)⁸, calculado pelo Banco Central, aumentou 2,51% no trimestre, com variações respectivas de 4,23%, -5,46% e 7,34% nos subíndices relativos aos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Consideradas médias trimestrais, o indicador registrou, no período encerrado em novembro, aumentos respectivos de 3,56% e 15,12% em relação aos trimestres finalizados em agosto de 2011 e novembro de 2010.

Os preços das *commodities* agropecuárias apresentaram tendência declinante nos mercados internacionais, reflexo das condições de oferta de diversos desses produtos e, principalmente, da intensificação da aversão ao risco nos mercados financeiros. Nesse contexto, considerando o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços

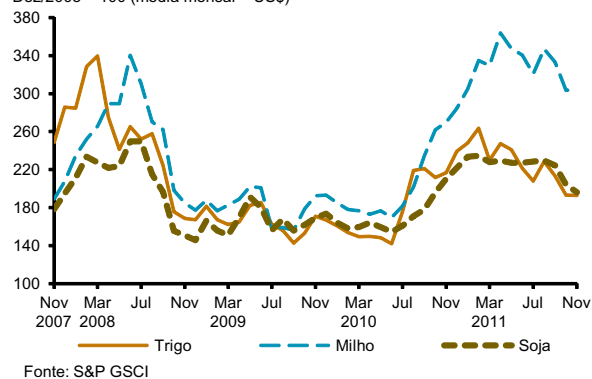
8/ O IC-Br considera a média mensal dos preços das *commodities* medidos em reais.

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

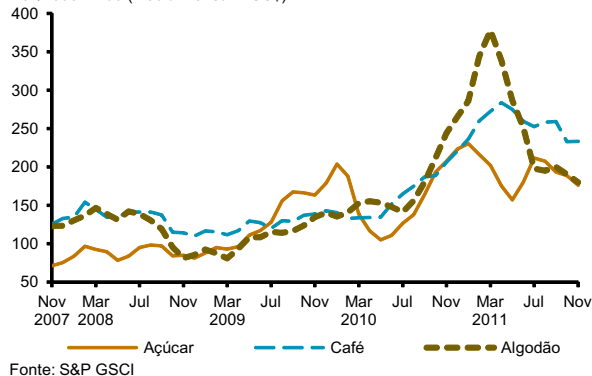
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

**Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja**

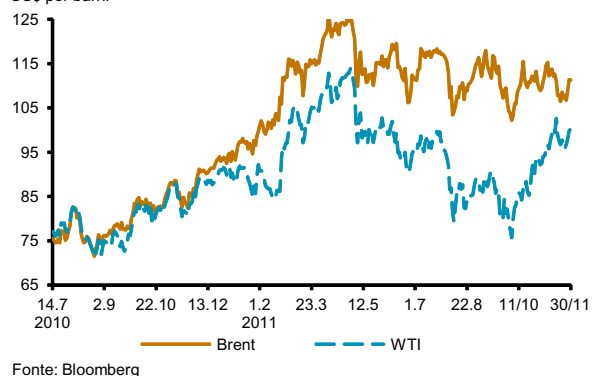
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

**Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão**

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

**Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista**

US\$ por barril



médios mensais do trigo, açúcar, soja, milho, café e algodão registraram recuos respectivos de 15,6%, 15,1%, 14,5%, 12,4%, 9,7% e 7,5% em novembro, em relação a agosto.

O recuo nos preços das *commodities* metálicas refletiu a deterioração das perspectivas de crescimento da economia global, as incertezas quanto à intensidade da desaceleração econômica na China e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros. Nesse cenário, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, registraram-se, na mesma base de comparação, reduções nas cotações médias mensais do níquel, 18,1%; chumbo, 16,2%; cobre, 15,5%; zinco, 12,5%; e alumínio, 12,6%.

O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou 23,2% em novembro, em relação a agosto, de acordo com o *Metal Bulletin*. Esse movimento foi influenciado pelo enfraquecimento da demanda das siderúrgicas chinesas que, além de reduzirem a produção de aço, passaram a priorizar o emprego de seus estoques de minério, em meio a incertezas quanto ao desempenho futuro do setor de construção civil no país. Consideradas médias trimestrais, o preço do minério recuou 10,2% no período encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, evolução que será referência para o reajuste do valor contratual no primeiro trimestre de 2012.

A deterioração das expectativas relacionadas à atividade econômica global voltou a afetar os preços do petróleo. Em meio à elevada volatilidade no período, os preços do petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) e *Brent* apresentaram tendência declinante ao longo do terceiro trimestre, tendência ampliada para o WTI em função de dificuldades de escoamento em Oklahoma⁹ (EUA). No entanto, a partir de outubro, devido ao aumento do escoamento do petróleo naquela região, por meios alternativos aos oleodutos, como o transporte ferroviário, o *spread* entre o *Brent* e o WTI passou a diminuir. Adicionalmente, em meados de novembro, com a perspectiva de que o fluxo de um importante oleoduto da região seja revertido no segundo trimestre de 2012, viabilizando o incremento da vazão, observou-se a intensificação do estreitamento do *spread* entre os preços dos dois tipos de petróleo. Neste sentido, as cotações dos barris dos tipos *Brent* e WTI oscilaram de US\$115,21 e US\$88,81, em 31 de agosto, para US\$111,32 e US\$100,36, respectivamente, em 30 de novembro. Consideradas médias mensais, os preços variaram, pela ordem, de US\$110,08 e US\$86,32, em agosto, para US\$110,50 e US\$97,12, em novembro.

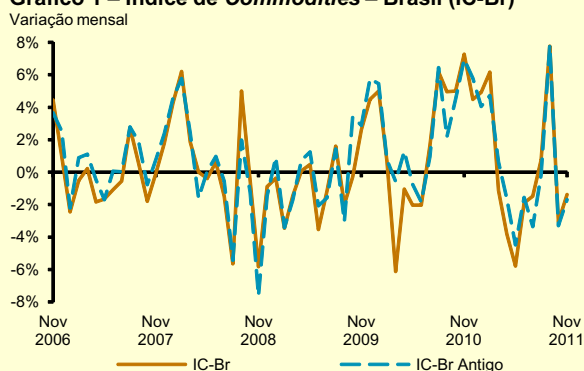
9/ Local de formação do preço deste tipo de petróleo.

4.5 Conclusão

As perspectivas de desaceleração da economia mundial se intensificaram, registrando-se, no início do quarto trimestre de 2011, maior desaceleração na indústria chinesa, redução nas encomendas de bens nos EUA e consolidação do quadro de fragilidade financeira na Europa. A indefinição em relação às medidas a serem adotadas pelas economias europeias tem implicado aumento da instabilidade e desconfiças sobre a solidez dos bancos. Nesse cenário, intensificam-se o movimento de aversão ao risco e as revisões pessimistas em relação à atividade econômica global em 2011 e 2012.

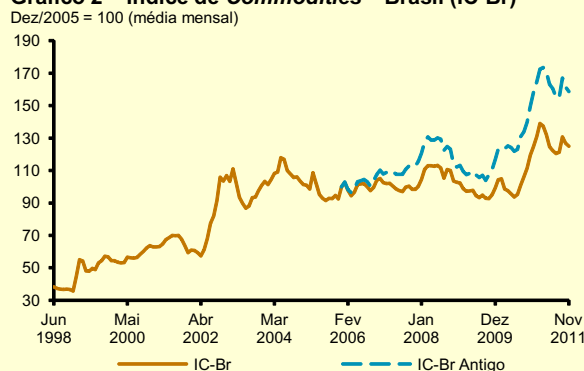
Revisão Metodológica do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)

Gráfico 1 – Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br)



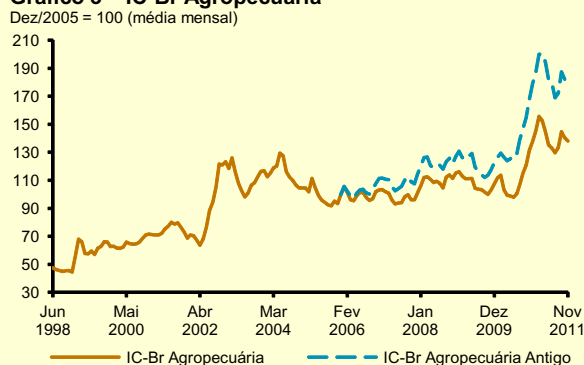
Fonte: BCB

Gráfico 2 – Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br)



Fonte: BCB

Gráfico 3 – IC-Br Agropecuária



Fonte: BCB

O Banco Central divulga mensalmente o Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br), um indicador que objetiva identificar a parcela das variações de preços das *commodities* nos mercados internacionais relevante para explicar a dinâmica da inflação doméstica¹.

Diante do dinamismo das relações econômicas, do aumento da amostra disponível para estimação do modelo de Vetores Autoregressivos (VAR) utilizado na determinação dos pesos, este boxe revisita a metodologia de cálculo do IC-Br e apresenta alguns exercícios que sugerem ganho de eficiência do indicador.

A revisão contempla as seguintes alterações:

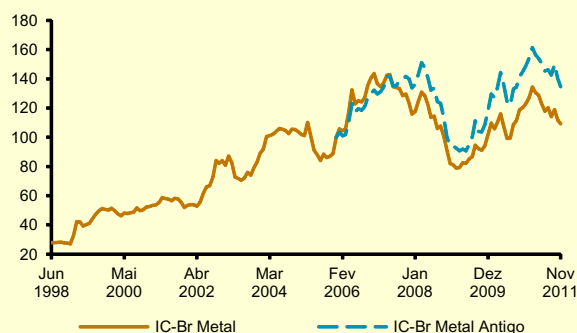
- Ampliação da amostra utilizada na estimação dos pesos, de cinco para oito anos, e, consequentemente, a atualização da estrutura de ponderação;
- Adoção de sistema de pesos móveis, em que a ponderação passa a ser atualizada mensalmente, em função das alterações nos preços relativos ocorridas no mês anterior;
- Inclusão do arroz no segmento das *commodities* agropecuárias; e
- Ampliação da série histórica do IC-Br, que passa a ter início em janeiro de 1998.

Os Gráficos 1 e 2 apresentam o IC-Br calculado com a nova metodologia e com a anterior. As variações mensais, conforme o Gráfico 1, mostram-se

1/ O indicador é elaborado a partir dos preços das *commodities* convertidos para reais. A metodologia de construção do índice foi apresentada no Boxe "Repasse dos preços das *commodities* para o IPCA e Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)", constante do Relatório de Inflação de dezembro de 2010.

Gráfico 4 – IC-Br Metal

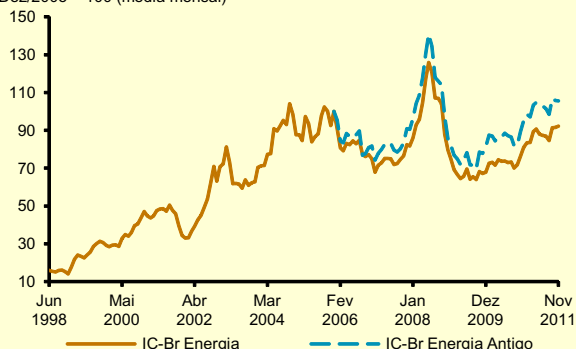
Dez/2005 = 100 (média mensal)



Fonte: BCB

Gráfico 5 – IC-Br Energia

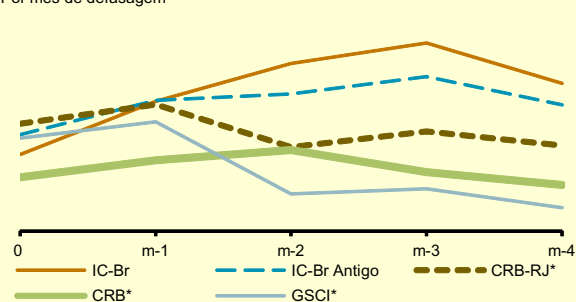
Dez/2005 = 100 (média mensal)



Fonte: BCB

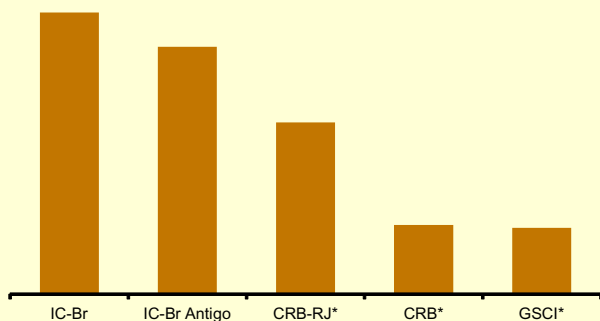
Gráfico 6 – Correlação com o IPCA

Por mês de defasagem



Fonte: BCB, IBGE, Reuters Jefferies, Commodity Research Bureau, Standard & Poor's/Goldman Sachs. Elaboração BCB

*Índices convertidos para R\$ pela cotação média mensal

Gráfico 7 – Média das correlações com o IPCA

Fonte: BCB, IBGE, Reuters Jefferies, Commodity Research Bureau, Standard & Poor's/Goldman Sachs. Elaboração BCB

semelhantes exceto em períodos específicos, como meados de 2007 e início de 2010, quando se observaram reduções mais pronunciadas do novo IC-Br. Estas diferenças encontram-se evidenciadas no Gráfico 2 que apresenta o indicador em nível, acumulando, portanto, as distinções mencionadas.

Os Gráficos 3 a 5 registram a segmentação das duas versões do IC-Br, destacando-se que a revisão metodológica resultou no aumento do peso atribuído ao segmento de *commodities* agropecuárias, em detrimento dos relativos a metálicas e energéticas.

A fim de avaliar a capacidade do novo IC-Br de capturar adequadamente as variações de preços internacionais das *commodities* relevantes para a dinâmica da inflação doméstica, foram calculados coeficientes de correlação entre o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensal e as duas versões do IC-Br e com outros três índices de preços de *commodities*², considerando, além da relação contemporânea, quatro defasagens para os índices de *commodities*.

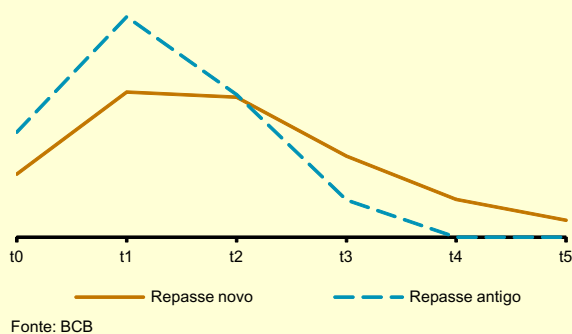
Como ilustrado nos Gráficos 6 e 7, o coeficiente de correlação contemporânea da nova versão do IC-Br se situa em patamar inferior ao da versão anterior, mas suas correlações com defasagem encontram-se sempre em nível mais elevado, resultando em correlação média maior e indicando que a nova versão é mais eficiente na identificação das variações de preços das *commodities* relevantes para o IPCA. Adicionalmente, o Gráfico 7 revela que, na média, as duas versões do IC-Br apresentam correlações com o IPCA bem superiores às dos demais índices.

De forma alternativa, a eficiência dos indicadores pode ser avaliada por meio da respectiva capacidade em mensurar o impacto mensal, em pontos percentuais, de variações nos preços das *commodities* sobre o IPCA. Com esse objetivo, foi estimada nova estrutura de repasse mensal por meio da metodologia VAR utilizada na determinação dos novos pesos, cujo resultado é comparado com a antiga estrutura de repasse, apresentada no Relatório de Inflação de dezembro de 2010.

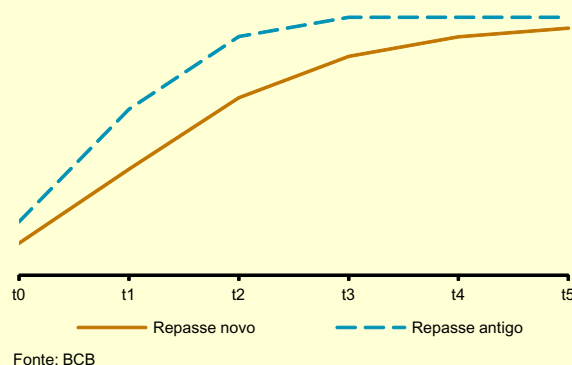
2/ CRB: índice calculado pelo Commodity Research Bureau; CRB-RJ: índice calculado pela Reuters Jefferies; Goldman Sachs Commodity Index (GSCI): índice calculado pela Standard & Poor's em conjunto com o Goldman Sachs.

Gráfico 8 – Repasse do IC-Br ao IPCA

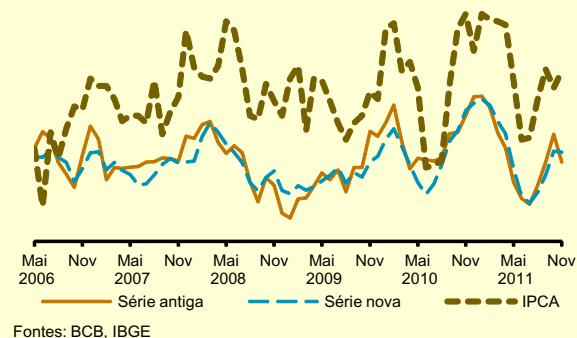
Por mês de defasagem

**Gráfico 9 – Repasse do IC-Br ao IPCA**

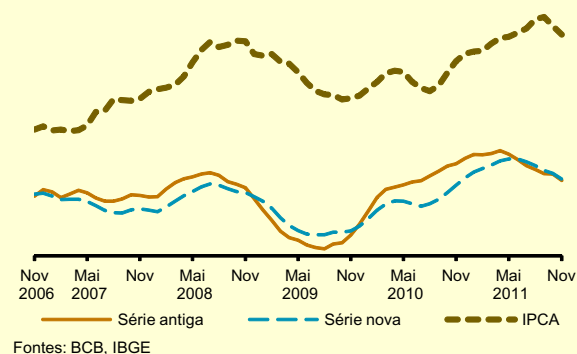
Acumulado – Por mês de defasagem

**Gráfico 10 – Impacto das commodities sobre o IPCA**

Em pontos percentuais (p.p.) – Mensal

**Gráfico 11 – Impacto das commodities sobre o IPCA**

Em pontos percentuais (p.p.) – Acumulado em 12 meses



De acordo com os Gráficos 8 e 9, a nova composição do repasse é mais extensa em dois meses, mas o repasse total é ligeiramente inferior, refletindo os menores repasses em t_0 e t_1 . Ao reduzir a intensidade do repasse de curto prazo e dilatar a estrutura em dois meses, a nova estrutura atribui maior peso a choques persistentes, e vice-versa.

De posse das duas estruturas de repasse, foi possível calcular as respectivas séries do impacto mensal dos preços das *commodities* sobre o IPCA e, na sequência, compará-las entre si e com o próprio IPCA. Conforme demonstrado nos Gráficos 10 e 11, há indicação de que a nova série apresenta melhor aderência ao comportamento da inflação.

Para avaliar com maior precisão estes resultados, foram estimadas quatro séries do impacto mensal de variações nos preços das *commodities* sobre o IPCA, combinando as duas versões do IC-Br com as duas estruturas de repasse. Computados os coeficientes de correlação dessas quatro séries com a série mensal do IPCA, constatou-se que independente da combinação, a nova estrutura de repasse fornece melhores estimativas do impacto das variações nos preços das *commodities* sobre a inflação. Em especial, a série de impacto mensal calculada com estrutura e índice novos apresenta correlação com o IPCA cerca de 30% maior do que a computada usando a série de impacto mensal resultante da combinação de estrutura e índice antigos.

Em síntese, este box apresenta revisão metodológica do IC-Br, que contempla aumento da amostra utilizada na estimação dos pesos, atualização da estrutura de ponderação, adoção de um sistema de pesos móveis, inclusão de uma nova *commodity* (arroz) e ampliação da série histórica. Os exercícios apresentados evidenciam que a atualização do IC-Br proporcionou importante ganho de eficiência na identificação dos impactos que as variações nos preços das *commodities* nos mercados internacionais exercem sobre a dinâmica do IPCA.

Setor externo

O déficit em transações correntes do País registrou recuo anual em 2011, quando considerado como percentual do PIB, e permaneceu durante todo o período integralmente financiado pelos ingressos da conta financeira do balanço de pagamentos. O comércio externo beneficiou-se da elevação nos preços internacionais das *commodities*, que contribuiu para o crescimento de quase 30% nas exportações brasileiras nos onze primeiros meses de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior.

No financiamento das contas correntes, destacaram-se os Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), que devem registrar valor recorde em 2011. O excedente de ingressos financeiros em relação ao déficit corrente possibilitou, no período, a manutenção da política de fortalecimento das reservas internacionais do País, que registraram elevação de US\$63,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, dos quais US\$47,9 bilhões em compras líquidas no mercado à vista de câmbio.

Nesse ambiente, ressalte-se a elevação da nota de crédito soberano do Brasil, em meados de novembro, pela agência de classificação de risco *Standard and Poor's*.

Neste segundo semestre, refletindo a substancial deterioração do cenário internacional, registrou-se redução da corrente de comércio na margem, considerados dados dessazonalizados, bem como moderação dos afluxos de capitais internacionais ao país.

Não obstante a complexidade e o elevado nível de incerteza no cenário internacional, as projeções para o desempenho das contas externas em 2012, apresentadas em box específico, apontam moderado aumento do déficit em transações correntes, permanência de significativos fluxos de IED e confortável financiamento do balanço de pagamentos no ano.

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010			2011	
	Nov	Jan-nov	Ano	Nov	Jan-nov
Comercial	0,5	-2,2	-1,7	2,5	42,3
Exportação	17,3	158,3	176,6	20,2	230,6
Importação	16,8	160,4	178,2	17,6	188,3
Financeiro ^{1/}	1,7	28,4	26,0	-3,5	25,0
Compras	27,3	325,2	378,4	21,6	353,5
Vendas	25,6	296,8	352,4	25,1	328,6
Saldo	2,2	26,3	24,4	-0,9	67,2

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

		US\$ milhões			
Período		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-nov 2011		233 912	207 940	25 972	441 853
Jan-nov 2010		180 997	166 185	14 812	347 182
Var. %		29,2	25,1	75,3	27,3

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

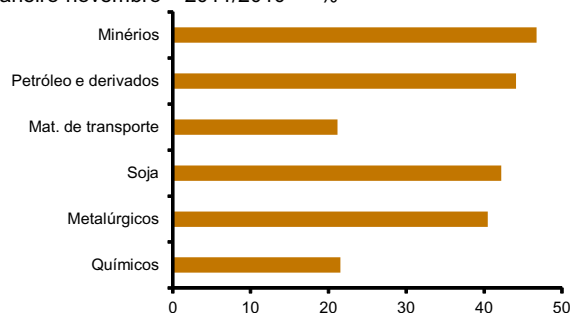
Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2010	2011	Var. %
Total	793,8	1.021,5	28,7
Básicos	352,5	488,9	38,7
Industrializados	425,2	511,2	20,2
Semimanufaturados	112,0	145,3	29,8
Manufaturados	313,3	365,9	16,8
Operações especiais	16,1	21,3	32,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores

Janeiro-novembro – 2011/2010^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

O mercado de câmbio contratado registrou superávit de US\$67,2 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, ante US\$26,3 bilhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial cambial do período atingiu US\$42,3 bilhões, ante déficit de US\$2,2 bilhões no período equivalente de 2010, refletindo elevações respectivas de 45,7% e 17,4% nas contratações de exportações e de importações. O segmento financeiro registrou crescimentos de 8,7% nas compras e de 10,7% nas vendas de moeda estrangeira, resultando em ingressos líquidos de US\$25 bilhões, ante US\$28,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2010.

Nesse cenário de elevação de ingressos de moeda estrangeira, o Banco Central comprou US\$47,9 bilhões no mercado de câmbio à vista este ano. Adicionalmente, foram realizadas operações de contratos a termo no mercado doméstico de câmbio, que totalizaram compras de US\$2,2 bilhões até novembro, com o total das intervenções do Banco Central no mercado de câmbio perfazendo compras líquidas de US\$50,1 bilhões, no período. Desde meados de setembro, contudo, o Banco Central, não tem realizado intervenções no mercado doméstico de câmbio à vista.

A posição de câmbio dos bancos, que reflete as operações com clientes no mercado primário de câmbio e as intervenções do Banco Central, passou de venda em US\$16,8 bilhões, ao final de dezembro de 2010, para comprada em US\$1 bilhão, em novembro de 2011.

5.2 Comércio de bens

O saldo da balança comercial totalizou US\$26 bilhões nos onze primeiros meses do ano, aumentando 75,3% em relação a igual intervalo de 2010. As exportações somaram US\$233,9 bilhões e as importações, US\$207,9 bilhões, elevando-se 29,2% e 25,1%, respectivamente, no período.

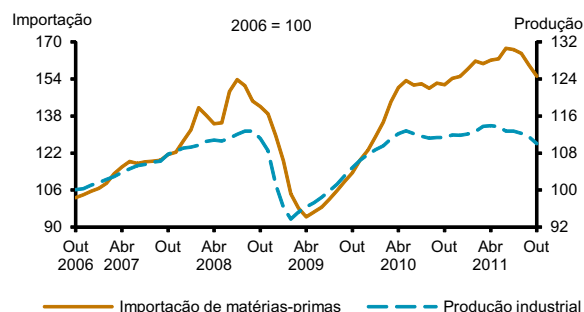
As exportações médias diárias cresceram 28,7%, na mesma base de comparação, resultado de aumentos nos embarques em todas as categorias de fator agregado. As vendas de produtos básicos e de semimanufaturados, favorecidas pelo aumento nos preços internacionais das *commodities*, cresceram 38,7% e 29,8%, respectivamente, e representaram, na ordem, 47,9% e 14,2% das exportações

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

Discriminação	US\$ milhões		
	2010	2011	Var. %
Total	728,9	908,0	24,6
Bens de capital	163,3	191,3	17,1
Matérias-primas	336,8	411,1	22,1
Bens de consumo	728,9	908,0	24,6
Duráveis	73,8	96,4	30,7
Automóveis de passageiros	33,4	47,0	40,9
Não duráveis	51,1	63,6	24,3
Combustíveis e lubrificantes	336,8	411,1	22,1
Petróleo	40,9	57,4	40,6

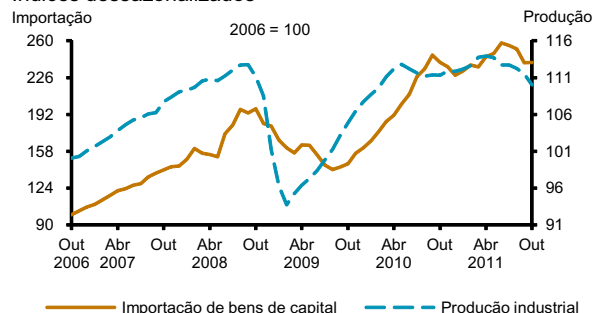
Fonte: MDIC/Secex

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



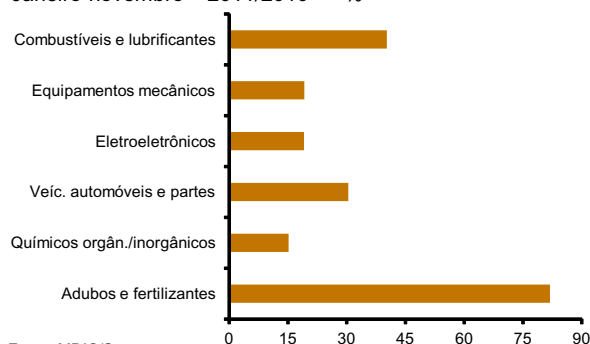
Fontes: Funcex e IBGE

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



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais setores
Janeiro-novembro – 2011/2010^{1/} – %



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

totais do período. Os embarques de manufaturados elevaram-se 16,8% e corresponderam a 35,8% das vendas externas do país nos onze primeiros meses de 2011. Vale ressaltar que as participações, no total das exportações, de produtos básicos e de manufaturados registraram variações respectivas de 3,5 p.p. e -3,6 p.p., no período.

A média diária das importações cresceu 24,6% nos onze primeiros meses de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior, ocorrendo elevações nas aquisições em todas as categorias de uso final. As compras de bens de consumo duráveis expandiram 30,7%, estimuladas pelo crescimento de 40,9% nas relativas a automóveis de passageiros, enquanto as referentes a combustíveis e lubrificantes elevaram-se 22,1%, impactadas pelo aumento de 40,6% nas importações de petróleo. As compras externas de matérias-primas cresceram 22,1% e as relativas a bens de consumo não-duráveis e a bens de capital aumentaram 24,3% e 17,1%, respectivamente.

O fluxo comercial com os principais blocos econômicos e parceiros comerciais registrou crescimento generalizado nos primeiros onze meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque para as expansões nas correntes de comércio com a China, 36,7%, e a Europa Oriental, 35,6%. Na mesma base de comparação, os fluxos comerciais com os EUA, o Mercosul e a União Europeia elevaram-se, na ordem, 29,2%, 22,9% e 22%.

A Ásia foi o principal destino das exportações brasileiras, 30,1% do total, enquanto os principais países compradores foram China, 17,4%, e EUA, 10%, mercados dos quais se originaram, na ordem, 14,5% e 15,1% das aquisições externas brasileiras, nos onze primeiros meses de 2011. O ambiente econômico na União Europeia se traduziu em retração na corrente de comércio com o bloco, registrando-se recuos nas participações das exportações, de 21,3% para 20,7%, e das importações brasileiras, de 21,5% para 20,4%.

O aumento das exportações nos onze primeiros meses do ano decorreu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de expansões de 24,4% nos preços e de 3,9% no *quantum*. Os preços dos produtos básicos aumentaram 33,7%, seguindo-se as elevações nos referentes a produtos semimanufaturados, 21,9%, e a produtos manufaturados, 14,4%. No mesmo período, os volumes exportados dessas categorias cresceram, na ordem, 4,3%, 7% e 2,2%.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

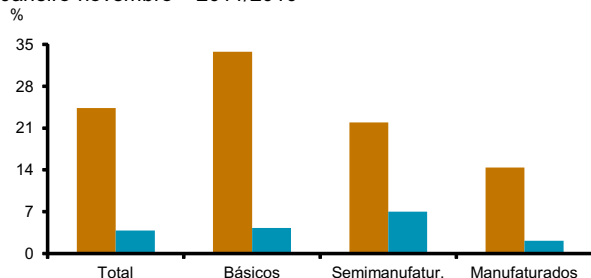
Discri- minação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2010	2011	Var. %	2010	2011	Var. %		
Total	794	1021	28,7	729	908	24,6	65	113
A.Latina e Caribe	186	226	21,6	122	151	23,7	64	75
Mercosul	88	112	26,8	66	78	17,7	22	34
Argentina	72	91	26,7	57	68	18,3	15	23
Demais	16	20	27,5	9	10	13,4	8	11
Demais	98	114	16,8	56	74	30,8	41	40
EUA ^{1/}	75	102	35,6	110	137	24,9	-35	-35
UE	169	212	25,3	156	185	18,4	13	27
Europa Oriental	19	22	14,0	12	21	69,0	7	1
Oriente Médio	42	50	19,9	19	25	32,3	23	25
Ásia	225	307	36,5	226	282	24,6	-1	25
China	124	178	43,7	103	132	28,2	21	46
Outros	101	130	27,8	123	150	21,7	-22	-21
África	37	48	31,5	46	63	37,1	-9	-15
Demais	42	55	32,2	102	44	-56,5	-60	11

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

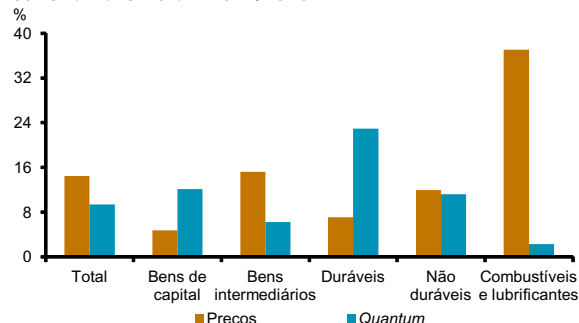
Janeiro-novembro – 2011/2010



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-novembro – 2011/2010



Fonte: MDIC e BCB

Na mesma base de comparação, o aumento das importações decorreu de crescimentos de 14,5% nos preços e de 9,4% no *quantum*. Destacaram-se as elevações nas quantidades importadas de bens de consumo duráveis, 22,9%, e de bens de capital, 12,1%, e nos preços de combustíveis e lubrificantes, 37,1%, e de matérias-primas e produtos intermediários, 15,2%.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes totalizou US\$45,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano, ante US\$43,9 bilhões registrados em igual intervalo de 2010, atingindo US\$49,3 bilhões no período de doze meses encerrado em novembro, o equivalente a 2,02% do PIB.

As despesas líquidas de serviços somaram US\$34 bilhões, elevando-se 22,1% no período, com ênfase na expansão de 41,1%, para US\$13,2 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. Os gastos de brasileiros no exterior, mantendo-se em trajetória crescente, atingiram US\$19,3 bilhões, e as receitas decorrentes de gastos de turistas estrangeiros no Brasil, US\$6,1 bilhões, registrando aumentos respectivos de 31,6% e 14,9% 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\$7,4 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevando-se 22,9% em relação a igual intervalo de 2010. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos somaram US\$14,9 bilhões, aumentando 20,6% na mesma base de comparação.

As despesas líquidas de juros, que decresceram 14,2% nos primeiros onze meses de 2011, somaram US\$7,5 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$15,1 bilhões e as receitas, elevando-se 48,4%, somaram US\$7,6 bilhões no período. Considerado o intervalo de doze meses encerrado em novembro, as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US\$6,4 bilhões e as despesas líquidas de juros, US\$8,5 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$33,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, aumentando 33,5% 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

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2010			2011			2012
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,7	-43,9	-47,4	-6,8	-45,8	-53,0	-65,0
Balança comercial	0,3	14,9	20,2	0,6	26,0	28,0	23,0
Exportações	17,7	181,0	201,9	21,8	233,9	256,0	267,0
Importações	17,4	166,1	181,7	21,2	207,9	228,0	244,0
Serviços	-2,8	-27,9	-30,8	-2,8	-34,0	-37,6	-39,5
Transportes	-0,6	-6,0	-6,4	-0,8	-7,4	-8,0	-8,4
Viagens internacionais	-1,0	-9,4	-10,5	-1,0	-13,2	-14,3	-14,5
Computação e inform.	-0,3	-2,9	-3,3	-0,2	-3,4	-3,7	-4,1
Aluguel equipamentos	-1,2	-12,4	-13,8	-1,4	-14,9	-16,3	-19,0
Demais	0,3	2,8	3,1	0,5	4,9	4,7	6,5
Rendas	-2,5	-33,3	-39,6	-4,7	-40,4	-46,4	-51,2
Juros	-0,6	-8,8	-9,7	-0,6	-7,5	-9,0	-12,2
Lucros e dividendos	-1,9	-25,0	-30,4	-4,2	-33,4	-38,0	-39,6
Salários e ordenados	0,0	0,4	0,5	0,0	0,5	0,6	0,7
Transferências corrente:	0,2	2,5	2,8	0,2	2,6	3,0	2,7

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2010			2011			2012
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	7,7	92,4	98,5	7,5	103,8	108,5	68,5
Investimentos diretos	4,8	26,3	36,9	3,4	71,7	76,0	45,0
Brasileiros no exterior	1,1	-6,8	-11,5	-0,6	11,6	11,0	-5,0
Estrangeiros no país	3,7	33,1	48,4	4,1	60,1	65,0	50,0
Participação	2,4	26,8	40,1	3,4	49,3	53,0	45,0
Intercompanhias	1,4	6,3	8,3	0,7	10,8	12,0	5,0
Invest. em carteira	3,0	63,9	63,0	3,1	27,0	26,3	24,4
Ativos	1,3	2,2	-4,8	-0,2	8,2	9,0	10,0
Passivos	1,7	61,7	67,8	3,3	18,8	17,3	14,4
Derivativos	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros investimentos	-0,1	2,3	-1,3	1,0	5,1	6,1	-0,9
Ativos	-1,9	-37,2	-42,6	-3,3	-44,1	-46,0	-30,6
Passivos	1,8	39,5	41,3	4,3	49,2	52,1	29,7

1/ Projeção.

42,8% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED no período, com destaque para os segmentos veículos automotores, serviços financeiros, telecomunicações e bebidas. Considerados períodos de doze meses, as remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram o recorde histórico de US\$38,8 bilhões em novembro.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$2,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, elevando-se 6,5% 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\$1,1 bilhão, recuando 4,3%, no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$103,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2011, ante US\$92,4 bilhões em igual intervalo de 2010. Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$11,6 bilhões e a participação no capital de empreendimentos no exterior, embora tenha resultado em aplicações líquidas de US\$9,9 bilhões, recuou 51,5% em relação a igual intervalo do ano anterior.

Os investimentos estrangeiros diretos registraram ingressos líquidos de US\$60,1 bilhões de janeiro a novembro de 2011, elevando-se 81,6% em relação a igual período de 2010. Os recursos destinados à participação no capital de empresas no país somaram US\$49,3 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$10,8 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em 12 meses atingiram US\$75,4 bilhões, equivalendo a 3,09% do PIB e superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$26,1 bilhões.

Os investimentos brasileiros em carteira registraram retornos líquidos de US\$8,2 bilhões no ano, até novembro, ressaltando-se o processo de repatriação de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por retornos líquidos de US\$8,5 bilhões. A demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em aplicações líquidas de US\$297 milhões. Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US\$5,9 bilhões, com retornos de US\$569 milhões em *Depository Receipts* e aplicações líquidas de US\$6,5 bilhões no mercado doméstico.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2010			2011			2012
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,7	31,4	36,5	4,6	59,7	62,9	29,2
Bônus púb.	-	2,8	2,8	1,1	1,7	1,7	-
Tít. privados	0,8	18,7	23,0	1,8	23,5	25,4	7,6
Emp. diretos	0,9	9,9	10,7	1,7	34,5	35,8	21,6
Empréstimos de c. prazo (líq.) ^{2/}	-0,2	20,9	22,1	-0,1	3,2	2,0	-2,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,1	4,1	5,4	0,0	-3,5	-4,0	-2,0
Portfolio no país (líq.)	2,0	43,3	45,2	0,6	6,1	5,3	17,0
Taxas de rolagem ^{3/}							
Total:	367%	237%	243%	854%	499%	463%	125%
Títulos	290%	221%	246%	1064%	647%	510%	125%
Emp. Diretos	472%	273%	236%	708%	431%	425%	125%

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.

As medidas adotadas em outubro do ano passado e ao longo do primeiro semestre resultaram em moderação no ritmo de investimentos estrangeiros e em alteração do perfil do endividamento externo. Os títulos de renda fixa negociados no país apresentaram saídas líquidas de US\$448 milhões nos onze primeiros meses de 2011, ante ingressos líquidos de US\$14,8 bilhões no mesmo período de 2010. As captações de curto prazo somaram amortizações líquidas de US\$3,5 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$4,1 bilhões nos onze primeiros meses do ano anterior. As *notes* e *commercial papers* acumularam ingressos líquidos de US\$20,4 bilhões no período, ante US\$10,3 bilhões de janeiro a novembro de 2010, contribuindo para taxas médias de rolagem de empréstimos e títulos de 499% no período, contra 237% em igual período do ano anterior.

Os bônus da República negociados no exterior apresentaram amortizações líquidas de US\$3,1 bilhões nos onze primeiros meses do ano. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$2,9 bilhões de bônus no período, dos quais US\$2,3 bilhões referentes a valor de face dos títulos e US\$573 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\$49,2 bilhões nos onze primeiros meses de 2011. Os créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$24,2 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores atingiram US\$27,9 bilhões, destacando-se, além dos empréstimos diretos, US\$26,5 bilhões, os desembolsos líquidos de compradores, US\$5 bilhões; e de empréstimos de agências, US\$933 milhões. Os empréstimos junto a organismos apresentaram amortizações líquidas de US\$4,5 bilhões. As taxas de rolagem dos empréstimos diretos de longo prazo situaram-se em 431% no período, comparativamente a 273% nos onze meses do ano anterior.

Os empréstimos de curto prazo totalizaram desembolsos líquidos de US\$3,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano, comparativamente a ingressos líquidos de US\$20,9 bilhões em igual período de 2010.

As reservas internacionais totalizaram US\$352,1 bilhões em novembro, aumentando US\$63,5 bilhões em relação a dezembro de 2010. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2010		2011		2012
	Jan-nov	Ano	Jan-nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	238,5	238,5	288,6	288,6	352,9
Compras líquidas do Bacen	39,8	42,0	50,1	50,1	-
A termo	-	-	2,2	2,2	-
Spot	39,3	41,4	47,9	47,9	-
Empréstimos em moeda estr.	0,5	0,5	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-5,2	-5,2	-1,8	-1,0	-0,8
Juros	-0,2	0,2	2,4	3,2	1,4
Receita	3,6	4,1	5,9	6,8	5,0
Despesa	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6	-3,6
Amortização	-5,1	-5,4	-4,1	-4,1	-2,2
Desembolsos	1,2	1,2	0,5	0,5	-
Organismos multilaterais	-	-	0,5	0,5	-
Bônus da República	1,2	1,2	-	-	-
Demais ^{2/}	2,3	2,8	6,9	6,9	-
Compras do Tesouro Nacional	8,9	9,3	7,7	7,7	5,8
Variação de haveres	46,9	50,1	63,5	64,3	5,0
Posição das reservas – Liquidez	285,5	288,6	352,1	352,9	357,9

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).

somaram US\$47,9 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$2,2 bilhões; as receitas de juros, US\$5,9 bilhões; os desembolsos de organismos, US\$500 milhões; e as demais operações, US\$6,9 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$352,5 bilhões ao final de 2011. Incluindo-se o ocorrido nos onze primeiros meses de 2011, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$6,4 bilhões; despesas de juros de US\$3,6 bilhões; amortizações de US\$4,1 bilhões; e 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.

Para 2012, projeta-se crescimento de US\$5 bilhões para as reservas, que, evidenciando despesas líquidas de US\$332 milhões com o serviço da dívida externa e liquidações de US\$5,3 bilhões em compras do Tesouro Nacional no mercado de câmbio, deverão totalizar US\$357,5 bilhões ao final do ano.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2009	2010	2011			
	Dez	Dez	Mar	Jun	Set	Nov ^{2/}
Exportações de bens	153,0	201,9	213,9	231,0	247,0	254,8
Exportações de bens e serviços	180,7	233,7	247,1	266,3	284,6	293,2
Serviço da dívida	43,6	46,3	47,0	51,4	51,4	51,9
Dívida externa total	198,2	256,8	275,9	291,6	298,2	301,4
Dívida externa total líquida	-61,8	-50,6	-64,6	-64,5	-76,5	-75,7
Reservas internacionais	238,5	288,6	317,1	335,8	349,7	352,1
PIB	1 626	2 144	2 225	2 305	2 379	2 437
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	12,2	12,0	12,4	12,7	12,5	12,4
Dívida total líquida/PIB (%)	-3,8	-2,4	-2,9	-2,8	-3,2	-3,1
Dívida total/exportações	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Div. total líquida/exportação	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Div. total líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	28,5	23,0	22,0	22,2	20,8	20,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	24,1	19,8	19,0	19,3	18,0	17,7
Reservas/dívida externa total (%)	120,3	112,4	114,9	115,1	117,3	116,8

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

2/ Dados estimados.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada de novembro de 2011, o serviço da dívida externa aumentou 12% em relação a dezembro de 2010. As exportações de bens elevaram-se 26,2%, no período, e a razão entre esses indicadores recuou para 20,4%. A dívida total aumentou 17,4%; a dívida total líquida (superavitária), 49,4%, e o PIB em dólares, 13,7%, resultando em elevações de 12% para 12,4%, na relação dívida total/PIB, e de -2,4% para -3,1%, na relação dívida total líquida/PIB.

A relação entre a dívida total e as exportações passou de 1,3 para 1,2 e a razão entre dívida total líquida (superavitária) e as exportações manteve-se estável em -0,3, no período. Adicionalmente, a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa total passou de 112,4% para 116,8%, no período.

5.6 Conclusão

Incorporando as perspectivas de redução dos preços internacionais das *commodities*, os cenários projetados para os fluxos de capitais, para os preços das *commodities*, e para as taxas de crescimento das exportações e do produto mundiais deverão ser influenciados pelo ambiente de incertezas predominante nos mercados internacionais. Não obstante, as perspectivas para o financiamento do balanço de pagamentos se apresentam favoráveis.

Projeções do Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2010			2011			2012
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-4,7	-43,9	-47,4	-6,8	-45,8	-53,0	-65,0
Balança comercial	0,3	14,9	20,2	0,6	26,0	28,0	23,0
Exportações	17,7	181,0	201,9	21,8	233,9	256,0	267,0
Importações	-17,4	-166,1	-181,7	-21,2	-207,9	-228,0	-244,0
Serviços e Rendas	-5,3	-61,2	-70,4	-7,6	-74,4	-84,0	-90,7
Viagens	-1,0	-9,4	-10,5	-1,0	-13,2	-14,3	-14,5
Juros	-0,6	-8,8	-9,7	-0,6	-7,5	-9,0	-12,2
Lucros e divid.	-1,9	-25,0	-30,4	-4,2	-33,4	-38,0	-39,6
Demais	-1,8	-18,0	-19,8	-1,8	-20,3	-22,7	-24,4
Transferências	0,2	2,5	2,8	0,2	2,6	3,0	2,7
Conta capital e financ.	7,8	93,4	99,7	7,6	105,2	110,0	70,0
Conta capital	0,1	1,0	1,1	0,1	1,4	1,5	1,5
Invest. brasileiros ^{2/}	0,5	-41,8	-58,9	-4,2	-24,2	-26,0	-25,6
Invest. estrangeiros	6,4	131,0	157,4	9,5	110,0	113,0	69,2
IED	3,7	33,1	48,4	4,1	60,1	65,0	50,0
Ações totais ^{3/}	2,0	35,7	37,7	0,5	5,9	6,0	12,0
Títulos no país	0,0	14,8	14,6	0,1	-0,4	-0,7	5,0
Emprést. e tít. LP	0,8	22,6	29,2	4,9	44,7	44,7	6,2
Títulos públicos	-0,9	-3,1	-3,6	1,1	-3,1	-3,1	-2,1
Títulos privados	0,5	10,3	13,7	1,6	19,9	19,1	1,5
Empréstimos dir.	0,7	6,2	6,2	1,5	26,5	27,4	4,3
Demais ^{4/}	0,4	9,2	12,9	0,7	1,4	1,3	2,5
Emprést. e tít. CP	-0,1	25,0	27,5	-0,1	-0,3	-2,0	-4,0
Demais ^{5/}	0,8	3,1	0,0	2,2	18,1	21,4	24,9
Erros e omissões	-0,1	-3,2	-3,2	0,3	-1,3	-	-
Ativos de reserva	-3,0	-46,3	-49,1	-1,1	-58,1	-57,0	-5,0
Memo:							
Trans. correntes/PIB (%)		-2,2	-2,2		-2,0	-2,1	-2,4
IED/PIB (%)		1,7	2,3		2,7	2,6	1,9

1/ Projeção.

2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

5/ Inclui derivativos, crédito comercial passivo e outros passivos.

Este box apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2011 e as primeiras estimativas para 2012. As revisões consideraram os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de setembro passado, as atualizações em relação às tendências do cenário econômico mundial e nacional e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque do endividamento externo do país e ao seu serviço.

Para 2011, a projeção para o déficit em transações correntes foi reduzida de US\$54 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$53 bilhões, equivalente a 2,1% do Produto Interno Bruto (PIB). A revisão das projeções também resultou no recuo nas remessas líquidas para serviços e rendas de US\$86 bilhões para US\$84 bilhões. O saldo comercial foi reduzido em US\$1 bilhão, para US\$28 bilhões, já acumulando US\$25,6 bilhões no ano até a segunda semana de dezembro. Essa alteração decorreu, sobretudo, da redução das importações projetadas – de US\$229 bilhões para US\$228 bilhões –, repercutindo retrações de preços e quantidades importadas em magnitudes superiores às estimadas anteriormente. Adicionalmente, as exportações previstas recuaram de US\$258 bilhões para US\$256 bilhões, refletindo o cenário internacional desfavorável.

A projeção para o déficit na rubrica de serviços passou de US\$39,7 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$37,6 bilhões, fundamentalmente em função da redução das despesas líquidas relativas a viagens internacionais, de US\$16 bilhões para US\$14,3 bilhões. As despesas líquidas com juros foram elevadas em US\$100 milhões, atingindo US\$9 bilhões, enquanto as referentes a lucros e dividendos foram mantidas em US\$38 bilhões, representando

crescimento de 25,1% em relação a 2010. A projeção para transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes, permaneceu em US\$3 bilhões.

O superávit estimado para a conta financeira neste ano foi reduzido de US\$110,2 bilhões para US\$108,5 bilhões. A projeção de retorno líquido dos investimentos brasileiros diretos foi elevada de US\$10 bilhões para US\$11 bilhões, enquanto a de ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) passou de US\$60 bilhões para US\$65 bilhões, em função de valores registrados nos três últimos meses.

Dentre os investimentos em carteira, houve elevação da projeção para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e renda fixa no país, de US\$5 bilhões para US\$5,3 bilhões. A previsão de desembolsos líquidos de títulos privados e empréstimos de médio e longo prazos foi reduzida de US\$49,7 bilhões para US\$46,5 bilhões. Ainda assim, com o acesso regular de empresas residentes ao mercado financeiro internacional, os desembolsos serão mais do que suficientes para satisfazer as amortizações do período. Nesse sentido, a projeção para a taxa de rolagem do endividamento externo do país, que atingiu 499% até novembro, foi revisada para 463% em 2011.

A projeção para os investimentos estrangeiros de curto prazo, que inclui títulos, créditos comerciais e empréstimos, passou de amortizações líquidas de US\$5 bilhões para amortizações líquidas de US\$2 bilhões no fechamento do ano.

Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá totalizar superávit de US\$51,1 bilhões, ante US\$58 bilhões na projeção anterior, com absorção pelo Banco Central, consideradas as operações efetuadas até novembro, de US\$50,1 bilhões, enquanto o setor bancário ampliará ativos no exterior em US\$1 bilhão.

Para 2012, estima-se aumento no déficit em conta corrente, para US\$65 bilhões, equivalentes a 2,4% do PIB. Contribui para isso um superávit comercial menor, estimado em US\$23 bilhões, com elevações nos valores das exportações e das

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões							
	2010			2011			2012	
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	
Transações correntes	-5,1	-47,5	-51,4	-7,2	-51,5	-59,3	-70,0	
Capitais (líquido)	6,3	86,0	94,0	6,0	103,0	110,4	75,6	
Inv. Estrang. Direto	3,7	33,1	48,4	4,1	60,1	65,0	50,0	
Inv. Estrang. Carteira	2,0	49,2	51,1	0,6	5,5	5,3	17,0	
Empréstimos MLP	0,5	17,0	22,2	4,3	38,9	39,0	4,4	
Crédito comerciais	0,4	25,8	26,0	2,7	31,7	34,1	24,7	
Bancos	0,1	24,2	26,9	0,0	8,2	6,6	-0,2	
Demais	0,3	1,5	-0,8	2,7	23,5	27,4	24,9	
Inv. Brasileiro no Exter.	-0,6	-43,4	-58,5	-5,3	-22,6	-25,0	-20,0	
Demais	0,4	4,4	4,8	-0,3	-10,5	-7,9	-0,5	
Hiato financeiro	1,2	38,5	42,6	-1,2	51,5	51,1	5,6	
Compras líquidas BCB	-2,4	-39,8	-42,0	-	-50,1	-50,1	-	
Depósitos de bancos	1,1	1,3	-0,6	1,2	-1,4	-1,0	-5,6	

1/ Projeção.

importações, para US\$267 bilhões e US\$244 bilhões, respectivamente.

O déficit da conta de serviços deverá atingir US\$39,5 bilhões, como resultado, principalmente, de elevações nas despesas líquidas de aluguel de equipamentos e transportes, estimados, na ordem, em US\$19 bilhões e US\$8,4 bilhões. As despesas líquidas com viagens internacionais deverão permanecer praticamente estáveis, situando-se em US\$14,5 bilhões. As projeções para remessas líquidas de lucros e dividendos e pagamentos líquidos de juros projetadas em US\$39,6 bilhões e US\$12,2 bilhões, respectivamente, e os ingressos de transferências unilaterais, em US\$2,7 bilhões.

Para 2012, projetam-se ingressos líquidos de IED de US\$50 bilhões. Os investimentos brasileiros diretos no exterior, em linha com o processo de internacionalização das empresas brasileiras, deverão registrar aplicações líquidas de US\$5 bilhões, ante retornos líquidos de US\$11 bilhões previstos para 2011. Os investimentos líquidos em ações e papéis domésticos foram estimados em US\$17 bilhões, ante US\$5,3 bilhões projetados para 2011. As taxas de rolagem deverão situar-se em 125%. Nesse cenário, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá ser superavitário, acumulando US\$5,6 bilhões em 2012.

Perspectivas para a inflação

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em setembro de 2011. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2013 e para o crescimento do PIB até o final de 2012. 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 11,00% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 29 e 30 de novembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,80/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até 9 de dezembro de 2011, a data de corte fixada.

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

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação, medida pela variação do IPCA em doze meses, subiu nos três primeiros trimestres de 2011, mas recua desde outubro e alcançou 6,64% em novembro (no acumulado do ano, 5,97%, 0,72 p.p. acima da inflação observada em igual período de 2010). A elevação da inflação nos últimos doze meses foi determinada pela variação nos preços livres, e pela dinâmica dos preços administrados por contratos e monitorados (“monitorados”), que foi particularmente menos favorável do que a verificada em 2010. De fato, os preços monitorados acumularam, em doze meses até novembro, variação de 6,27%, e os preços livres, 6,79%. No conjunto dos preços livres, destaca-se a variação dos preços dos itens não comercializáveis (8,48%), enquanto a dos preços dos itens comercializáveis foi inferior (4,87%), na mesma base de comparação. A inflação do setor de serviços vem se mantendo em patamar sistematicamente superior à dos preços livres, e atingiu 9,08% em doze meses até novembro (ante 7,36% no acumulado até novembro de 2010).

A variação média, no acumulado em doze meses e em bases mensais, das cinco medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostrou ligeira redução na margem. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,58% em setembro para 0,59% em outubro e para 0,55% em novembro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,55% em setembro para 0,44% em outubro e para 0,42% em novembro. O núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,51% em setembro, ficou em 0,50% em outubro e em 0,53% em novembro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,45% em setembro para 0,47% em outubro e em novembro, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,44% para 0,43% e para 0,45% no mesmo período. A média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,51% em setembro para 0,49% em outubro e para 0,48% em novembro. No acumulado em doze meses até setembro, as cinco medidas do núcleo alcançaram 6,57%, 6,08%, 7,36%, 6,91% e 7,45%, respectivamente, ante 6,61%, 5,98%, 7,27%, 6,94% e 7,32% em outubro e 6,60%, 5,80%, 7,13%, 6,89% e 7,19% em novembro.

O índice de difusão do IPCA situou-se em 67,19% em novembro, mesmo valor registrado em novembro de 2010 e acima da média histórica de 60,40% (desde setembro de 1994). A média trimestral do índice avançou para 63,80%

entre setembro e novembro – 4,95 p.p. acima da média do trimestre junho a agosto e 0,35 p.p. abaixo da média de março a maio.

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. De janeiro a agosto de 2011, diferentemente, o IGP-DI acumulou alta de 5,17%, ficando abaixo dos 10,88% registrados no mesmo período de 2010. Nos últimos dois meses, as variações no IGP-DI foram de 0,40% (outubro) e de 0,43% (novembro). Com inflações mensais, de janeiro a novembro, mais baixas do que as observadas em igual período de 2010, a inflação acumulada em doze meses registrou a décima primeira queda seguida em novembro, atingindo 5,56%. O patamar de variação do índice advém, basicamente, do seu principal componente, o IPA, cuja variação em doze meses recuou de 6,63% em outubro para 4,91% em novembro. Por origem e para os mesmos períodos, os preços de produtos agropecuários apresentaram variação acumulada de 9,01% nos doze meses até outubro, e de 3,83% até novembro, e os de produtos industriais variaram 5,80% e 5,30%, respectivamente. Segundo o IPC, outro componente do IGP-DI, a inflação acumulada em doze meses recuou de 6,78% em outubro para 6,28% em novembro, ficando 0,55 p.p. acima da inflação acumulada até novembro de 2010. As maiores altas nos preços ao consumidor no período ocorreram nos grupos de transportes e de vestuário. No mesmo período, a variação acumulada do INCC, componente de menor peso no índice, passou de 7,72% em outubro para 8,09% em novembro (0,93 p.p. acima do valor registrado em novembro de 2010), em função, principalmente, da elevação no custo da mão de obra no setor.

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 terceiro trimestre deste ano, o índice acumulou queda de 0,3% em relação ao trimestre anterior, e expansão de 2,4% quando comparado ao terceiro trimestre de 2010. A taxa de crescimento acumulada em doze meses confirmou a tendência de moderação, à medida que se deslocou de 4,2% em agosto para 3,8% em setembro, ante 7,4% registrados em dezembro de 2010. Da mesma forma, o ICS da FGV recuou pelo quarto mês consecutivo, após queda de 0,6% em novembro, indicando certa tendência de acomodação da atividade no setor de serviços. A exemplo do que ocorreu nos três meses anteriores, houve melhora no componente que reflete a percepção da situação atual e queda

no componente que diz respeito às expectativas das empresas que atuam no setor em novembro. Note-se, ainda, que o nível desse indicador, em novembro, ficou 2,2% abaixo do valor de novembro de 2010 e 2,7% abaixo do nível médio de 2010.

A produção industrial recuou 0,6% em outubro na comparação mensal (-1,9% em setembro e -0,1% em agosto), de acordo com a série geral dessazonalizada pelo IBGE. A taxa de crescimento da média móvel trimestral ficou em -0,9% no período de agosto a outubro, após queda de 0,6% medida no período de julho a setembro. O volume de produção também recuou no acumulado em doze meses, com variação de 1,3% em outubro, ante 1,6% em setembro e 2,3% em agosto.

Entre as categorias de uso, a maior variação acumulada no ano até outubro (na comparação com o mesmo período de 2010) veio da produção de bens de capital (4,4%). No mesmo período, a produção de bens de consumo duráveis teve retração de 0,6%, e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, de 0,1%, enquanto a produção de bens intermediários cresceu 0,5%. Considerando a média móvel trimestral, todas as categorias apresentaram redução, com a produção de bens de capital, no trimestre de agosto a outubro de 2011, sendo 2,2% inferior à registrada de julho a setembro; a de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, 1,2%; a de bens de consumo duráveis, 3,7%; e a de bens intermediários, 0,2%, na mesma base de comparação. Cabe ressaltar que o crescimento do indicador de atividade na indústria de bens de capital atingiu a maior expansão entre as categorias de uso, evidenciando a robustez do investimento no período recente, que é fator relevante para a sustentabilidade do novo ciclo de expansão pós-crise de 2008/2009. Esse dinamismo é corroborado pela expansão do *quantum* de importação de bens de capital, que mostra variação acumulada de 16,7% no período de doze meses até outubro.

Os níveis de utilização da capacidade instalada, ainda em patamares elevados, têm recuado gradualmente, refletindo, em parte, a desaceleração da atividade e a maturação dos investimentos realizados. De fato, o Nuci na indústria de transformação, com ajuste sazonal calculado pela FGV, recuou de 83,5% em outubro para 83,3% em novembro. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci recuou de 81,7% em setembro para 81,4% em outubro, o que representa o menor nível desde fevereiro de 2010. Sobre a expansão da capacidade instalada, note-se que, no período de doze meses encerrados em outubro, houve crescimento de 7,6% na absorção de

bens de capital em relação aos doze meses anteriores. O indicador de nível de estoques da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV, livre de influências sazonais, mostrou certa estabilidade nos últimos três meses, após indicar acúmulo relevante nos três meses anteriores. De fato, em novembro, 8,4% dos respondentes caracterizavam seu nível de estoque como excessivo, na série com ajuste sazonal, e 0,6% como insuficiente – menor valor desde fevereiro de 2009. Cabe notar, ainda, que o processo de acúmulo de estoques tem sido mais pronunciado no setor de bens de consumo duráveis.

A FGV, em conjunto com o Banco Central, passou a divulgar, desde outubro de 2011, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM). A nova pesquisa, de frequência mensal, fornece indicador adicional importante, à medida que retrata o estado atual e sinaliza a evolução da atividade comercial de forma mais tempestiva. A sondagem permite o acompanhamento detalhado de dezessete segmentos comerciais, tanto no atacado como no varejo. No trimestre de setembro a novembro, o ICOM apresentou recuo de 4,5% em relação ao mesmo período de 2010, após queda de 3,3% no trimestre de agosto a outubro. Na média do trimestre terminado em novembro, 64,2% das empresas consultadas projetaram aumento das vendas no trimestre seguinte e 7,3% redução.

Diferentemente da produção industrial, o volume de vendas no comércio ampliado apresentou crescimento de 4,7% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, após expansão de 7,2% em julho, e de 5,4% em agosto. A taxa de crescimento acumulada em doze meses até setembro ficou em 9,6%, com expansão em todos os dez grupos de atividades pesquisados pelo IBGE. Por sua vez, as vendas reais do comércio varejista cresceram 7,7% no acumulado em doze meses até setembro, com destaque para o aumento nas vendas nos segmentos de móveis e eletrodomésticos (17,9%) e de equipamento e material para escritório, informática e comunicação (16,6%). Note-se que as taxas de crescimento em doze meses do comércio, restrito e ampliado, continuam superiores às taxas de expansão da produção industrial e do produto. O dinamismo recente do comércio se refletiu, também, na importação de bens de consumo duráveis, que acumulou alta, no *quantum*, de 28,8% no período de doze meses até outubro. Nos próximos trimestres, o comércio deve continuar a ser beneficiado pela evolução da massa salarial real, pelas transferências governamentais, pela expansão moderada do crédito e pela confiança dos consumidores.

A economia brasileira se expandiu 2,1% no terceiro trimestre de 2011, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, após crescer 4,2% no primeiro trimestre e 3,3% no segundo trimestre, na mesma base de comparação. Segundos dados dessazonalizados pelo IBGE, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o PIB ficou inalterado no terceiro trimestre, após expansão de 0,8% no primeiro e de 0,7% no segundo trimestre. A taxa de crescimento do PIB, acumulada em quatro trimestres, recuou de 4,9% para 3,7%, o que confirma que a economia brasileira se encontra em ciclo de crescimento em ritmo mais condizente com taxas avaliadas como sustentáveis em longo prazo. Ainda sob a ótica da produção, o setor de serviços, cujas taxas de crescimento são menos voláteis, contraiu 0,3% no terceiro trimestre de 2011 em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE – primeira queda desde o último trimestre de 2008 – e o valor adicionado pela indústria, 0,9%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a produção agropecuária registrou crescimento de 3,2%. O processo de moderação no ritmo de crescimento da economia é resultado, em parte, de ações de política implementadas desde o final do ano passado, potencializado pela deterioração do cenário econômico global a partir do terceiro trimestre.

Sob a ótica da demanda, na comparação com o trimestre anterior e segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a FBCF caiu 0,2% no terceiro trimestre de 2011, após ter crescido 1,3% no trimestre anterior. Assim, a taxa de crescimento da FBCF, acumulada nos últimos quatro trimestres, atingiu 7,0%. 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, embora a taxas decrescentes. Entretanto, a perspectiva de novos investimentos de larga escala, como no caso do setor de petróleo (pré-sal) e de infraestrutura, suporta a visão de que as taxas de expansão da FBCF sejam positivas neste e nos próximos trimestres. O consumo das famílias – componente mais importante da demanda agregada – recuou 0,1% no terceiro trimestre, após ter crescido 0,5% no segundo trimestre. Por sua vez, o consumo do governo apresentou queda de 0,7% no terceiro trimestre de 2011, após ter se expandido em 1,9% no segundo trimestre. O setor externo contribuiu positivamente para o crescimento do PIB do terceiro trimestre, com expansão de 1,8% das exportações e queda de 0,4% das importações.

A taxa de desemprego, medida pela taxa de desocupação nas seis regiões metropolitanas abrangidas

pela pesquisa mensal do IBGE, recuou significativamente nos últimos anos e se posicionou em 6,0% em outubro, na série dessazonalizada. Na série sem ajuste sazonal, a taxa situou-se em 5,8%, – 0,3 p.p. abaixo do valor observado no mesmo mês de 2010. Em doze meses, houve recuo na taxa de desocupação nas regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Salvador, São Paulo e Recife, estabilidade no Rio de Janeiro e avanço em Porto Alegre – que, no entanto, continua com a menor taxa de desocupação entre as seis regiões pesquisadas, de acordo com a pesquisa mensal do IBGE. Por sua vez, o crescimento anual do emprego, medido pela variação no número de pessoas ocupadas nas seis regiões metropolitanas, deslocou-se para 1,5% em outubro, abaixo da média histórica. Dessa forma, o número total de pessoas ocupadas nas seis regiões atingiu 22,7 milhões em outubro de 2011, ante 22,3 milhões em outubro de 2010. Ainda de acordo com o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada recuou 0,3% em outubro, em relação ao mesmo mês de 2010, com a massa salarial real 0,9% maior, na mesma base de comparação. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, persiste expansão, ainda que de forma moderada. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram criados 1,66 milhão de postos de trabalho entre novembro de 2010 e outubro de 2011. Em suma, o conjunto de evidências indica que o mercado de trabalho continua robusto, a despeito dos sinais de moderação na margem.

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 17,3% em outubro de 2011, em relação ao mesmo mês do ano anterior, chegando a R\$629,4 bilhões. No mesmo período, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são baseadas principalmente em recursos direcionados, registrou crescimento nominal de 46,9%. De modo geral, observou-se moderação na expansão do crédito total, refletindo, em parte, o processo de ajuste das condições monetárias do início de 2011 e os efeitos de ações macroprudenciais. 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 noventa dias sobre o saldo total de crédito com recursos livres e referenciais para taxas de juros passou de 4,7% em outubro de 2010 para 5,5% em outubro de 2011.

No que se refere ao crédito às pessoas jurídicas, o volume total cresceu 15,5% em outubro de 2011, na comparação com outubro de 2010, consideradas operações com recursos livres e direcionados, e totalizou R\$1.041,1 bilhões. Essa expansão foi favorecida pelos empréstimos e financiamentos com recursos do sistema BNDES, cujo montante somou R\$398,3 bilhões em outubro de 2011 – incremento de 15,1% 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\$13,5 bilhões no acumulado de janeiro a outubro de 2011 (R\$141,9 bilhões no mesmo período de 2010). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, após atingirem R\$13,6 bilhões no acumulado de janeiro a outubro de 2010, alcançaram apenas R\$3,0 bilhões nos dez primeiros meses de 2011.

No que se refere ao setor externo, o saldo acumulado da balança comercial em doze meses aumentou pelo décimo segundo mês consecutivo em novembro, amparado pela evolução favorável dos termos de troca, e alcançou US\$31,3 bilhões (US\$17 bilhões em novembro de 2010). Esse resultado adveio de exportações de US\$254,8 bilhões e de importações de US\$223,5 bilhões, o que representa variações de 30,4% e de 25,2%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2010. A demanda externa, fragilizada pela complexa conjuntura global, tem contribuído de forma modesta para o crescimento do *quantum* exportado. De fato, em doze meses até outubro de 2011, o *quantum* exportado registrou alta de 5,5% em relação aos doze meses imediatamente anteriores, enquanto o preço médio das exportações se elevou em 25,0%. Já o *quantum* importado aumentou 12,2% nesse período, refletindo, em parte, o dinamismo da demanda doméstica, apesar da moderação na margem, evidenciada pelo recuo gradual dessa taxa desde o início do ano. O preço médio das importações acumulou variação de 13,2% em doze meses até outubro.

O deficit em transações correntes, acumulado em doze meses, recuou na margem, e passou de US\$48,0 bilhões em setembro para US\$47,3 bilhões em outubro de 2011, equivalentes a 2,0% do PIB. Um componente importante desse deficit tem sido as remessas de lucros e dividendos, que acumularam US\$36,5 bilhões no mesmo período. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$75,1 bilhões em doze meses até outubro, 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 permaneceram em patamares bastante elevados desde a divulgação do último Relatório – acima dos níveis atingidos em meados de 2010 –, refletindo incertezas e instabilidade no cenário global. Em particular, os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro. As taxas de *swaps* de default de créditos (CDS) de bancos da Zona do Euro, por exemplo, atingiram patamares superiores aos observados durante a crise de 2008/2009. Desde a divulgação do último Relatório as incertezas continuaram elevadas, o que está consubstanciado, por exemplo, no fato de as taxas de juros de leilões de títulos públicos terem atingido patamares recordes em alguns países da Zona do Euro, e de as classificações de risco da dívida soberana de quinze economias terem sido colocadas sob revisão. Note-se, ainda, que as autoridades monetárias dos Estados Unidos, da Zona do Euro, do Japão, do Canadá, da Inglaterra e da Suíça anunciaram ações coordenadas de assistência de liquidez ao sistema financeiro global.

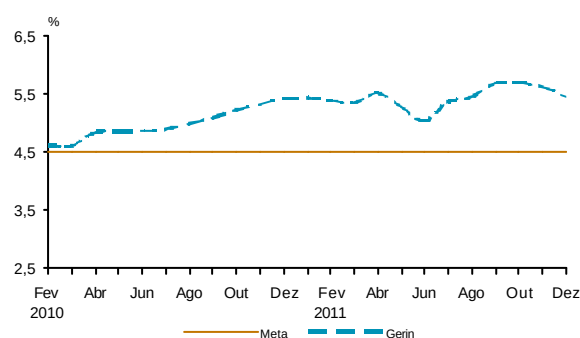
Ainda sobre a economia global, consolidou-se perspectiva de atividade mais moderada do que se antecipava em importantes economias, conjugada com riscos de que ocorra recessão em casos específicos. Em particular, a necessidade de ajustes fiscais – que, de fato, em diversos casos já estão sendo implementados – e o limitado espaço para ações de política monetária têm contribuído para projeções de crescimento mais modestas, ou mesmo de redução do 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), reforçou os sinais de inflexão no ritmo da atividade em todas as principais economias, com perspectivas menos favoráveis neste e nos próximos semestres. Indicadores coincidentes globais, como o PMI dão suporte a essa avaliação. Em novembro, o PMI aumentou, na margem, nos Estados Unidos, enquanto se configurou quadro de estagnação ou retração econômica nas maiores economias da Zona do Euro, no Japão e na China. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodáticas e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política monetária. Em particular, em relação a posturas acomodáticas, o BCE reduziu a taxa de juros de referência no início de novembro e no início de dezembro. Sobre inflação, em relação ao último Relatório, a inflação ao consumidor, acumulada em doze meses, se

elevou na Zona do Euro e no Reino Unido, permaneceu estável nos Estados Unidos, e recuou no Japão. Nos Estados Unidos, o núcleo da inflação ao consumidor se elevou, embora ainda se situe em patamar moderado. Nos países emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista.

O preço do petróleo do tipo *Brent* manteve-se acima de US\$100 o barril. Esse nível de preços é consistente com um quadro de moderação na demanda global, aliado à instabilidade política em alguns países produtores e às defasagens no processo de retomada da produção. 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.

Em relação às demais *commodities*, de forma geral, observou-se recuo significativo dos preços nos mercados internacionais desde a divulgação do Relatório de setembro de 2011 – em especial no que se refere às agrícolas e aos metais de uso industrial. Na data de corte de 9 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pela CRB, acumulava recuo de 10,4% desde 9 de setembro, e de 16,4% desde o pico desse ano (em 8 de abril). De maneira semelhante, houve novo recuo nos preços internacionais dos alimentos no período. O índice de preços de alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 6,7% entre agosto e novembro. O comportamento dos preços de *commodities* e de ativos continua envolto em elevada incerteza, em contexto de alta volatilidade nos mercados financeiros e de moedas.

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



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 3,56% em 9 de setembro para 2,97% em 9 de dezembro. Para 2012, a taxa de crescimento projetada recuou de 3,80% para 3,40%. Nesse período, a mediana das expectativas para a inflação, em 2011, deslocou-se de 6,45% para 6,50%; em 2012 de 5,40% para 5,42% e, em 2013, de 4,80% para 5,00%. Já a inflação projetada para os próximos doze meses caiu de 5,67% para 5,45%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do

Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2012

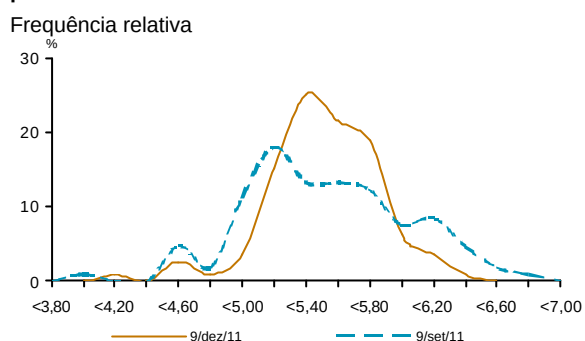


Gráfico 6.3 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2012

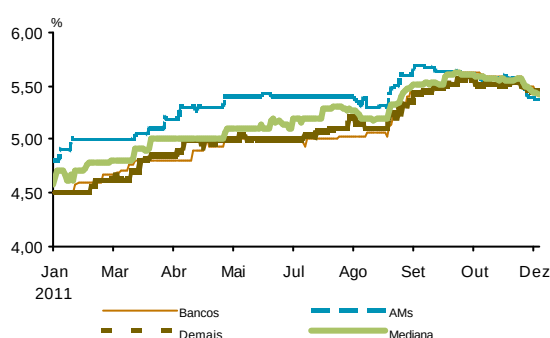
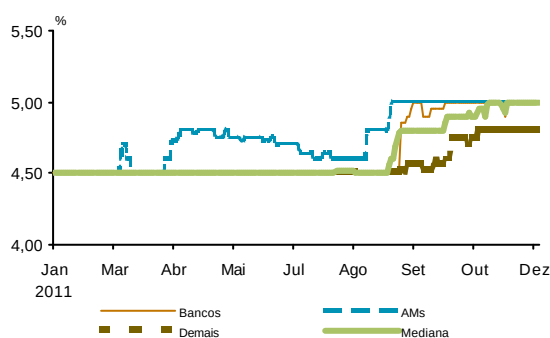


Gráfico 6.4 – Evolução das medianas de expectativas de mercado por segmentos para o IPCA de 2013



último Relatório, houve diminuição da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2012, como ilustra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções caiu de 0,50% para 0,35%.

Nos casos específicos de bancos, gestoras de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras), as medianas das expectativas de inflação para 2011 se encontravam, na data de corte de 9 de dezembro, em 6,50%, em 6,51% e em 6,50%, respectivamente, ante 6,45%, 6,45% e 6,44%, registrados no último Relatório. Para 2012, conforme Gráfico 6.3, ficaram em 5,43%, 5,37% e 5,44%, segundo a mesma ordem, ante 5,30%, 5,60% e 5,29% no Relatório de setembro. Para 2013, Gráfico 6.4, em 5,00%, 5,00% e 4,80%, respectivamente, ante 4,85%, 5,00% e 4,52% registrados em setembro de 2011.

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 baixo crescimento da atividade global, por um período de tempo prolongado, 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 central contempla ritmo moderado da atividade econômica doméstica no curto prazo, com tendência de aceleração ao longo do próximo ano, bem como a trajetória revisada para o superávit primário do setor público, incorporada no último Relatório de Inflação. No cenário central, os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica observada neste semestre. Por outro lado, o cenário central também leva em conta os efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas que, de resto, são defasados e cumulativos.

As projeções de inflação para 2012, de modo geral, se reduziram e o balanço de riscos para a inflação acumulou sinais favoráveis desde a divulgação do último Relatório.

No âmbito externo, em linhas gerais, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que os desenvolvimentos externos são de grande complexidade e se transmitem para a economia brasileira por diversos canais. Desde o último Relatório, houve deterioração do quadro, consubstanciada, por exemplo, em novas reduções, generalizadas e de grande magnitude, nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos e no agravamento das condições financeiras em algumas das principais economias da Zona do Euro. Em outra perspectiva, neste quarto trimestre, o maior pessimismo quanto ao ritmo de crescimento da economia mundial, que, entre outros, se reflete na deterioração da confiança dos agentes, contribuiu para reduzir ou conter o preço das *commodities*, em especial das agrícolas e das metálicas. Importante destacar também que, desde a divulgação do último Relatório, permanecem elevadas a volatilidade e a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, com repercussões baixistas sobre os preços de ativos domésticos.

O cenário central com o qual trabalha o Copom contempla hipótese de baixo crescimento da atividade global, por um período de tempo prolongado. O Comitê entende que permanecem elevadas 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; o mercado de crédito permanece fragilizado; 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.

O Copom considera que, desde o último Relatório, os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro. O Comitê considera que persistem riscos de que ocorra ruptura nos mercados financeiros internacionais, haja vista a gravidade e complexidade da situação que envolve a Zona do Euro e a dificuldade de formação de consenso político a respeito da formatação e da implementação de medidas a serem tomadas. O Comitê continua, entretanto, trabalhando com o cenário central expresso no último Relatório de Inflação, qual seja, de que não serão observados eventos extremos.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem diretamente para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros, à corrente de comércio. De fato, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes da Ásia e da América Latina, o ritmo da atividade tem moderado em função do enfraquecimento da demanda externa e do comércio exterior. Há sinais também de que a transmissão via canal de expectativas, que afeta principalmente investimentos, já se manifesta sobre a economia real. Para os próximos trimestres, medidas de expectativa e de confiança, indicadores antecedentes e taxas de juros praticadas nos mercados financeiros, em especial nos de bônus, sugerem ritmo lento de atividade para a economia mundial, mais claramente para economias maduras do que para economias emergentes.

No que se refere especificamente à economia brasileira, o Comitê entende que os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica observada neste semestre, que se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira neste e no próximo ano. Dito de outra forma, o processo de moderação em que se encontra a economia – decorrência das ações de política implementadas desde o final de 2010 até julho deste ano – tende a ser potencializado pela fragilidade da economia global. De fato, nesse contexto, as exportações são direta e negativamente afetadas pela desaceleração da economia mundial, que resulta em menor volume de comércio. A esse respeito, cumpre 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 tendem a ser acompanhados por reduções proporcionalmente maiores do volume de comércio, e vice-versa. Por sua vez, os canais de crédito e confiança tendem a desacelerar o ritmo de crescimento de investimentos e do consumo domésticos.

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. O quadro, entretanto, se

alterou ao longo do ano. Em geral, os preços de *commodities* têm apresentado redução desde abril, com comportamento diferenciado entre segmentos. Assim, em contraste com o contexto do início do ano, o comportamento recente desses preços aponta para um cenário mais benigno. 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, ainda que com menor intensidade, a observância de eventuais pressões inflacionárias deles decorrentes. Por último, cabe notar que a avaliação dos efeitos de variações nos preços de *commodities* sobre a inflação também deve levar em conta, entre outros, o comportamento do preço de ativos domésticos.

Ainda sobre preços, 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 termos de balanço de riscos, o Copom avalia que o cenário internacional continua a manifestar viés desinflacionário no horizonte relevante, ou seja, torna o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

Focando agora no lado interno, comparativamente ao que se verificava no último Relatório, o Copom pondera que se reduziu o risco de que o aumento da inflação acumulada em doze meses seja transmitido ao cenário prospectivo da inflação. Por outro lado, o Comitê avalia que persiste contexto de estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e de descompasso decrescente, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Ainda sobre o mercado de fatores, o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado moderadamente 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. A revisão do cenário para a política fiscal, incorporada no Relatório de setembro, também se apresenta como fator de contenção de pressões.

A inflação acumulada em doze meses passou a recuar neste trimestre, e o cenário central contempla continuidade desse movimento. O Comitê avalia que, por si só, essa inversão de tendência contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, neste e nos próximos semestres. Dessa forma, ao impacto direto, inercial, do recuo da inflação passada sobre a inflação futura, soma-se o impacto indireto, advindo da melhora nas expectativas.

O Copom avalia que um risco importante, mas decrescente, para a inflação advém do mercado de trabalho. Nesse contexto, o risco para a dinâmica dos preços reside na possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura, a qual, cabe notar, já está em processo de redução e tende a ser marcadamente menor do que a inflação passada, conforme projeções apresentadas na próxima seção. Além disso, o Comitê pondera 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 responde às ações de política monetária com as mais longas defasagens –, de um lado, mostra sinais de moderação; de outro, margem estreita de ociosidade. Um aspecto crucial nessas circunstâncias 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. 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 levemente inferior ao verificado antes da crise internacional. Considerando-se o acumulado em quatro trimestres, a taxa de investimento no terceiro trimestre de 2011 alcançou 19,3%. A combinação de ritmo mais moderado de crescimento da demanda agregada, competição de produtos importados e recuperação dos investimentos se manifestou inicialmente em valores relativamente estáveis para o Nuci industrial, após acentuado crescimento em 2009 e início de 2010. Em um segundo momento, neste ano, o Nuci industrial tem apresentado ligeira tendência de recuo.

O Copom entende como relevantes, embora decrescentes, os riscos derivados da persistência do descompasso, em segmentos específicos, 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 de perspectivas favoráveis para a evolução da atividade. 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 elevados, a despeito de 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, apesar de certa acomodação na margem.

Também contribuirão para fortalecer a demanda doméstica ações de política monetária recentemente implementadas, visto que os efeitos da política monetária operam com defasagens e são cumulativos¹⁰. Dito de outra forma, as ações de política monetária levam certo tempo para afetar atividade e inflação, e os impactos de uma sequência de ações vão se sobrepondo no tempo. É plausível afirmar que algum impacto imediato possa se materializar, por exemplo, por intermédio do canal das expectativas dos agentes. De modo geral, entretanto, os diversos canais pelos quais opera a política monetária impactam a atividade e inflação com defasagens diferenciadas, com o efeito máximo se manifestando alguns trimestres após a implementação da ação. Essas defasagens são levadas em consideração na condução da política monetária, em parte, para se evitar flutuações indevidas na atividade econômica.

10/ Vide boxes “A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços” (Relatório de Inflação, junho de 2009) e “Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão” (Relatório de Inflação, setembro de 2007).

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 ainda se posiciona acima da trajetória de metas, embora com tendência declinante.

O Copom avalia que, diferentemente do verificado em meados deste ano, o comportamento dos preços no atacado na passagem do terceiro para o quarto trimestre, principalmente no caso dos produtos agrícolas, pode ter pressionado ligeiramente a inflação ao consumidor. No acumulado em doze meses, entretanto, a variação dos preços no atacado se reduziu de modo relevante, entre outros, devido à moderação dos preços agrícolas. Por outro lado, em uma perspectiva mais abrangente, os preços no atacado ainda permanecem como fator de risco para a inflação no médio prazo. De fato, no acumulado em doze meses, a inflação dos preços industriais mostra certa resistência. Isso tende a impactar negativamente a inflação ao consumidor em prazos mais curtos – em função da cadeia produtiva – e em prazos mais longos, haja vista a prática de indexação de importantes preços ao consumidor à variação dos índices gerais de preços.

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 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.

O Copom entende que, a despeito de se observar melhora na margem, outra fonte de risco reside no comportamento das expectativas de inflação – em função dos níveis elevados da inflação acumulada em doze meses verificados desde o final de 2010.

Para o Copom, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

Em termos de balanço de riscos, o Copom avalia que a moderação no mercado de fatores, a revisão do cenário para a política fiscal, incorporada no Relatório de setembro, entre outros desenvolvimentos no âmbito doméstico, tornam o balanço de riscos para a inflação mais favorável.

Em suma, o Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses alcançou o pico no último trimestre, começa a recuar no trimestre corrente e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual, e pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. Nota ainda que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012, bem como identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

Neste contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic, de 12,00% para 11,50% e 11,00% a.a., sem viés, nas reuniões de outubro e novembro, respectivamente.

A demanda doméstica se apresenta robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e das transferências e a expansão do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer nos próximos trimestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas, que, de resto, são defasados e cumulativos. Por outro lado, iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do

setor público. Também se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada a substancial deterioração do cenário internacional. 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, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 9 de dezembro de 2011 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,80/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de novembro – ante R\$1,65/US\$ e 12,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de setembro de 2011. A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, no cenário de referência, é de 6,2% para 2011 e de 4,0% para 2012, ante 5,0% e 4,4%, respectivamente, consideradas no último Relatório. Essa projeção baseia-se, para o acumulado de 2011, nas hipóteses de variação de 6,6% dos preços da gasolina; de variação de 1,9% nos preços do gás de bujão; de 4,1% nos preços da eletricidade; e de estabilidade nas tarifas de telefonia fixa. Para o acumulado de 2012, a projeção baseia-se nas hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina e do gás de bujão, e de reajuste de 2,7% e 2,3% das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, respectivamente. 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 2013 e segundo o cenário de referência, é de 4,5%, ante 4,4% considerada no Relatório de setembro.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média elevaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de Inflação de setembro de 2011. Para o último trimestre de 2011, deslocaram-se de R\$1,60/US\$ para R\$1,79/US\$; e para o de 2012, de R\$1,65/US\$ para R\$1,75/US\$. Para o quarto trimestre de 2013, projetam taxa de câmbio média de R\$1,75/US\$. No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2011 e 2012 recuaram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2011, a taxa média se deslocou de 11,44% a.a. para 11,37% a.a., e, para o último trimestre de 2012, de 11,00% a.a. para 9,50% a.a. Para o quarto trimestre de 2013, as expectativas indicam taxa Selic média de 10,35% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o swap pré-DI de 360 dias de -43 p.b., -168 p.b. e de 19 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (11,00% a.a.), no quarto trimestre de 2011, de 2012 e de 2013, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 6,3% para o conjunto dos preços administrados por contratos e monitorados em 2011, e de 3,9% e 4,5% para 2012 e 2013, respectivamente.

Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário de cerca de 3,15% do PIB (R\$127,9 bilhões), sem ajustes, em 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012 e em 2013, sem ajustes.

No conjunto das projeções foram incorporados os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA, a vigorar a partir de janeiro de 2012.

Admite-se, ainda, a hipótese de 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 2008/2009¹¹.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto disponível de informações até a data de corte (9 de dezembro de 2011), foram construídas as projeções para

11/ A respeito da crise internacional, vide box “Efeitos da Desaceleração Econômica Internacional na Economia Brasileira”, à página 99 deste Relatório.

Gráfico 6.5 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,0% a.a. (cenário de referência)

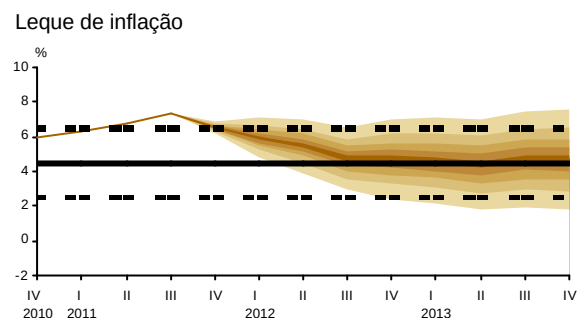
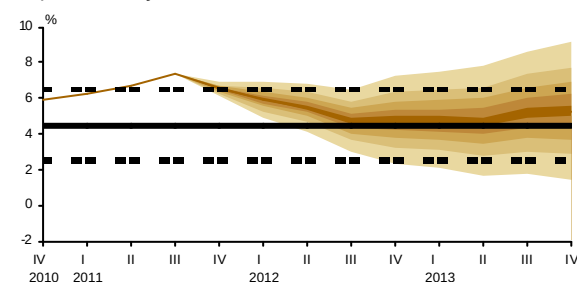


Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11,0% a.a. (cenário de referência)

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

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



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 6,5% em 2011, 0,1 p.p. maior do que a projetada no Relatório de setembro de 2011, e de 4,7% em 2012, mesmo valor apresentado no Relatório de setembro. 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, e se desloca em direção ao valor central da meta nos trimestres seguintes. De acordo com a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 6,5% no quarto trimestre de 2011, recua para 5,9% e 5,5% no primeiro e segundo trimestres de 2012, respectivamente, desloca-se para 4,7% no terceiro trimestre e encerra o ano nesse patamar. Ainda segundo o cenário de referência, nos dois primeiros trimestres de 2013 a projeção se encontra em 4,6% e 4,4%, respectivamente, deslocando-se para 4,7% nos dois trimestres seguintes.

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 54%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 10%.

No cenário de mercado, a previsão de 6,5% para a inflação em 2011 é igual à associada ao cenário de referência, e também 0,1 p.p. maior do que o valor projetado no último Relatório. Já a previsão de 4,8% para a inflação em 2012 é 0,2 p.p. menor do que a projetada no Relatório de setembro. 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 terceiro trimestre de 2012. De fato, no cenário de mercado, a projeção parte de 6,5% no quarto trimestre de 2011, recua para 5,9% e para 5,5% no primeiro e segundo trimestres de 2012, respectivamente, desloca-se para 4,7% no terceiro trimestre, e encerra o ano em 4,8%. Para 2013, a projeção parte de 4,8% no primeiro trimestre, recua para 4,7% no segundo, e se desloca para 5,2% e 5,3% nos dois últimos trimestres de 2013, respectivamente.

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

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

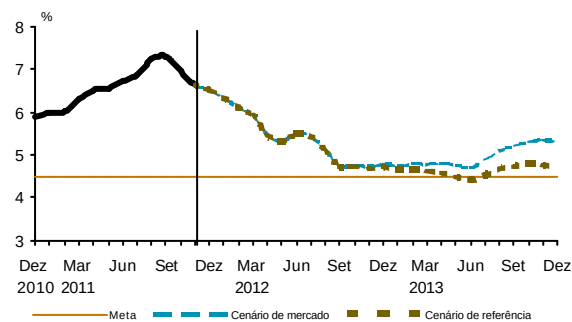
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%						
	30%						
	10%						
2011 4	6,4	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,5
2012 1	5,5	5,7	5,9	6,0	6,2	6,3	5,9
2012 2	5,0	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0	5,5
2012 3	4,0	4,3	4,6	4,9	5,1	5,4	4,7
2012 4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,3	5,8	4,8
2013 1	3,7	4,2	4,6	5,0	5,4	5,9	4,8
2013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

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

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2011 III	7,2	7,2
2011 IV	6,4	6,4
2012 I	5,7	5,7
2012 II	5,2	5,2
2012 III	4,7	4,8
2012 IV	4,7	5,0
2013 I	4,7	5,1
2013 II	4,5	5,0
2013 III	4,5	5,1

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



intervalo de tolerância da meta em 2011 situa-se em 55%. Para 2012, essa probabilidade se encontra em torno de 12%.

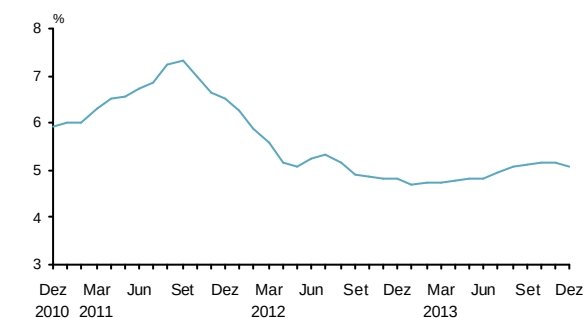
As trajetórias das projeções no cenário de referência e no de mercado são semelhantes em 2012. Isso ocorre, em parte, porque o efeito da diferença entre as respectivas trajetórias para a taxa de juros sobre a inflação se manifesta com defasagens, em virtude do mecanismo de transmissão da política monetária. De fato, as diferentes trajetórias para a taxa de juros fazem com que as trajetórias das projeções comecem a se afastar gradualmente a partir do quarto trimestre de 2012. Para 2013, os efeitos das diferenças entre as trajetórias de juros fazem com que as projeções nos dois cenários continuem se afastando.

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 no último trimestre de 2011 e nos dois primeiros trimestres de 2012, estabilizando-se nos dois trimestres seguintes, no cenário de referência. Nesse cenário, a elevação na projeção para 2011 reflete, de modo geral, taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2012, o movimento reflete, em parte, trajetórias de taxa de câmbio e de juros distintas das que foram consideradas no Relatório de setembro, e, em sentido contrário, os efeitos estimados da crise internacional de 2011/2012 e da alteração na estrutura de ponderação do IPCA. Em relação aos dois primeiros trimestres de 2013, as projeções de inflação se mantiveram relativamente estáveis, apresentando ligeira alta no terceiro trimestre, a qual também reflete, em parte, as diferentes trajetórias de taxa de juros. No cenário de mercado, a elevação nas projeções para 2011 e para os dois primeiros trimestres de 2012, e o recuo das projeções nos trimestres seguintes, em relação aos valores constantes no Relatório de setembro, refletem, em parte, os mesmos fatores. Nesse cenário, as projeções para o primeiro e para o segundo trimestres de 2013 recuaram em relação às apresentadas no último Relatório, enquanto que a projeção para o terceiro trimestre de 2013 elevou-se ligeiramente, pelos mesmos fatores mencionados.

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 quarto trimestre de 2013, e a trajetória de metas. Até novembro de 2011, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, as

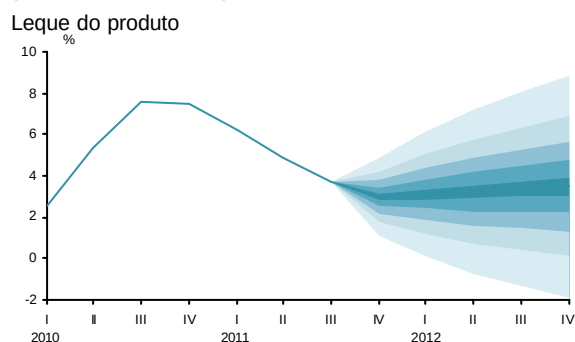
trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. As projeções se posicionam acima do valor central da meta em 2011. Em ambos os cenários, a trajetória indica recuo da inflação acumulada em doze meses a partir do quarto trimestre de 2011, movimento que se estende até o terceiro trimestre de 2012, atingindo patamar acima do valor central da meta. A partir do último trimestre de 2012, no cenário de mercado, a trajetória se encontra acima do valor central da meta até o final do horizonte de projeção. No cenário de referência, a partir do último trimestre de 2012, a projeção da inflação acumulada em doze meses também permanece acima do valor central da meta até o final do horizonte de projeção, exceto no segundo trimestre de 2013, quando se posiciona abaixo do valor central.

Gráfico 6.8 – Projeção de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.9 – Variação do PIB com juros fixos em 11,0% a.a. (cenário de referência)



A média das previsões geradas pelos modelos de VAR para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.8. Até novembro de 2011, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Quando comparadas aos dados do Relatório anterior, assim como ocorre nas projeções para os cenários de referência e de mercado, nos modelos VAR observa-se elevação da previsão para a inflação acumulada em doze meses para 2011. As previsões para 2012, em comparação às divulgadas no Relatório anterior, elevam-se ao longo do primeiro semestre, mas reverterem esta tendência no terceiro trimestre e encerram o ano em patamar inferior, refletindo, entre outros, os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA. Em relação ainda ao Relatório de setembro, as previsões se reduzem ao longo do primeiro semestre de 2013, e encerram o terceiro trimestre em mesmo patamar. As previsões dos modelos VAR, em comparação com 2011, reduzem-se no primeiro trimestre de 2012, com reversão do movimento de queda no segundo trimestre, mas se encontram abaixo da inflação prevista para 2011 nos trimestres seguintes, convergindo para a média incondicional da inflação ao final do horizonte considerado.

O Gráfico 6.9 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2011 é de 3,0%, valor 0,5 p.p. menor do que o projetado no Relatório de Inflação de setembro de 2011. Essa revisão reflete, em parte, os efeitos

observados de ações de política implementadas entre o final de 2010 e meados de 2011. Para 2012, o Comitê projeta taxa de crescimento de 3,5%, a qual contempla aceleração da atividade entre o primeiro e o segundo semestre do próximo ano.

Efeitos da Desaceleração Econômica Internacional na Economia Brasileira

Períodos de deterioração da conjuntura macroeconômica requerem de bancos centrais aprofundamento dos processos analíticos. Nesse sentido, este box objetiva avaliar os efeitos, sobre a dinâmica da inflação doméstica, decorrentes da complexidade que ora cerca o cenário internacional. Para tanto, exercícios são realizados usando dois instrumentais. No primeiro, são feitas simulações por meio do Samba – modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (DSGE)¹. Por ser um modelo de tamanho médio, o Samba, em comparação aos modelos semiestruturais de pequeno porte, tende a proporcionar um mapeamento mais abrangente dos canais de transmissão de choques externos. No segundo, são feitas projeções de inflação usando os modelos semiestruturais de pequeno porte, com o auxílio de modelos auxiliares (“modelos satélites”), que incorporam os principais canais de transmissão da crise externa para a economia doméstica.

Canais de transmissão de choques externos

No modelo Samba, a interação entre as economias doméstica e externa se dá por meio do comércio internacional (exportação e importação de bens) e dos fluxos de capitais (acumulação de ativos ou passivos externos, em moeda estrangeira). Nesse sentido, o processo de modelagem envolve diversas variáveis, como, por exemplo, comércio mundial, preços de exportações e importações, taxa de câmbio, medidas de prêmio de risco e de aversão ao risco, inflação e taxa de juros internacionais.

Especificamente para efeitos dos exercícios de simulação, considera-se a transmissão por

1/ Para maiores detalhes, vide Castro *et al.* (2011).

Gráfico 1 – Variação do volume do comércio mundial (p.p.)

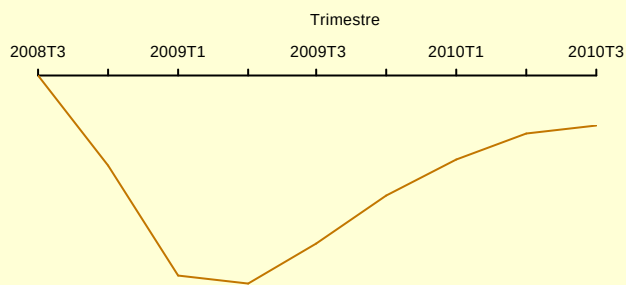


Gráfico 2 – Variação acumulada do preço das importações em moeda estrangeira (p.p.)

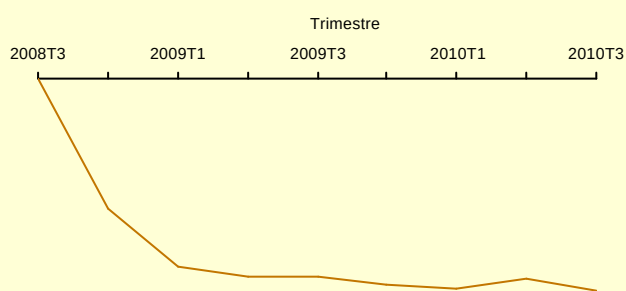
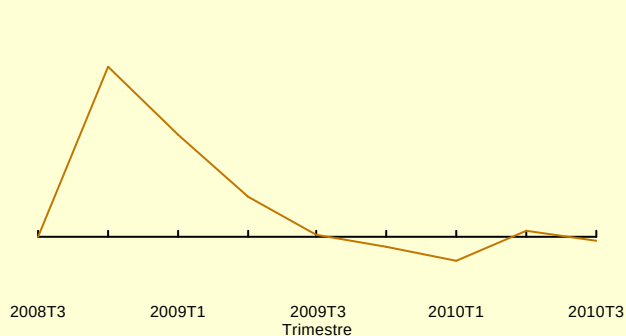


Gráfico 3 – VIX (variação em relação a 2008:3, em p.p.)



intermédio de: (1) exportações; (2) preços de bens importados em moeda estrangeira; e (3) preço de ativos financeiros.

No procedimento de simulação, inicialmente, constrói-se exogenamente um cenário de desaceleração da economia global. Como referência para a construção do cenário exógeno, toma-se por base observações relativas à crise financeira de 2008/2009, de modo que, para a reprodução total ou parcial dos efeitos dessa crise, aplicam-se choques em três variáveis do modelo: (i) demanda externa pelas exportações brasileiras, medida pelo volume de comércio mundial; (ii) preço das importações em moeda estrangeira; e (iii) percepção de risco dos agentes externos, medida pelo VIX².

Os Gráficos 1 a 3 apresentam a evolução dessas variáveis durante a crise de 2008/2009³. As duas primeiras são os desvios em relação a uma tendência calculada usando o filtro de Hodrick-Prescott (HP). Especificamente, representam a soma acumulada dos desvios em relação ao nível do desvio vigente no terceiro trimestre de 2008. No caso do VIX, Gráfico 3, representa a variação em relação ao valor vigente no terceiro trimestre de 2008.

Com base nessas informações, constrói-se um cenário exógeno em que ocorre retração na demanda mundial por exportações, em dois trimestres, correspondente a um quarto da observada durante a crise internacional de 2008/2009. Entretanto, como, ao contrário do verificado naquela oportunidade, atualmente economias maduras dispõem de menos instrumentos para estimular a atividade (espaço mais limitado para utilização de política monetária e predominância de um cenário de restrição fiscal), admite-se que a reversão desse movimento ocorra de forma mais lenta. Admite-se também que o preço em moeda estrangeira dos bens importados recue o equivalente a um quarto do observado na crise de 2008/2009, bem como que o VIX aumente um quarto da variação observada em 2008/2009 no trimestre inicial e retorne ao nível original após três trimestres.

2/ Medida de volatilidade implícita do índice S&P 500, divulgada pela Bolsa de Chicago.

3/ A série do volume de comércio mundial usada é calculada pelo CPB *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* e a do preço de importações é estimada pela Funcex.

Gráfico 4 – Hiato do Produto (%)

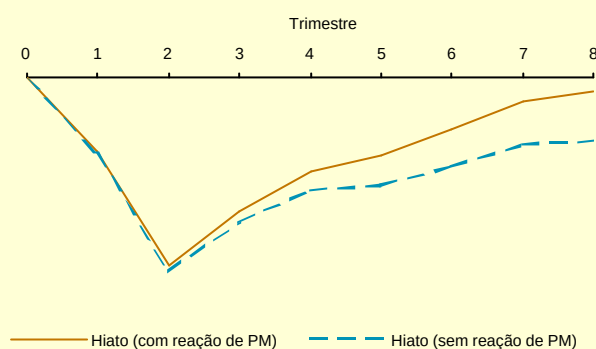
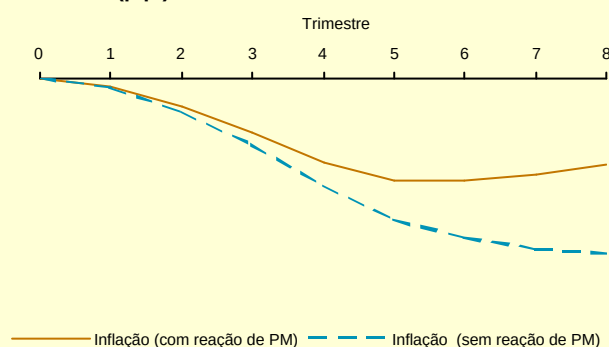


Gráfico 5 – Inflação acumulada em quatro trimestres (p.p.)



Com base nesse cenário exógeno, em um segundo momento, são endogenamente avaliados prováveis impactos dessa desaceleração global sobre a economia brasileira. Ou seja, com o Samba procura-se identificar as respostas das variáveis domésticas, considerando, ainda, dois tipos de reação da autoridade monetária. No primeiro, o banco central não altera a taxa básica de juros; no segundo, o banco central segue uma regra de Taylor (a taxa de juros responde a desvios da inflação esperada em relação à meta de inflação e ao hiato do produto).

Os Gráficos 4 e 5 mostram as respostas do hiato do produto e da inflação, respectivamente, com e sem reação de política monetária (PM).

Projeção de inflação

Os modelos semiestruturais de pequeno porte, tradicionalmente usados para projetar inflação pelo Banco Central, contemplam uma estrutura bem mais simples, se comparada à do Samba. Portanto, os modelos pequenos tendem a incorporar apenas parte dos impactos de um choque externo sobre a economia doméstica. Dessa forma, para permitir uma análise mais detalhada de choques específicos e integrá-los à estrutura básica dos modelos pequenos, estes são complementados por modelos auxiliares (“modelos satélites”).

Para analisar o cenário externo, então, utiliza-se um Vetor Autorregressivo (VAR), com quatro variáveis endógenas: hiato do Produto Interno Bruto (PIB) mundial, inovações no preço (em dólares) das *commodities*, taxa de câmbio doméstica e hiato do produto doméstico. O VAR inclui ainda as seguintes variáveis de controle: volatilidade externa, medida pelo índice VIX; prêmio de risco-país, medido pelo Embi Brasil; taxa de juros real *ex-ante*, medida pela Selic nominal descontada da inflação esperada doze meses à frente; taxa cambial do dólar frente a uma cesta de moedas relevantes; e variáveis *dummies* para controle de *outliers* e mudanças de regime.

O PIB mundial é dado por uma média ponderada (pelo valor do comércio) do PIB dos países da OCDE e do PIB da China, sendo o hiato do PIB mundial medido pelo filtro HP. O nível de

Gráfico 6 – Hiato do PIB Mundial (%)

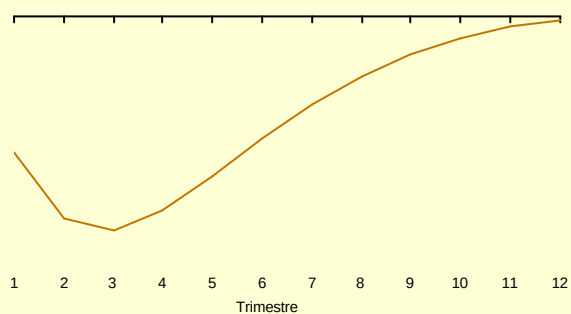


Gráfico 7 – CRB (%)

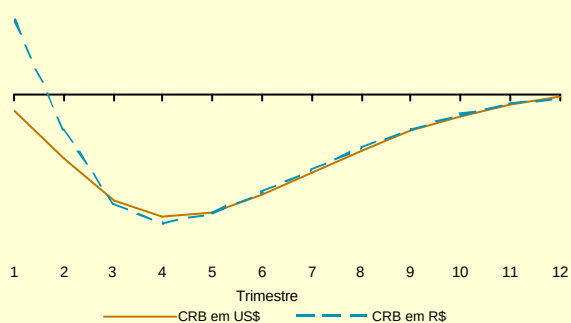


Gráfico 8 – Variação Percentual da Taxa de Câmbio

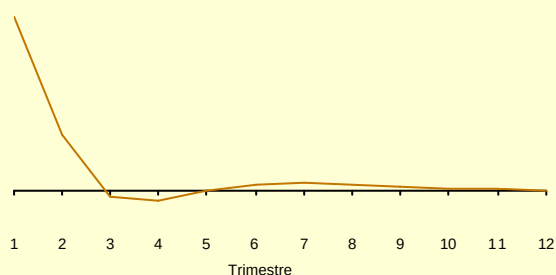
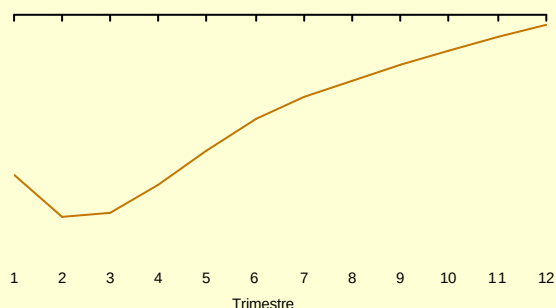


Gráfico 9 – Hiato do Produto Doméstico (%)



preço em dólares das *commodities* é dado pelo índice *Commodity Research Bureau* (CRB), exclusive petróleo, sendo as inovações medidas pelo componente cíclico obtido via filtro HP. O cálculo do hiato do produto doméstico é feito a partir de uma função de produção, para tanto considerando a utilização da capacidade instalada da indústria, medida pela Fundação Getulio Vargas (UCI-FGV), e a taxa de desemprego, medida pelo IBGE⁴. Por fim, para o câmbio, foi utilizada a variação da taxa nominal de câmbio R\$/USD.

A representação do VAR é como segue:

$$Y_t = A_0 + \sum_{p=1}^P A_p Y_{t-p} + \sum_{q=0}^Q B_q X_{t-q} + E_t,$$

em que Y_t é o vetor 4x1 de variáveis endógenas, X_t é o vetor de controles, A_p e B_q são as matrizes que coletam os coeficientes, e E_t é o vetor de erros. A escolha das defasagens P e Q foi baseada nos critérios de informação usuais e de modo a obter resíduos sem autocorrelação serial. O VAR foi estimado com dados trimestrais utilizando uma amostra que vai do primeiro trimestre de 2000 ao quarto trimestre de 2010.

Uma vez estimado, o modelo satélite pode ser utilizado para mapear o efeito de um choque no hiato do PIB mundial sobre o preço das *commodities*, sobre a taxa de câmbio doméstica e sobre o hiato do produto doméstico⁵. Sob esse arcabouço, vários padrões de choques (de um único período ou mais persistentes) podem ser analisados. A título de ilustração, os Gráficos 6 a 9 mostram as respostas a um choque negativo no hiato do PIB mundial.

É importante ressaltar que as trajetórias acima foram obtidas sob a hipótese de que as políticas fiscal e monetária domésticas permanecem constantes ao longo do horizonte relevante.

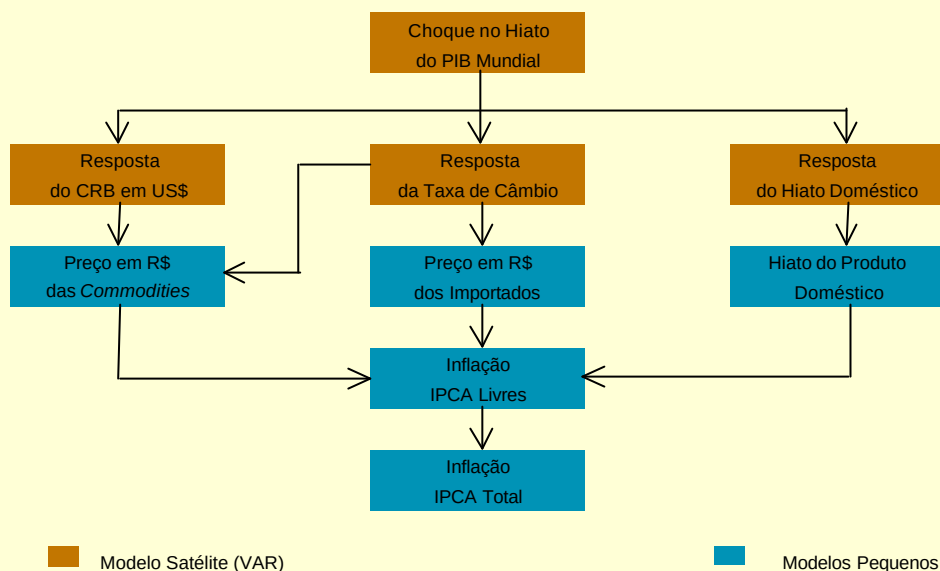
Estimadas as respostas de taxa de câmbio, CRB e hiato do produto doméstico ao choque no hiato do PIB mundial, o passo seguinte consiste em mapear o efeito dessas respostas na inflação

4/ Esta é a medida de hiato *benchmark* utilizada nos modelos pequenos, conforme explicado no Relatório de Inflação de junho de 2011.

5/ A identificação é feita com base na seguinte ordenação: hiato do PIB mundial, preço das *commodities*, taxa de câmbio doméstica e hiato do produto doméstico.

doméstica, com base nos modelos semiestruturais de pequeno porte. Note-se que cada resposta ao choque no hiato do PIB mundial corresponde a um ponto de entrada nos modelos pequenos, conforme ilustra a Figura 1. Dito de outra forma, a depreciação cambial, a queda nos preços das *commodities* e o recuo no hiato do produto doméstico impactam a inflação de preços livres.

Figura 1 – Mecanismos de Transmissão dos Choques Externos nos Modelos Pequenos



Portanto, com o auxílio do modelo satélite, os modelos pequenos acabam incorporando, de modo mais abrangente, os mecanismos de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira. Como consequência, são capazes de produzir projeções de inflação que consideram de maneira mais precisa os efeitos estimados da crise internacional.

Em resumo, este box trata da transmissão dos efeitos da crise internacional para dinâmica da inflação doméstica. Para tanto, são considerados nos exercícios algumas das ferramentas com as quais o Banco Central trabalha, como por exemplo, o Samba e os modelos semiestruturais de pequeno porte.

Referência

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

Efeitos na Inflação e no Produto de Variação de Gastos e de Impostos

Em resposta aos impactos da crise financeira internacional de 2008/2009, muitos países implementaram políticas contracíclicas – fiscais, monetárias e creditícias. O *mix* de políticas monetárias e creditícias envolveu a redução da taxa nominal de juros e a utilização de instrumentos não convencionais, como injeção direta de liquidez em moeda doméstica (*quantitative easing*) e, por vezes, também em moeda estrangeira; e até mesmo, modificação nos balanços dos bancos centrais (*qualitative easing*). Além disso, em virtude dos limites naturais dos estímulos monetários, importantes economias maduras e emergentes adotaram políticas fiscais expansionistas, via redução de impostos e/ou aumento de gastos. Nesse contexto, as relações entre dívida e Produto Interno Bruto (PIB) cresceram de modo relevante em diversos países. Em particular, entre 2007 e 2010, a relação entre dívida líquida do setor público e PIB aumentou de forma significativa¹, por exemplo, nos Estados Unidos (de 42,9% para 68,3%), na Alemanha (50,2% – 57,6%), no Japão (81,5% – 117,2%), no Reino Unido (38,2% – 67,7%) e na França (59,5% – 76,6%).

Dada a importância do assunto, este boxe objetiva avaliar os efeitos da política fiscal sobre inflação e sobre produto. Mais especificamente, comparar como a decomposição da política fiscal em variação de gastos e variação de tributos afeta essas variáveis, à luz do modelo Samba (*Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach*)², um modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral desenvolvido e estimado pelo Banco Central.

1/ FMI, *Fiscal Monitor*, setembro de 2011.

2/ Para maiores detalhes, vide Castro *et al.* (2011).

Os multiplicadores fiscais de gastos e de tributação: evidência

Os multiplicadores fiscais foram objeto de análise no box “Multiplicador Fiscal, Produto e Inflação”³, no qual foi apresentada breve resenha da literatura teórica e empírica sobre o tema. Suas principais conclusões estão centradas na magnitude e na combinação dos aspectos estruturais que determinam os efeitos da política fiscal sobre a economia. Em geral, o multiplicador fiscal é maior em economias fechadas, em economias abertas com regime de câmbio fixo e em economias maduras (Ilzetki *et al.*, 2010).

Coenen *et al.* (2010) analisam os efeitos de estímulos fiscais nos Estados Unidos e na Zona do Euro em sete modelos estruturais⁴ utilizados em instituições como *Federal Reserve Board*, Banco Central Europeu, Banco do Canadá, Comissão Europeia, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico e Fundo Monetário Internacional. Nessa análise, os instrumentos de política fiscal avaliados são os gastos de consumo e investimento do governo, as transferências *lump-sum* e as transferências direcionadas às famílias não-ricardianas⁵, além de impostos sobre consumo e lucros. O tamanho do multiplicador fiscal depende de vários fatores, sendo mais importantes o tipo de instrumento fiscal usado e o quanto acomodatória é a política monetária diante do impacto inflacionário do estímulo fiscal. No caso de políticas monetárias acomodatórias, isto é, que não reagem aos efeitos decorrentes da variação fiscal, os multiplicadores fiscais são maiores.

Os multiplicadores fiscais observados para transferências e impostos são, em geral, menores do que os de gastos. Entretanto, quando o instrumento são as transferências direcionadas à parcela não-ricardiana das famílias, os multiplicadores encontrados são maiores, embora ainda inferiores aos dos gastos do governo, conforme apresentado na Tabela 1. As estimativas para os países europeus mostram

3/ Relatório de Inflação de março de 2011.

4/ Os modelos são FRB-US e SIGMA (*Federal Reserve Board*); NAWN (Banco Central Europeu); BoC-GEM (Banco do Canadá); QUEST (Comissão Europeia); *OECD Fiscal* (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico); e GIMF (Fundo Monetário Internacional).

5/ Famílias não-ricardianas (também conhecidas como *rule-of-thumbers* ou *hand-to-mouth*) são agentes que estão sob restrições nas tecnologias de transferência de recursos de um período para outro. No modelo Samba, esse grupo de famílias consome totalmente sua renda disponível a cada período. Os modelos estruturais descrevem certa fração de famílias como não-ricardianas de tal forma a mimetizar as restrições de poupança e de crédito percebidas por uma parcela de consumidores.

multiplicadores fiscais menores em relação aos norte-americanos, o que pode ser explicado pela combinação de fatores como o grau de abertura comercial, a importância dos estabilizadores automáticos e os aspectos de rigidez nominal de preços.

Tabela 1 – Efeito de estímulos fiscais sobre o PIB e a inflação

Aumento de 1 p.p. do PIB em gastos do governo ou transferências direcionadas nos EUA

Instrumento e postura da política monetária	Efeito sobre o PIB (%)	Efeito máximo sobre a inflação (p.p.)
Gastos do governo		
Política monetária não acomodatória	0,8 a 1,3	0,2
Política monetária acomodatória	0,9 a 1,5	0,4
Transferências <i>lump-sum</i> para famílias não-ricardianas		
Política monetária não acomodatória	0,4 a 1,2	0,4
Política monetária acomodatória	0,6 a 1,6	0,6

Fonte original: Coenen *et al.* (2010). Elaboração própria.

Ao comparar instrumentos, Coenen *et al.* (2010) sugerem que estímulos que afetem diretamente a demanda agregada têm multiplicadores maiores do que aqueles cujo impacto inicial opera mediante os canais de transmissão do setor privado. Com relação à duração, a conclusão é de que políticas fiscais permanentes geram contração do produto no longo prazo e suavizam os efeitos de curto prazo, na comparação com estímulos temporários.

Simulações para o Brasil

A atual versão do modelo estrutural de médio porte possui uma estrutura fiscal simplificada, se comparada à de modelos específicos que têm a política fiscal como objeto principal de estudo. A análise dos instrumentos disponíveis no modelo Samba, entretanto, possibilita avaliar algumas interações entre política fiscal e política monetária. No modelo, o governo pode atuar no lado da despesa ou no da receita, ou ainda promover alterações na meta de superávit primário da regra fiscal. Os diferentes instrumentos apresentam canais de transmissão distintos.

No Samba, o instrumento fiscal endógeno é o consumo governamental, o qual se comporta objetivando atingir a meta fiscal. A meta fiscal, por sua vez, depende da relação dívida governamental/

PIB, garantindo convergência das condições fiscais para um estado estacionário.

A estrutura tributária contém uma representação acomodática, comum em modelos de equilíbrio geral. Admite-se que a arrecadação acompanha os movimentos do produto. A razão entre o volume de impostos arrecadados e o PIB representa a alíquota implícita, que, por sua vez, varia somente em resposta a choques. Tal especificação garante certa passividade da carga tributária e é consistente com uma regra de geração do superávit primário. A alíquota tributária da economia é aplicada diretamente sobre a renda do trabalho das famílias não-ricardianas (RT: *rule-of-thumb*), reduzindo o consumo do grupo e determinando uma parcela da arrecadação, conforme a equação abaixo⁶:

$$C_t^{RT} = (1 - T_t^{RT}) W_t N_t$$

O volume restante de arrecadação é coletado das famílias otimizadoras (ricardianas) na forma de transferências *lump-sum*, de tal maneira que a proporção entre a arrecadação tributária total e o produto seja igual à alíquota de tributação da economia.

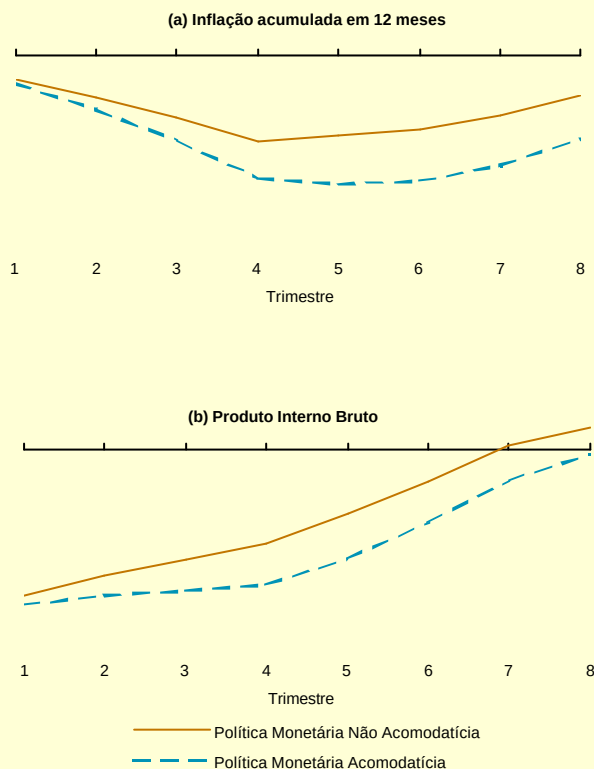
Redução de gastos públicos

O exercício supõe uma redução exógena de gastos públicos, equivalente a 1% do produto, durante quatro trimestres consecutivos. No modelo, como o consumo governamental corresponde a 20% da demanda agregada, a redução equivale a um choque negativo de 5% nesse consumo. Após quatro trimestres, os gastos seguem dinâmica de transição estimada. Nesse contexto, são apresentados dois cenários: no primeiro, a taxa básica de juros responde ao choque fiscal segundo a regra de Taylor estimada (política monetária não acomodática); e no segundo, a taxa básica de juros é mantida constante por quatro trimestres, reagindo segundo a regra de Taylor após esse período (política monetária neutra ou acomodática).

A redução de gastos públicos é interpretada pelo modelo Samba como um aumento temporário na meta de superávit primário, cuja reversão é

6/ C_t^{RT} é o consumo das famílias não-ricardianas, W_t é o salário nominal, N_t é o número de horas trabalhadas e T_t^{RT} é a alíquota tributária da economia.

Gráfico 1 – Efeitos sobre inflação e sobre produto de uma redução de gastos públicos equivalente a 1% PIB, por quatro trimestres



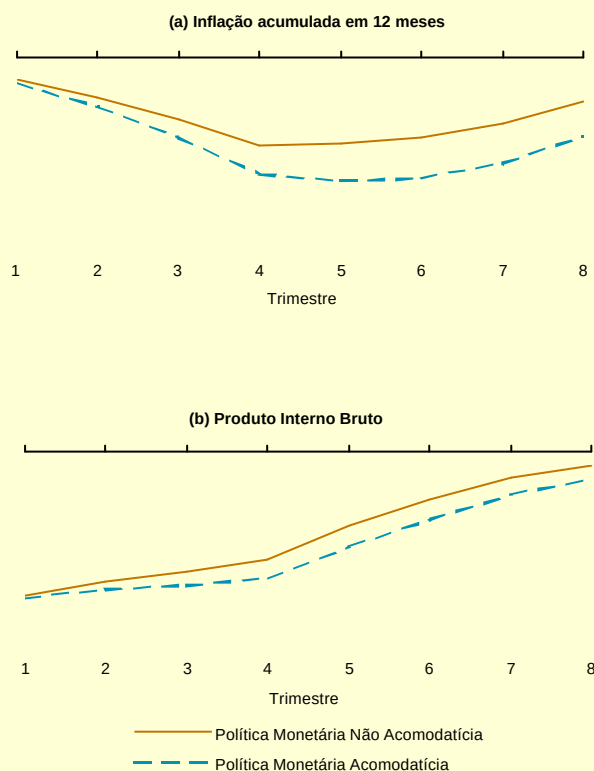
gradual. O esforço fiscal implica retração imediata e direta da demanda de bens consumidos pelo governo e do produto agregado. Como a produção de tais bens envolve apenas insumos domésticos, também recuam a demanda por trabalho e a massa salarial. Com isso, o consumo das famílias não-ricardianas se reduz, aumentando a queda do produto. A redução na demanda por fatores de produção, por sua vez, diminui o custo marginal da produção de bens de consumo e leva a uma inflação menor. O Gráfico 1 apresenta a dinâmica de ajustamento da economia para a inflação acumulada em quatro trimestres e para o produto⁷.

Conforme ilustra o Gráfico 1, há uma reação inicial e consistente de queda da inflação, que se amplia ao longo dos trimestres e tem efeito máximo em torno de um ano após o início do esforço fiscal. Note-se ainda que, na presença de política monetária acomodatória, a inflação recua mais pronunciadamente. No caso do produto, percebe-se um significativo impacto contemporâneo à redução de gastos. A esse respeito, cabe destacar também que o multiplicador fiscal no cenário de política monetária não acomodatória, medido pelo impacto sobre o PIB no primeiro período, é igual a 1,20; e a 1,28 no de política monetária acomodatória. A diferença é devida ao fato de, no cenário de política monetária acomodatória, a taxa básica de juros não atuar para estabilizar as flutuações geradas pela política fiscal. Com juros reais relativamente maiores, a retração da demanda agregada é ampliada pelos efeitos da contenção fiscal sobre consumo e investimento, o que reduz ainda mais a inflação. No acumulado de quatro trimestres, o valor do multiplicador é de 0,98 no caso da política monetária não acomodatória; e de 1,19 com política monetária acomodatória.

Os resultados gerados pelo Samba para gastos de consumo do governo estão em linha com as magnitudes percebidas para os Estados Unidos e para a Zona do Euro nos exercícios de modelos estruturais diversos, conforme apresentado em Coenen *et al.* (2010). As diferenças de resultados ao se comparar as políticas monetárias acomodatórias e não acomodatórias também estão alinhadas às evidências internacionais.

7/ Ressalte-se que as trajetórias apresentadas referem-se a desvios do estado estacionário.

Gráfico 2 – Efeitos sobre inflação e sobre produto de um aumento de arrecadação de impostos equivalente a 1% PIB, por quatro trimestres



Aumento da tributação

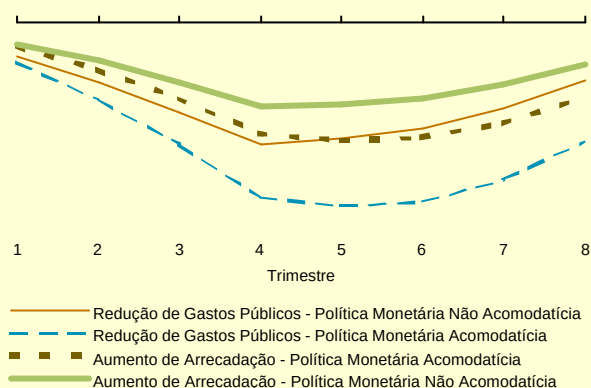
No segundo exercício, aumenta-se a tributação em vez de se reduzir o consumo governamental. Esse exercício simula um aumento de arrecadação equivalente a 1% do produto, durante quatro trimestres consecutivos. Nesse período, assume-se que os gastos do governo não respondem à arrecadação adicional, de tal forma a reproduzir o mesmo esforço, em termos de superávit primário, constante do exercício anterior. Importante destacar que, embora as políticas – contenção de gastos e aumento de impostos – possam ser consideradas equivalentes em termos de valores absolutos de impacto no superávit primário, seus efeitos econômicos são diferentes, pois se transmitem por canais distintos.

Dada a estrutura do modelo⁸, o exercício consiste em aumentar a alíquota de tributação das famílias não-ricardianas de forma a gerar um aumento de 1 p.p. na razão tributação total/produto. Como essas famílias consomem integralmente a sua renda disponível, mudanças na tributação têm efeito direto e imediato sobre a demanda agregada via consumo das famílias. Como a tributação incide apenas sobre a renda das famílias não-ricardianas, os efeitos são maiores, em comparação aos que seriam obtidos se as famílias ricardianas fossem tributadas. O Gráfico 2 apresenta a dinâmica de ajustamento da economia para a inflação acumulada em quatro trimestres e para o produto.

O exercício mostra inflação e produto impactados na direção esperada. O aumento da tributação sobre as famílias não-ricardianas provoca redução imediata do consumo. Como resultado, o PIB recua, há menor pressão no mercado de fatores, os custos marginais das firmas diminuem e a inflação diminui. Nos dois cenários de política monetária, o efeito máximo sobre a inflação acumulada em quatro trimestres ocorre por volta do quarto período e se mostra relativamente persistente. Por extensão, em termos de multiplicadores fiscais, os resultados também são similares: em torno de 0,9 no primeiro período e de 0,8 em quatro trimestres.

8/ Algumas observações devem ser levadas em conta para a avaliação das explicações oferecidas pelo modelo para os exercícios. As limitações vêm da descrição simplificada da estrutura tributária, que recai exclusivamente sobre consumo, não considerando impostos sobre o setor produtivo nem sobre rendas do trabalho e do capital. Nos modelos DSGE que descrevem uma estrutura tributária mais completa, essas alíquotas acrescentam distorções produtivas e alocativas.

Gráfico 3 – Efeitos sobre a inflação de variações em gastos públicos e arrecadação, equivalente a 1% PIB, por quatro trimestres



De acordo com a composição da cesta de bens de consumo, parte da contração se traduz em redução na demanda por insumos domésticos e o restante na de insumos importados. O vazamento externo explica porque o impacto sobre o custo marginal das firmas é menor, quando comparado ao estimado com redução de consumo do governo. Dessa forma, o esforço de arrecadação, embora na mesma dimensão da contenção de gastos, implica menor impacto sobre a inflação, conforme ilustra o Gráfico 3.

Em suma, os resultados das simulações estão alinhados, em direção e em intensidade, aos efeitos obtidos por outros modelos e metodologias, bem como com a literatura e a experiência internacional. Fica claro, pelo exposto, que o tamanho do impacto de uma política fiscal contracionista depende do desenho de política. Dito de outra forma, depende do peso relativo atribuído à contenção de gastos e ao aumento da tributação. Além disso, cabe destacar que os exercícios mostram que os efeitos da contenção fiscal sobre a dinâmica da inflação e do produto são significativos.

Referências

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

COENEN, G., ERCEG, C., FREEDMAN, C., FURCERI, D., KUMHOF, M., LALONDE, R., LAXTON, D., LINDÉ, J., MOUROUGANE, A., MUIR, D., MURSULA, S., de RESENDE, C., ROBERTS, J., ROEGER, W., SNUDDEN, S., TRABANDT, M., e in’t VELD, J. (2010). “Effects of fiscal stimulus in structural models.” *IMF Working Paper*, nº 10/73.

ILZETZKI, E., MENDOZA, E., e VEGH, C. (2010). “How big (small) are fiscal multipliers?” *NBER Working Paper*, nº 16479.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011). *Fiscal Monitor. Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*. Disponível em <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=262>, set.

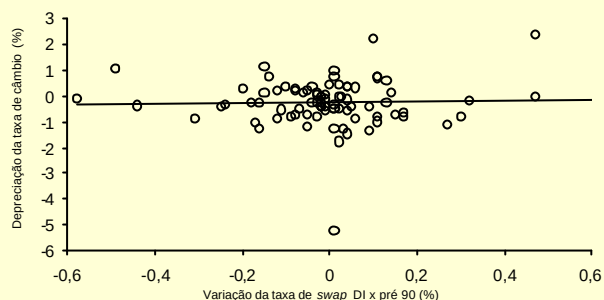
Taxa de Câmbio e Taxa de Juros no Brasil, Chile e México

A taxa de câmbio constitui variável fundamental em economias abertas, pois representa importante componente do preço relativo de bens, serviços e ativos, ou seja, da relação entre os preços praticados em economias distintas. Sob o regime de câmbio flutuante, tende a absorver choques que afetam a economia.

A identificação dos fatores determinantes de variações das taxas de câmbio tem sido objeto permanente de análise. Por exemplo, um número considerável de estudos procura entender a relação entre taxa de juros e taxa de câmbio. A visão convencional associa aumentos inesperados nas taxas básicas de juros a movimentos imediatos de apreciação da moeda. Um dos mecanismos teóricos que sugerem tal relação é o modelo de Dornbusch (1976), fundamentado na paridade descoberta das taxas de juros e na hipótese de expectativas racionais. De modo geral, modelos de economia aberta que incorporam esses componentes tipicamente apontam apreciação da taxa de câmbio em resposta a uma contração monetária não antecipada, com gradual desvalorização subsequente.

Haja vista a importância do assunto, este box, em grande parte baseado em Kohlscheen (2011), analisa o impacto de decisões de política monetária sobre a taxa de câmbio em três economias que adotam regime de câmbio flutuante: Brasil, Chile e México. Entre outros benefícios, esse tipo de avaliação é útil ao aprimoramento de modelos utilizados para projetar variáveis macroeconômicas que são consideradas no processo decisório de política monetária. Cabe ressaltar, entretanto, que, ao estudar eventos, o box não busca analisar a resposta dinâmica da taxa de câmbio a variações na

Gráfico 1 – Variação na taxa de câmbio vs. variação na taxa de juros



taxa de juros. A principal vantagem da metodologia seguida – focada em eventos de política monetária –, é que os resultados obtidos são independentes do modelo escolhido.

O Gráfico 1 apresenta a estimativa do impacto imediato de variações na taxa de contratos de *swaps* DI x pré de 90 dias sobre a taxa de câmbio do real em relação ao dólar norte-americano, nos dias que sucederam as reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), de janeiro de 2003 a outubro de 2011. Nos exercícios realizados, a variação na taxa dos *swaps* de juros atua como *proxy* do componente não antecipado da variação na meta da taxa Selic, à medida que o componente esperado dessa taxa esteja incorporado na taxa praticada antes do anúncio. Os resultados (Gráfico 1) sugerem não ser possível inferir a favor de uma associação direta entre aumentos da taxa de juros e apreciação do real. De fato, o exercício sugere o contrário, pois a linha de regressão de mínimos quadrados tem inclinação ligeiramente positiva.

A análise econométrica do efeito do impacto da política monetária sobre a taxa de câmbio, para cada um dos três países do estudo, foi realizada pela estimação da equação a seguir:

$$\Delta e_t = a + b\Delta i_{n,t} + g\Delta Z_t + e_t,$$

em que a captura a tendência de desvalorização durante o período amostral, e_t é a taxa de câmbio nominal bilateral ou efetiva no dia, $i_{n,t}$ corresponde à taxa de juros de mercado e Z_t é um vetor de variáveis de controle. As variáveis de controle refletem as condições monetárias internacionais, as variações nos prêmios de risco, bem como as variações do preço internacional de *commodities*¹. As estimações foram feitas utilizando-se a variação da taxa de juros de 28 ou 90 dias no dia posterior à reunião dos respectivos comitês de política monetária, instrumentalizando com a variação na meta da taxa de juros. Quando os testes de Durbin e de Wu-Hausman não permitem rejeitar a hipótese de exogeneidade dos regressores – como ocorre no caso

1/ Mais especificamente, as variáveis utilizadas foram as taxas de juros das *Treasury Bills* de três meses, o índice de volatilidade VIX (ou, alternativamente, o *spread* dos CDS para a dívida soberana) e o índice de preços internacionais de *commodities* calculado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), respectivamente.

do Brasil e do México –, apenas os resultados da estimação por mínimos quadrados (L.S.) são reportados. No caso do Chile, em que as estatísticas sugerem rejeição da hipótese de exogeneidade, os resultados da estimação por variáveis instrumentais (I.V.) são apresentados. Os resultados da estimação podem ser vistos na Tabela 1.

Tabela 1 – Impacto da Política Monetária sobre o Câmbio

Brasil				
Depreciação do Real vs. Dólar	Amostra completa		Amostra sem intervenções	
variação taxa (<i>swap</i> DI x pré 90)	0,185 (0,716)	0,534 (0,762)	0,406 (1,041)	0,507 (1,068)
variáveis de controle	não	sim	não	sim
método	L.S.	L.S.	L.S.	L.S.
número de observações	83	83	42	42
R ²	0,008	0,076	0,048	0,123
RMSE	0,917	0,908	0,806	0,817
Estatística de Durbin (χ^2)	0,641	0,670	0,002	0,016
Wu-Hausman (F)	0,636	0,651	0,002	0,014
Chile				
Depreciação do Peso vs. Dólar	Amostra completa		Amostra sem intervenções	
variação taxa (<i>swap</i> 90)	2,280*** (0,440)	2,186*** (0,417)	2,428*** (0,428)	2,296*** (0,443)
variáveis de controle	não	sim	não	sim
método	I.V.	I.V.	I.V.	I.V.
número de observações	64	64	48	48
R ²	0,008	0,076	0,048	0,123
RMSE	0,980	0,735	1,031	0,766
Estatística de Durbin (χ^2)	8,310***	7,185***	5,235**	5,871**
Wu-Hausman (F)	3,183*	4,834**	2,252	3,619*
México				
Depreciação do Peso vs. Dólar	Amostra completa		Amostra sem intervenções	
variação taxa (TIIE 28)	-0,408 (0,678)	-0,426 (0,681)	0,670 (1,224)	0,655 (1,290)
variáveis de controle	não	sim	não	sim
método	L.S.	L.S.	L.S.	L.S.
número de observações	104	104	31	31
R ²	0,008	0,076	0,048	0,123
RMSE	0,602	0,591	0,834	0,842
Estatística de Durbin (χ^2)	0,067	0,052	N pequeno	N pequeno
Wu-Hausman (F)	0,063	0,045	N pequeno	N pequeno

Desvios-padrão robustos entre parênteses. ***, **, * denotam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

No caso brasileiro, as estimativas pontuais são de que um aumento inesperado da taxa de juros básica, que leve a uma elevação de um ponto percentual (p.p.) da taxa de juros dos contratos de *swap* DI x pré de 90 dias, está associado a uma depreciação imediata entre 0,2% e 0,5% do real em relação ao dólar norte-americano. Do ponto de vista estatístico, não é possível afirmar que esse impacto seja significativamente diferente de zero. De fato, a ausência de impacto significativo sobre a taxa de câmbio persiste quando a análise é restrita aos dias em que a autoridade monetária não atuou no mercado de câmbio (“amostra sem intervenções”). No caso do Chile, os resultados indicam que aumentos na *tasa de politica monetária* estão associados a depreciações da moeda local – e não a apreciações – enquanto no caso do México o impacto não é estatisticamente significativo, a exemplo do que ocorre no Brasil.

De forma similar, nesses dois países não se obteve relação significativa entre movimentos de aperto monetário e apreciações imediatas das moedas locais, quando a análise é restrita a eventos classificados como menos propensos a problemas de endogeneidade. Tal análise foi baseada na classificação do “grau de contaminação” de cada um dos eventos de política monetária detalhados em Kohlscheen (2011), após conferência das notícias veiculadas em alguns dos principais jornais desses países e agências internacionais de notícias, nos dias que sucederam a cada uma das reuniões dos respectivos comitês de política monetária (seguindo a metodologia empregada por Zettelmeyer (2004)). Resultados bastante similares aos apresentados na Tabela 1 também são obtidos quando taxas efetivas de câmbio são utilizadas em vez das taxas de câmbio bilaterais.

Embora sejam baseados em metodologia distinta e, em particular, sejam independentes de hipóteses de especificação de modelo, os resultados deste boxe estão em linha com os de Gonçalves e Guimarães (2011) para o caso brasileiro, no período de 2000 a 2006, que empregaram a técnica de estimação por heterocedasticidade para concluir que um aumento de 1 p.p. na taxa de juros leva a uma depreciação entre 0% e 2% do real em relação ao dólar norte-americano.

Em suma, a análise do impacto dos eventos de política monetária não permite afirmar que variações da taxa de juros geram apreciação imediata do real. É importante ressaltar que a análise também não corrobora a associação direta entre aumentos/reduções de taxas de juros e apreciações/depreciações da moeda em outras importantes economias emergentes, ao menos no que se refere ao impacto imediato das decisões de política monetária em países com regime de câmbio flutuante. Nesse sentido, a evidência apresentada neste box sugere que a relação entre taxa de juros e taxa de câmbio é mais tênue e elusiva do que as usualmente reportadas em modelos teóricos de economias abertas.

Referências

DORNBUSCH, R. (1976) Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy* 84, 6, 1161-76.

GONÇALVES, C. E. e GUIMARÃES, B. (2011) Monetary policy, default risk and the exchange rate. *Revista Brasileira de Economia* 65, 1, 33-45.

GRILI, V. e ROUBINI, N. (1995) Liquidity and exchange rates: puzzling evidence from G-7 countries. *Stern School of Business Working Paper* nº 95-17.

KOHLSCHEEN, E. (2011) The impact of monetary policy on the exchange rate: puzzling evidence from three emerging economies. Banco Central do Brasil, Working Paper nº 259.

ZETTELMEYER, J. (2004) The impact of monetary policy on the exchange rate: evidence from three small open economies. *Journal of Monetary Economics* 51, 635-52.

Notas da 162ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19/10/2011

Local: Sala de reuniões do 8º andar (18/10) e do 20º andar (19/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h14 (18/10) e 17h04 (19/10)

Horário de término: 19h00 (18/10) e 19h38 (19/10)

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 18)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 19)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Luiz Donizete Felício – Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

Rodrigo Collares Arantes – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 18)

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

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Wagner Thomaz de Aquino Guerra Júnior – Chefe de Gabinete da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,53% em setembro, após registrar 0,37% em agosto. Assim, a inflação acumulada em doze meses até setembro alcançou 7,31% (7,23% em agosto), 2,61 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 7,79% (5,17% em doze meses até setembro de 2010), quanto o dos preços administrados, que se elevaram em 6,17% (3,58% no mesmo período de 2010). Em relação aos preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis ficou em 6,52% e a dos não comercializáveis, em 8,88%. A inflação dos serviços segue elevada, com variação mensal de

0,50% em agosto e 0,51% em setembro, elevando a inflação acumulada em doze meses para 9,03% – maior nível desde setembro de 1997. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere alguma persistência da alta de preços, 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, na medida em que houve alta da média das variações mensais, bem como da variação acumulada em doze meses. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,41%, em julho, para 0,55% em agosto e para 0,58% em setembro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,28%, em julho, para 0,33% em agosto e para 0,55% em setembro. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,38% em julho, subiu para 0,39% em agosto e para 0,51% em setembro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,33% em julho para 0,32% em agosto, e para 0,45% em setembro, enquanto o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,40% para 0,45% e para 0,44% no mesmo período. Dessa forma, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,36% em julho para 0,41% em agosto e para 0,51% em setembro. No acumulado em doze meses até setembro, a variação média das cinco medidas de núcleo alcançou 6,87%, ante 6,73% em agosto e 6,53% em julho.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou inflação de 0,75% em setembro, após avançar 0,61% em agosto. No acumulado em doze meses até setembro, a variação desse índice alcançou 7,45%, 0,50 p.p. aquém da registrada em setembro 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 7,52% em doze meses até setembro, refletindo alta de 5,30% no IPA industrial e de 14,22% no IPA agrícola. Na desagregação, segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 14,80% nos

preços de matérias-primas brutas, de 4,79% nos preços de bens intermediários e de 4,64% 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 7,13% no acumulado em doze meses até setembro, superior aos 4,36% registrados em 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,68%. 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 inflação de 0,20% em agosto, depois de elevação de 0,03% em julho. Em doze meses, a variação desse índice recuou para 4,28% em agosto, de 4,83% em julho.

4. O IBGE divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2011. Os dados mostram expansão de 3,1% da atividade na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, e de 0,8% ante o primeiro trimestre, segundo dados dessazonalizados. Dessa forma, o PIB acumulado nos últimos quatro trimestres apresentou crescimento de 4,7% em relação aos quatro trimestres anteriores. Do ponto de vista da oferta agregada, houve desaceleração nos três ramos de atividade no segundo trimestre. O setor de serviços cresceu 3,4% (4,0% no primeiro trimestre), na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Na indústria, a taxa de expansão no segundo trimestre recuou para 1,7% (3,5% no trimestre anterior), enquanto na agropecuária o crescimento foi nulo, após alta de 3,1% no primeiro trimestre. Sob a ótica da demanda agregada, houve expansão de 5,5% no consumo das famílias, de 2,5% no consumo do governo, e de 5,9% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), em relação ao segundo trimestre de 2010. Ao mesmo tempo, as importações registraram crescimento de 14,6% e as exportações de 6,0%, na mesma base de comparação. No acumulado em quatro trimestres, a contribuição da demanda doméstica para a variação do PIB continuou em moderação. De fato, deslocou-se de 10,3 p.p. no último trimestre de 2010, para 8,8 p.p. no primeiro trimestre de 2011 e para 6,6 p.p. no segundo trimestre, enquanto a contribuição negativa do setor

externo passou de 2,8 p.p. para 2,5 p.p. e para 1,8 p.p., respectivamente.

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 recuou 0,5% em agosto, após avanço de 0,3% em julho e queda de 0,3% em junho. Dessa forma, a taxa de crescimento trimestral entre junho e agosto ficou em -0,2%. Em relação ao período junho-agosto de 2010, houve crescimento de 2,5%. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses passou de 4,4% em julho, para 4,0% em agosto e desde dezembro de 2010 vem moderando. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 0,4% em setembro, após cair 1,3% em agosto. Dessa forma, o nível do indicador ficou 2,3% abaixo do valor de setembro de 2010 e 1,7% abaixo do nível médio de 2010.

6. A atividade fabril recuou 0,2% em agosto, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após ligeiro avanço de 0,3% em julho e recuo de 1,2% em junho. De acordo com a média móvel trimestral, houve queda de 0,4% no período de junho a agosto, após crescimento de 0,1% no período de maio a julho. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial apresentou incremento de 1,8% em agosto, enquanto no acumulado em doze meses houve expansão de 2,3%, ante 2,9% registrados em julho, continuando o 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 agosto foi de 24,8%. De acordo com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento da indústria de transformação registrou crescimento real de 6,7% no período de doze meses até agosto, enquanto o número de horas trabalhadas cresceu 1,9%.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve avanço de 0,9% na produção de bens de capital em agosto,

e recuos de 2,9% na de bens de consumo duráveis, de 0,8% na de bens de consumo não duráveis e semiduráveis e de 0,2% na de bens intermediários. No acumulado em doze meses até agosto, a produção de bens intermediários registrou expansão de 1,9%; a de bens de consumo duráveis, de 1,5%; e a de bens não duráveis e semiduráveis, de 1,3%. Na mesma base de comparação, o crescimento da atividade da indústria de bens de capital foi o maior entre todas as categorias de uso, com expansão de 6,8%.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, permaneceu inalterada em agosto, em 6,0% (ante 6,7% registrados em agosto de 2010). Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada recuou significativamente e atingiu o mínimo histórico para agosto, na série iniciada em março de 2002. Já a taxa de desocupação dessazonalizada ficou estável em 5,9% em agosto. O emprego – medido pelo número de ocupados nas seis maiores regiões metropolitanas – aumentou 2,2% em agosto, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, depois de haver expandido 2,1% em julho. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam que houve criação de 209,1 mil postos de trabalho em setembro (246,9 mil em setembro de 2010), com expansão do número de empregos formais em sete dos oito setores de atividade econômica. Os que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais no mês foram o de serviços e o da indústria de transformação. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual avançou 0,5% em agosto e acumula variação de 3,2% em doze meses. Como consequência, a massa salarial real – considerando o rendimento médio real habitual de todos os trabalhos da população ocupada remunerada nas seis regiões metropolitanas –, fator importante na sustentação do crescimento da demanda doméstica, cresceu 5,6% em relação a agosto de 2010.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 5,3% em agosto, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, depois de registrar alta de 7,2% em julho e de 9,5% em junho, na mesma base de comparação.

Na série com ajuste sazonal, o volume de vendas do comércio ampliado recuou 2,3% em agosto, após mostrar certa estabilidade nos dois meses anteriores. A taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 9,8% em agosto (ante 10,5% em julho e 10,9% em junho). Nessa base de comparação, todos os dez segmentos pesquisados mostram expansão no volume de vendas, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (18,6%); móveis e eletrodomésticos (17,8%); veículos e motos, partes e peças (12,2%); e material de construção (12,0%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada positivamente pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pelo nível de confiança dos consumidores e pela expansão moderada do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 84,0% em agosto para 84,4% em setembro e, assim, ficou 1,4 p.p. e 1,5 p.p. abaixo do observado em agosto e setembro de 2010, respectivamente. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o Nuci permaneceu inalterado em 83,6% em setembro, em relação a valor registrado em agosto, menor nível desde novembro de 2009. A utilização de capacidade se apresenta maior no setor de materiais de construção (90,5%) e no de bens intermediários (85,2%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 84,9%, enquanto, no setor de bens de consumo, em 83,4%. Segundo os dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci passou de 81,8% em julho para 82,1% em agosto. As taxas de utilização da capacidade instalada têm recuado, refletindo, em parte, a moderação no ritmo de crescimento da produção e a maturação dos investimentos. De fato, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 11,6% no acumulado em doze meses até agosto (14,1% até julho), enquanto a produção de insumos para a construção civil cresceu 5,0% (5,5% até julho).

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US\$28,5 bilhões em agosto para US\$30,5 bilhões em setembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$247,0 bilhões e importações de US\$216,5 bilhões, ou variações de 32,7% e de 27,8%, respectivamente, no acumulado em doze

meses até setembro. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$47,9 bilhões em julho para US\$49,7 bilhões em agosto, equivalente a 2,13% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$75,4 bilhões em doze meses até agosto, equivalente a 3,22% do PIB, superando amplamente a necessidade de financiamento externo.

12. A economia mundial enfrenta período de incerteza muito acima da usual, com deterioração relevante nas perspectivas de crescimento dos países avançados e moderação da atividade nos países emergentes. Nesse ambiente, os riscos para a estabilidade financeira global, financeiros e fiscais, se ampliaram, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais à dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro. Nessa região, desde a última reunião do Copom, houve piora na classificação de risco de dívidas bancárias e soberanas. Ressalte-se que os níveis de aversão ao risco – por exemplo, os mensurados pelas taxas de *swaps* de *default* de créditos (CDS) de bancos da Zona do Euro – atualmente são comparáveis aos observados durante a crise de 2008/2009. 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 redução 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 agosto, reforçou os sinais de inflexão da atividade nas principais economias, com perspectivas de menor crescimento neste e nos próximos semestres e, em alguns casos, de que haja recessão. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) de setembro, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, em geral são consistentes com esse cenário. Também tem havido redução nas projeções de crescimento para importantes economias emergentes. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatórias, em casos específicos com novas iniciativas não-convencionais no campo da política monetária. Sobre

inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (EUA, Zona do Euro e Japão), com alguma deterioração marginal na Zona do Euro e no Reino Unido. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil, mas se manteve acima do patamar de US\$100. Esse nível de preços é consistente com um quadro de moderação na demanda global, aliado à elevada instabilidade política em alguns países produtores e às 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 queda expressiva dos preços internacionais das agrícolas e metálicas. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, acumula queda de 5,5% desde o pico observado em fevereiro de 2011. 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

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 em 2011 elevou-se para 6,7%, variação acumulada no ano até setembro, ante 4,0% considerados na reunião do Copom de agosto;

b) a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão em 2011 elevou-se para 2,2%, variação acumulada no ano até setembro, ante 0% considerado na reunião do Copom de agosto;

c) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade para o acumulado de 2011 mantiveram-se em 0,9% e 4,1%, respectivamente, mesmos valores considerados na reunião de agosto;

d) 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 5,5%, ante os 5,0% considerados na reunião do Copom de agosto. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 28,94% do total do IPCA de setembro;

e) 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 4,5%, ante os 4,4% considerados na reunião do Copom de agosto. 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

f) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -55 pontos base (p.b.) e de -28 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 (R\$ 127,9 bilhões), cerca de 3,15% do PIB, sem ajustes, em 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012 e em 2013, sem ajustes.

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 se elevou de 6,31% para 6,52%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação se elevou de 5,20% para 5,61%.

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 6,30%, 6,32% e 6,30% para 6,51%, 6,54% e 6,50%, respectivamente. Para 2012, a mediana das projeções se deslocou de 5,06%, 5,31% e 5,10% para 5,63%, 5,63% e 5,51%, na mesma ordem.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$1,75/US\$ e da taxa Selic em 12,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2011 se elevou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de agosto 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 se elevaram, posicionando-se acima do valor central da meta em ambos os casos. No que se refere ao terceiro trimestre de 2013, a projeção de inflação se posiciona ao redor do valor central da meta no cenário de referência, e acima, no de mercado.

19. No cenário central com que trabalha o Copom, a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012.

20. Esse cenário foi construído e analisado sob a perspectiva de modelos que identificam de modo mais abrangente os mecanismos de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira – entre outros, os canais do comércio, do preço de importações e da volatilidade externa. Como hipótese de trabalho, admite-se 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-se 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. No cenário central, entre outras

repercussões, ocorre moderação da atividade econômica doméstica, os preços das *commodities* nos mercados internacionais e a taxa de câmbio mostram certa estabilidade. Mesmo com um ajuste moderado no nível da taxa básica de juros, a taxa de inflação no horizonte relevante se posiciona em torno da meta em 2012, em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional.

Implementação da política monetária

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

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

crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Dito de outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo 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.

23. 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.

24. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira

global se ampliaram e, assim, contribuíram para a continuidade do processo de deterioração do cenário internacional, que, já naquela oportunidade, contemplava reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que permanecem elevadas 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. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

25. Para o Copom, acumulam-se evidências apoiando a visão de que a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira se materializa 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 de 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 neste e no próximo ano. 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.

26. 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 pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

27. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses alcançou o pico no último trimestre, bem como de que a mesma começa a recuar no trimestre corrente e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que, por si só, essa inversão de tendência contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, neste e nos próximos semestres.

28. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. 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.

29. 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 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.

30. O Copom nota que, no início deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada por choques de oferta domésticos e externos, bem como pela concentração atípica de reajustes de preços

administrados. Embora em intensidade decrescente, esses desenvolvimentos 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, ainda, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho. Apesar dos sinais de moderação nesse mercado, 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. O Comitê também observa que, no final do ano passado e início deste ano, os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* foram chave para o cenário prospectivo, entretanto, desde abril esses preços recuaram nos mercados internacionais.

31. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual, e pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. O Comitê nota que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012, bem como identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

32. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés.

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

34. 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.

35. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 29 de novembro 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

36. O IPCA variou 0,53% em setembro, ante 0,37% em agosto, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. No ano, o IPCA registrou elevação de 4,97%, ante 3,60% em igual período de 2010, e, nos doze meses finalizados em setembro, acumulou alta de 7,31%, ante 7,23% em agosto. O resultado mensal do IPCA foi impulsionado pela aceleração dos preços monitorados, que subiram 0,62%, ante 0,03% em agosto, com ênfase na elevação de 23,40% nos preços das passagens aéreas, após queda de 5,95% no mês anterior. Os preços livres aumentaram 0,49% em setembro, ante 0,51% em agosto, desaceleração decorrente da alta de 0,52% nos preços dos bens comercializáveis, comparativamente à variação de 0,55% em agosto, uma vez que o aumento dos preços dos bens não comercializáveis em setembro, de 0,47%, repetiu o resultado de agosto. A variação mensal do IPCA refletiu, em especial, as contribuições dos grupos transportes e alimentos e bebidas, ambas de 0,15 p.p., e habitação, de 0,09 p.p. O índice de difusão situou-se em 61,46% em setembro, ante 64,58% em agosto.

37. Os preços livres aumentaram 7,79% no período de doze meses encerrado em setembro, com ligeira desaceleração em relação a agosto, quando atingiram 7,87%, enquanto os monitorados apresentaram aceleração no período, com a variação acumulada em doze meses passando de 5,71% em agosto para 6,17% em setembro. A evolução dos preços livres decorreu de desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 6,90% para 6,52%, e de aceleração nos referentes aos produtos não comercializáveis, de 8,68% para 8,88%. Os preços do segmento de serviços, que apresentam maior grau de persistência, aumentaram 9,03% em setembro, ante 8,92% em agosto.

38. O IGP-10 variou 0,64% em outubro, após 0,63% em setembro, de acordo com a FGV, registrando-se aceleração do IPA e do INCC e desaceleração do IPC. O indicador aumentou 4,68% no ano e 7,25% em doze meses finalizados em outubro, ante 7,79% em setembro e 8,31% em agosto.

39. O IPA-10 variou 0,81% em outubro, ante 0,73% em setembro, acumulando variações de 4,22% no ano e de 7,31% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários cresceram 0,76% no mês, após alta de 1,48% em setembro, acumulando aumento de 4,08% no ano e de 12,47% em doze meses. Os preços dos produtos industriais cresceram 0,82% no mês, ante elevação de 0,46% em setembro, acumulando aumentos de 4,27% no ano e de 5,57% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários foi influenciado, sobretudo, pelos aumentos nos preços dos itens café, 4,84%; mandioca, 13,69%; milho, 2,23%; e soja, 1,47%, com contribuições respectivas de 0,08 p.p., 0,08 p.p., 0,06 p.p. e 0,06 p.p. Nos preços industriais, as principais influências decorreram dos itens minerais metálicos, 0,27 p.p.; produtos químicos, 0,18 p.p.; e óleos e gorduras vegetais, 0,15 p.p.

40. O IPC-10 registrou elevação de 0,37% em outubro, ante variação de 0,58% em setembro, acumulando alta de 5,16% no ano e de 6,93% em doze meses. No mês, ressaltam-se as contribuições vinculadas aos grupos habitação, 0,22 p.p., e saúde e cuidados pessoais, 0,05 p.p. O INCC registrou crescimento de 0,16% no mês, ante 0,10% em setembro, resultado de aceleração de 0,17% para 0,29%, nos preços de materiais,

equipamentos e serviços, e de desaceleração de 0,04% para 0,03%, nos preços da mão de obra. O INCC acumulou variações de 9,67% no ano e de 11,01% em doze meses.

41. Quatro das cinco medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central registraram aumento mensal em setembro. Considerados períodos de doze meses, todos os indicadores mencionados apresentaram aumentos em relação a agosto. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, variou 0,45% no mês, ante 0,32% em agosto, acumulando alta de 6,91% no período de doze meses encerrado em setembro, ante 6,82% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização cresceu 0,58% em setembro, ante 0,55% em agosto, acumulando, em doze meses, 6,57% e 6,41%, respectivamente. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,51% em setembro, ante 0,39% em agosto, registrando variação acumulada em doze meses de 7,36%, ante 7,23% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas sem suavização cresceu 0,55% em setembro, ante 0,33% em agosto, acumulando 6,08% em doze meses, ante 5,85% no período de doze meses terminado em agosto. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio aumentou 0,44% em setembro, ante 0,45% em agosto, elevando-se 7,45% em doze meses, ante 7,34% em agosto.

42. O IPP/IT aumentou 0,20% em agosto, ante 0,03% em julho, acumulando elevações de 0,79% no ano e de 4,28% no período de doze meses encerrado em agosto, ante 4,83% no mês anterior. A variação mensal do IPP/IT refletiu, principalmente, a contribuição de 0,66 p.p. associada ao aumento de preços no segmento de produtos alimentícios. A variação do índice no ano foi influenciada, em especial, pelas contribuições respectivas de 0,49 p.p.; 0,38 p.p.; e de 0,30 p.p., decorrentes dos aumentos de preços nos segmentos de outros produtos químicos; de coque, produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis; e de produtos de borracha e de material plástico.

43. O Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) registrou alta de 7,83% em setembro, interrompendo a série de cinco meses consecutivos de queda, período em

que acumulou desvalorização de 10,75%. A valorização do IC-Br em setembro refletiu avanços respectivos de 8,80%, 5,08% e de 8,43% dos subíndices agropecuária, metal e energia. Até setembro, o IC-Br acumula altas de 5,54% e de 24,77%, respectivamente, no acumulado do ano e em doze meses.

Atividade econômica

44. O IBC-Br registrou recuo mensal de 0,5% em agosto, acumulando queda de 0,2% no trimestre encerrado em agosto em relação ao terminado em maio, quando aumentara 1%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. O IBC-Br aumentou 2,9% em relação a agosto de 2010, acumulando elevações de 3,4% no ano e de 4% em doze meses.

45. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 2,3% em agosto, em relação a julho, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após contração de 0,1% em julho e alta de 0,2% em junho. Ocorreram expansões das vendas em apenas dois dos dez segmentos pesquisados, destacando-se a expansão de 7,3% nas relativas a equipamentos e material para escritório, informática e comunicação e a retração de 4,6% no segmento veículos, motos, partes e peças. O comércio ampliado cresceu 0,1% no trimestre encerrado em agosto, relativamente ao terminado em maio. As vendas do comércio varejista registraram decréscimo mensal de 0,4% em agosto, ante elevações de 1,2% em julho e de 0,3% em junho, acumulando aumento de 1,4% no trimestre, em relação àquele finalizado em maio.

46. Considerados dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 5,3% em agosto, influenciado, principalmente, pelas expansões nos segmentos equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 25,3%; móveis e eletrodomésticos, 16,9%; artigos farmacêuticos e médicos, 9,3%; e material de construção, 6,6%. No período de doze meses encerrado em agosto, o comércio ampliado registrou crescimento de 9,7%, com ênfase nos aumentos das vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 18,6%; móveis e

eletrodomésticos, 17,8%; veículos e motos, partes e peças, 12,2%; e material de construção, 12%.

47. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram elevação mensal de 0,7% em setembro, após recuo de 4,1% em agosto, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em setembro, as vendas acumulam retração de 3,9%, em relação ao terminado em junho. As vendas de autoveículos cresceram 7,2% no ano, resultado de elevações nos segmentos ônibus, 20,3%; comerciais leves, 17,7%; caminhões, 15,9%; e automóveis, 3,9%.

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 10,4% em setembro. A análise dos dados observados indicou variações respectivas de -17,1%, 13% e de 18%, na comparação interanual, no acumulado do ano e em doze meses.

49. A produção de bens de capital registrou crescimento de 0,9% em agosto, acumulando alta de 0,3% no trimestre, relativamente ao finalizado em maio, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Ocorreram elevações nas produções de peças agrícolas, 9,9%; de bens de capital de uso misto, 2,8%; de equipamentos para construção, 1,9%; e de equipamentos agrícolas, 1,7%; em oposição às retrações de 9,5% em equipamentos para o setor de energia elétrica; 2,6% em equipamentos de transporte; e de 1,8% em bens de capital para fins industriais.

50. A produção de insumos típicos da construção civil registrou recuo mensal de 0,4% em agosto, acumulando aumento de 2% no trimestre, em relação ao finalizado em maio, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento expandiu 4,9% em relação a agosto de 2010, atingindo crescimento de 4% no ano e de 5% em doze meses.

51. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

somaram R\$164,9 bilhões no período de doze meses encerrado em julho. O aumento de 22,2% em relação a igual período de 2010 resultou, sobretudo, de expansão de 59,9% dos recursos direcionados à indústria de transformação, enquanto o setor de comércio e serviços registrou retração de 2%. Os desembolsos do BNDES decresceram 4,8% no acumulado do ano até julho, em relação a igual período de 2010, em decorrência, principalmente, do recuo de 12,4% nos recursos destinados à indústria de transformação. No período, 42% desses recursos foram destinados ao setor de infraestrutura, seguindo-se as parcelas direcionadas à indústria, 32%; ao comércio e serviços, 18%; e à agropecuária, 8%.

52. A produção física da indústria geral apresentou contração mensal de 0,2% em agosto, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, como resultado do recuo de 0,2% na indústria de transformação e do aumento de 0,4% na indústria extrativa. Por categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis declinou 2,9% no mês, seguindo-se as variações negativas na produção de bens de consumo semi e não duráveis, -0,8%; de bens intermediários, -0,2%; contrastando com expansão na produção de bens de capital, 0,9%. Das 26 atividades da indústria de transformação abrangidas pela pesquisa, quinze apresentaram crescimento no mês. A produção da indústria recuou 1,2% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao terminado em maio, quando havia variado 1,2%, refletindo retração de 1% na indústria da transformação, enquanto a atividade extrativa registrou crescimento de 1,4% nessa base de comparação. Em relação à indústria de transformação, as maiores variações negativas na comparação com o trimestre anterior pelas séries com ajuste sazonal aconteceram nas atividades farmacêutica, -17,2%; calçados e couro, -8%; e produtos de metal, -7,9%; enquanto entre as atividades com crescimento, os principais destaques foram os segmentos relativos a fumo e a edição, impressão e reprodução, que apresentaram aumentos respectivos de 26% e de 12,4%. Considerados dados observados, a produção física da indústria registrou crescimentos de 1,8% no mês, de 0,7% no trimestre, de 1,4% no ano e de 2,3% em doze meses, na comparação com iguais períodos do ano anterior.

53. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,6% em setembro, mesmo nível do mês anterior, segundo dados dessazonalizados da FGV. Por categorias de uso, houve retração nos segmentos de bens de consumo duráveis, 1,3 p.p.; de bens de consumo não duráveis, 0,6 p.p.; e de bens intermediários, 0,4 p.p.; estabilidade no indicador relativo à indústria de bens de capital; e elevação no referente a material de construção, 0,3 p.p. Considerada a série observada, o Nuci recuou 1,5 p.p. em relação a setembro de 2010, para 84,4%, resultado de decréscimos nos indicadores das indústrias de bens de consumo, 2,9 p.p.; de bens intermediários, 1,5 p.p.; de material de construção, 1 p.p.; e de bens de capital, 0,4 p.p.

54. A produção de autoveículos atingiu 261,2 mil unidades em setembro, representando retração de 8,6% em relação a agosto, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor variou -6,2% em relação a setembro de 2010 e 3,1% no ano.

55. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou variações de -6,8% em relação a setembro de 2010 e de 1,1% no acumulado do ano. Considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, ocorreram recuos de 1,6% no mês e de 4,6% no trimestre. As exportações de autoveículos montados somaram 44,6 mil unidades em setembro, com decréscimo de 1,5% em relação a igual mês de 2010 e elevação de 4,3% no acumulado do ano. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, essas exportações cresceram 3% no mês e 7,1% em relação ao trimestre encerrado em junho.

56. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a setembro, a safra de grãos do país deverá totalizar 159,4 milhões de toneladas em 2011, 6,6% superior à registrada no ano anterior, e 0,3% maior que a projeção de agosto. Estimam-se elevações respectivas de 19%, 12,1%, 9,2%, e 0,3% para as safras de arroz, feijão, soja, e milho, e recuo de 15,7% para a colheita de trigo.

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 3,4% em setembro, em relação a agosto, para 114,7 pontos, atingindo o menor nível desde março de 2010. Ocorreram contrações de 4,1% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,9% no Índice de Expectativas (IE). O ICC decresceu 6,7% em relação a setembro de 2010, resultado de retrações de 5,8% no ISA e de 7,4% no IE.

58. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS), calculado pela FGV, apresentou retração de 0,4% em setembro, em relação a agosto, atingindo 130,3 pontos, influenciado pelo recuo de 1,8% no IE, enquanto o ISA cresceu 1,4%, de acordo com dados dessazonalizados. O ICS recuou 2,3% em relação a setembro de 2010, resultado de contrações de 3,1% no ISA e de 1,6% no IE.

59. O Índice de Confiança de Comércio (ICOM), calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio da FGV, atingiu 134,7 pontos em setembro, crescimento de 0,8% comparativamente ao mesmo mês do ano anterior. O resultado refletiu expansão de 1,7% no Índice de Expectativas (IE-COM) em contraste com a retração de 0,5% no Índice de Situação Atual (ISA-COM). No trimestre finalizado em setembro, o ICOM apresentou variação negativa de 1,6% em relação ao mesmo período de 2010, decorrente de retração de 4% do ISA-COM e de estabilidade do IE-COM.

60. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, declinou 1,6% em setembro, para 101,1 pontos. Após o nono recuo consecutivo, o índice atingiu o menor patamar desde agosto de 2009, situando-se 2,9 pontos abaixo da média desde 2003. O resultado decorreu da queda de 0,6% no ISA e de 2,6% no IE. O ICI recuou 11% na comparação interanual, resultado de variações de -10,7% no ISA e -11,2% no IE.

Mercado de trabalho

61. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 209,1 mil empregos formais em setembro, representando elevação de 0,3% em relação a agosto, dos quais 91,8 mil no setor de

serviços, 66,3 mil na indústria de transformação, 42,4 mil no comércio e 25 mil na construção civil. Houve, ainda, o fechamento de 20,9 mil postos na agropecuária. No ano, foram geradas 1,8 milhão de vagas comparativamente a 2,2 milhões no mesmo período de 2010.

62. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 6,0% em agosto, patamar estável em relação a julho e 0,7 p.p. menor que a de igual período do ano anterior. O resultado mensal decorreu de aumentos de 0,7% na ocupação e de 0,6% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o desemprego permaneceu estável em relação a julho, em 5,9%. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores atingiu o maior nível da série histórica e registrou aumentos de 0,5% em relação ao mês anterior, de 3,2% comparativamente a agosto de 2010 e de 3,7% no ano. A massa salarial, calculada pelo produto entre rendimento médio real habitual do trabalho principal e população ocupada, apresentou variações respectivas de 1,2%, 5,4% e 6,1%.

Crédito e inadimplência

63. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.889 bilhão em agosto, correspondendo a 47,8% do PIB, com acréscimos de 1,7% no mês, 10,7% no ano e 19,4% em doze meses. A carteira de recursos livres apresentou elevações de 1,4%, 9,9% e 17,9%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, refletindo expansões respectivas de 1,3%, 9,9% e de 18,2% no saldo das operações com pessoas físicas e de 1,4%, 9,9% e de 17,7% no relativo a operações com pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 2,4% no mês, 12,3% no ano e de 22,2% em doze meses, com ênfase nos aumentos de 3,6%, 28,4% e de 47,1% nos financiamentos habitacionais, nos mesmos períodos.

64. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial manteve-se estável em agosto, em 39,7%. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas recuou 0,5 p.p. em relação a julho, atingindo 30,9%, enquanto o custo médio do segmento de pessoas físicas aumentou 0,5 p.p., para 46,2%.

65. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu para 493 dias em agosto, representando aumento de sete dias em relação ao mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou elevação de oito dias e o referente ao de pessoas físicas, cinco dias, alcançando 407 dias e 583 dias, respectivamente.

66. A taxa de inadimplência do crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,1 p.p., atingindo 5,3% em agosto. As taxas relativas às operações com pessoas jurídicas e físicas aumentaram 0,1 p.p., atingindo 3,9% e 6,7%, respectivamente. O percentual de atrasos de quinze a noventa dias recuou 0,2 p.p. nos créditos a pessoas físicas e manteve-se estável nos empréstimos a pessoas jurídicas, situando-se em 6,2% e em 2,2%, nessa ordem.

Ambiente externo

67. A economia mundial permanece em cenário de baixo dinamismo. Nos EUA foram divulgados indicadores conflitantes, com os dados mais recentes de vendas no varejo, criação de empregos e produção industrial, todos de setembro, apresentando alguma recuperação, enquanto o índice de confiança do consumidor da Universidade de Michigan/Thomson Reuters de setembro e o preliminar para outubro registraram novos declínios e a renda real disponível registrou perdas em julho e agosto. O mercado imobiliário, por sua vez, permanece deprimido. Na Zona do Euro, as perspectivas para a atividade econômica são cada vez mais negativas, inclusive pelas possibilidades de eclosão de problemas fiscais e bancários. Embora a produção industrial tenha assinalado elevação mensal de 1,2% em agosto, o PMI para a indústria manufatureira registrou 48,5 em setembro, o menor patamar desde outubro de 2009, sinalizando retração no setor. As vendas no varejo, em agosto, registraram recuo mensal de 0,2%, enquanto o índice de sentimento econômico, calculado pela Comissão Europeia, para o mesmo mês, apresentou declínio expressivo. No Japão, o setor exportador parece perder vigor, sob os impactos da desaceleração da economia global, da apreciação do iene e das restrições de energia do país. Na China, a atividade econômica permanece em suave desaceleração, com a variação trimestral do PIB no

terceiro trimestre registrando crescimento de 2,3%, ante alta de 2,4% no trimestre anterior. No acumulado do ano até setembro, o PIB registrou crescimento de 9,4% ante o mesmo período de 2010, ano em que a atividade econômica cresceu 10,4%.

68. Consideradas as elevadas incertezas na economia global, os mercados financeiros operaram em ambiente de forte volatilidade. A percepção de risco manteve-se elevada, refletindo o agravamento da situação fiscal de países europeus, os receios de novo mergulho recessivo na Zona do Euro e nos EUA e as desconfianças sobre a solvência do sistema bancário europeu, o que resultou em importantes perdas nos principais mercados acionários, sobretudo no segmento financeiro. No entanto, a divulgação de indicadores acima do esperado nos EUA e o anúncio, por autoridades europeias, da elaboração de plano para recapitalização do seu sistema bancário proporcionaram redução na percepção de risco, levando o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), a ser negociado, em 14 de outubro, abaixo do patamar de trinta pontos pela primeira vez desde o início de agosto. Assim, não obstante rebaixamentos das notas de crédito de países europeus e de alguns bancos, ocorridos desde a última reunião do Copom, as principais bolsas reverteram parcialmente, nas duas primeiras semanas de outubro, as perdas incorridas desde o início de agosto. Ressalte-se que os desenvolvimentos no mercado da dívida na Europa continuam sendo determinantes para a evolução dos mercados financeiros.

69. Os preços internacionais das *commodities*, principalmente metálicas, registraram reduções significativas desde a última reunião do Copom, reagindo à piora na perspectiva para a economia mundial, ao aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros e à consequente valorização da moeda norte-americana. Seguindo tendência observada no mercado financeiro, os preços das *commodities* recuperaram-se parcialmente nas duas primeiras semanas de outubro.

70. No entanto, essa redução dos preços das *commodities*, notadamente energéticas e agrícolas, ainda não reverteu a tendência de elevação inflacionária observada nos últimos meses nas principais economias desenvolvidas. As variações anuais dos índices de

preços ao consumidor (IPC) elevaram-se nos EUA, em agosto, para 3,8%; e na Zona do Euro e no Reino Unido para 3% e para 5,2%, respectivamente, em setembro. De forma diversa, as variações anuais dos IPCs em importantes economias emergentes apresentaram, em setembro, o segundo recuo consecutivo na China e no México para 6,1% e para 3,1%, respectivamente, e o terceiro na Rússia, para 7,3%.

71. Os bancos centrais dos EUA (Fed), da Zona do Euro (BCE), do Japão (BoJ) e do Reino Unido (BoE) mantiveram as respectivas taxas básicas de juro em suas últimas reuniões. Paralelamente, as autoridades monetárias dessas economias ampliaram as medidas de provisão de liquidez a seus sistemas bancários. O Fed anunciou medidas para melhorar as condições de liquidez dos mercados bancários (Operação *Twist*) e hipotecário. O BCE, por sua vez, aprimorou uma série de operações de refinanciamento, todas com o objetivo de prover liquidez ilimitada, em dólar (em cooperação com outros bancos centrais) e em euro, a taxas fixas e prazos diversos, às instituições com dificuldade de financiamento. O BoE aumentou seu programa de compra de ativos em £75 bilhões, para £275 bilhões, e o BoJ estendeu o prazo para adesão e o período efetivo de relaxamento das condições de elegibilidade para participação no programa de oferta de fundos para as instituições situadas nas áreas de calamidade. Na Suíça, preocupado com os efeitos da forte apreciação da moeda local sobre a economia do país, o Banco Nacional da Suíça estabeleceu, no início de setembro, piso de 1,20 franco suíço por euro para a sua taxa de câmbio. Desde a última reunião do Copom, os bancos centrais de Israel e da Indonésia reduziram suas taxas básicas em 0,25 p.p., para 3% e 6,5%, respectivamente, enquanto o Banco da Reserva da Índia promoveu novo aumento da sua principal taxa de empréstimo, em 0,25 p.p., para 8,25%.

Comércio exterior e reservas internacionais

72. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$3,1 bilhões em setembro, resultante de exportações de US\$23,3 bilhões e importações de US\$20,2 bilhões. O saldo acumulado no ano totalizou US\$23 bilhões, sendo 80,5% superior ao registrado em igual período de 2010, pelo critério de média diária, refletindo aumentos de 30,4% nas exportações e de 25,6% nas importações. A corrente

de comércio cresceu 28,1% no acumulado do ano, somando US\$357 bilhões, ante US\$277,2 bilhões em igual período de 2010.

73. As reservas internacionais em setembro somaram US\$349,7 bilhões, com recuo de US\$3,7 bilhões na comparação com agosto, ocasionado pela perda de US\$4,3 bilhões com a variação por paridades. Na comparação com dezembro de 2010, houve crescimento de US\$61,1 bilhões. O Banco Central comprou liquidamente US\$327 milhões no mercado doméstico de câmbio a vista no mês.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

74. Após a reunião do Copom de agosto, a curva de juros doméstica apresentou queda em toda a sua extensão, especialmente nos trechos curto e intermediário. No âmbito interno, esse movimento foi influenciado pela expectativa de continuidade do ciclo de afrouxamento monetário iniciado em agosto e pela divulgação de dados sinalizando acomodação do nível de atividade. No cenário externo, o aumento das incertezas em relação aos desdobramentos da crise da dívida dos países europeus, a divulgação de indicadores econômicos mais fracos nas principais economias e a retração nos preços das *commodities* também contribuíram para o recuo das taxas de juros. Entre 29 de agosto e 17 de outubro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,82 p.p., 0,99 p.p. e 0,87 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos cederam 0,71 p.p., 0,32 p.p. e 0,06 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 5,51%, em 29 de agosto, para 4,65%, em 17 de outubro, acompanhando principalmente a queda das taxas nominais doze meses à frente.

75. Em 30 de agosto, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso para rolagem dos contratos de vencimento de 1º de setembro. O montante da operação correspondeu a US\$650 milhões em valor nominal. Em 22 de setembro e em 3 e 4 de outubro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial tradicional, nos quais assumiu posição passiva em

variação cambial e ativa em taxa de juros doméstica. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$6,1 bilhões em valor nominal.

76. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 30 de agosto a 17 de outubro, operações compromissadas com prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$29,0 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou para R\$177,2 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre doze e 33 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$163,9 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 34 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$51,8 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$420,4 bilhões, entre 19 de julho e 29 de agosto, para R\$392,9 bilhões, entre 30 de agosto e 17 de outubro. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra passou de R\$396,2 bilhões, em 29 de agosto, para R\$398,7 bilhões, em 17 de outubro.

77. Entre 30 de agosto e 17 de outubro, as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional, decorrentes dos leilões tradicionais, somaram R\$31,1 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$23,6 bilhões, sendo R\$21,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2012, 2014 e 2015; e R\$1,9 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\$2,2 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, 2018, 2020, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$5,3 bilhões.

Notas da 163ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 29 e 30/11/2011

Local: Sala de reuniões do 8º andar (29/11) e do 20º andar (30/11) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h23 (29/11) e 16h41 (30/11)

Horário de término: 18h43 (29/11) e 19h39 (30/11)

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 29)

Adriana Soares Sales – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 30)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

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

Rodrigo Collares Arantes – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes no dia 29)

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

Nelson Ferreira Souza Sobrinho – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Wagner Thomaz de Aquino Guerra Júnior – Chefe de Gabinete da Diretoria

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,43% em outubro, após registrar 0,53% em setembro. Assim, a inflação acumulada em doze meses recuou de 7,31% em setembro para 6,97% em outubro, 1,77 ponto percentual (p.p.) acima da observada em igual período de 2010. A variação dos preços livres recuou de 7,79% em doze meses até setembro para 7,24% em outubro. Já a variação dos preços administrados, na mesma base de comparação, aumentou de 6,17% para 6,34%. Em relação aos preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis ficou em 5,87% e a dos não comercializáveis, em 8,41%. A inflação dos serviços recuou em outubro, para 0,41%, após alta de 0,50% em agosto e de 0,51% em setembro, diminuindo, assim, a inflação acumulada em doze meses, de 9,03% em setembro para 8,94% em outubro. Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere tendência declinante da inflação acumulada em doze meses.

2. As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central, de modo geral, apresentaram evolução similar à da inflação plena, com ligeiro recuo na média das variações mensais, bem como na média da variação acumulada em doze meses até outubro. O núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,55% em agosto para 0,58% em setembro e para 0,59% em outubro, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,33% em agosto para 0,55% em setembro e para 0,44% em outubro. De modo similar, o núcleo por dupla ponderação, após registrar 0,39% em agosto, avançou para 0,51% em setembro

e recuou para 0,50% em outubro. Ao mesmo tempo, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, passou de 0,32% em agosto para 0,45% em setembro e para 0,47% em outubro; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio passou de 0,45% para 0,44% e para 0,43% no mesmo período. Dessa forma, a média da variação desses cinco núcleos deslocou-se de 0,41% em agosto para 0,51% em setembro e para 0,49% em outubro. No acumulado em doze meses até outubro, a variação média das cinco medidas de núcleo alcançou 6,82% ante 6,87% em setembro e 6,73% em agosto.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou inflação de 0,40% em outubro, após avançar 0,75% em setembro. No acumulado em doze meses até outubro, a variação desse índice alcançou 6,78%, 2,33 p.p. aquém da registrada em outubro 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 6,63% em doze meses até outubro, refletindo alta de 5,79% no IPA industrial e de 9,00% no IPA agrícola. Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se variação acumulada de 12,71% nos preços de matérias-primas brutas, de 5,16% nos preços de bens intermediários e de 3,23% 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 6,78% no acumulado em doze meses até outubro, superior aos 4,96% registrados em 2010. Na mesma base de comparação, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP DI, variou 7,72%. 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-se o valor de fretes e impostos, registrou inflação de 1,23% em setembro, após elevação de 0,16% em agosto. Em doze meses, a variação desse índice deslocou-se de 4,24% em agosto para 4,90% em setembro.

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 permaneceu inalterado em setembro, após registrar recuo de 0,6% em agosto e avanço de 0,3% em julho. Dessa forma, a taxa de crescimento trimestral entre julho e setembro ficou em -0,3%. Em relação ao terceiro trimestre de 2010, houve crescimento de 1,9%. Já a taxa de crescimento acumulada em doze meses, que vem desacelerando desde dezembro de 2010, recuou de 4,0% em agosto para 3,6% em setembro. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), repetiu, em outubro, a taxa de recuo de setembro (0,4%), sinalizando desaceleração no setor. Dessa forma, o nível do indicador ficou 1,9% abaixo do valor de outubro de 2010 e 2,1% abaixo do nível médio de 2010.

5. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos com base em consulta trimestral realizada pelo Banco Central junto a instituições financeiras representativas de cada segmento do mercado de crédito, apontam perspectivas mistas. Para grandes empresas, a análise conjunta dos indicadores de oferta, demanda e aprovação sugere cenário mais restritivo. Em relação ao crédito às micro, pequenas e médias empresas, os indicadores revelam cenário moderadamente mais restritivo em termos da oferta, e com demanda moderadamente mais forte. Para o crédito voltado ao consumo, em contraposição ao observado no trimestre iniciado em julho, os participantes esperam que o percentual de aprovação de novas linhas para o quarto trimestre seja moderadamente superior ao observado no trimestre anterior, compatível com o padrão sazonal.

6. A atividade fabril recuou 2,0% em setembro, de acordo com a série da produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE, após queda de 0,1% em agosto e avanço de 0,3% em julho. A queda da produção em setembro foi impulsionada pelo recuo de 11,0% na produção de veículos automotores. De acordo com a média móvel trimestral, houve queda de 0,6% na produção industrial no período de julho a setembro, após queda de 0,3% no período de junho a agosto. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção recuou 1,6% em setembro,

enquanto no acumulado em doze meses houve expansão de 1,6%, ante 2,3% registrados em agosto, continuando o processo de moderação do ritmo de crescimento. De modo geral, 53% dos produtos pesquisados apresentaram retração na produção em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Na comparação com dezembro de 2008, mês de menor medição da produção industrial durante a crise de 2008/2009, o crescimento acumulado até setembro foi de 22,3%. De acordo com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento da indústria de transformação registrou crescimento real de 4,1% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto o número de horas trabalhadas apresentou recuo de 0,4%.

7. Entre as categorias de uso da indústria, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, houve retrações de 5,5% na produção de bens de capital em setembro, de 9,0% na de bens de consumo duráveis e de 1,3% na de bens de consumo não duráveis e semiduráveis, enquanto a produção de bens intermediários manteve-se no mesmo nível do mês anterior. No acumulado em doze meses até setembro, a produção de bens intermediários registrou expansão de 1,4%; a de bens de consumo duráveis, de 0,8%; e a de bens não duráveis e semiduráveis, de 0,6%. Na mesma base de comparação, o crescimento da atividade da indústria de bens de capital foi o maior entre todas as categorias de uso, com expansão de 5,5%.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, atingiu 5,8% em outubro (ante 6,1% registrados em outubro de 2010), depois de alcançar 6,0% em setembro. Após registrar 9,0% em março de 2009, a taxa observada recuou significativamente e atingiu o mínimo histórico para outubro, na série iniciada em março de 2002. Já a taxa de desocupação dessazonalizada pelo Banco Central ficou praticamente estável em 6,0% em outubro, ante 6,1% em setembro. O emprego – medido pelo número de ocupados nas seis maiores regiões metropolitanas – aumentou 1,5% em outubro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após haver expandido 1,7% em setembro. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam que houve criação de 126,1 mil postos de trabalho formais em outubro (204,8

mil postos em outubro de 2010), com expansão do número de empregos formais em sete dos oito setores de atividade econômica. Os setores que mais contribuíram para o aumento do número de empregos formais no mês foram o de serviços e o do comércio. De acordo com a PME, o rendimento médio real habitual ficou estável em outubro e acumula variação de -0,3% em doze meses. Como consequência, a massa salarial real – considerando o rendimento médio real habitual de todos os trabalhos da população ocupada remunerada nas seis regiões metropolitanas – cresceu 0,9% em relação a outubro de 2010. Em suma, o conjunto de evidências indica que, embora o mercado de trabalho continue robusto, há sinais de moderação na margem.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio ampliado cresceu 4,8% em setembro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, após registrar alta de 5,4% em agosto e de 7,2% em julho, na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, o volume de vendas do comércio ampliado avançou 0,9% em setembro, após recuo de 1,7% em agosto e de 0,1% em julho. A taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em 9,6% em setembro (ante 9,7% em agosto e 10,5% em julho). Nessa base de comparação, todos os dez segmentos pesquisados mostram expansão no volume de vendas, com destaque para móveis e eletrodomésticos (17,9%); equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (16,6%); veículos e motos, partes e peças (12,9%); e material de construção (11,1%). Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real, pelo nível de confiança dos consumidores e pela expansão moderada do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, passou de 84,7% em outubro para 84,5% em novembro e, assim, ficou 1,7 p.p. e 1,6 p.p. abaixo do observado em outubro e novembro de 2010, respectivamente. Com o ajuste sazonal, calculado pela FGV, o Nuci recuou para 83,3% em novembro – menor nível de utilização desde novembro de 2009 –, após registrar 83,5% em

outubro. A utilização da capacidade se apresenta maior no setor de materiais de construção (90,5%) e no de bens intermediários (85,4%). Já no setor de bens de capital, o Nuci ficou em 83,3%, e, no setor de bens de consumo, em 82,7%. Segundo dados da CNI, dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci passou de 82,2% em agosto para 81,7% em setembro. As taxas de utilização da capacidade instalada têm recuado, refletindo, em parte, a redução no ritmo de crescimento da produção e a maturação de investimentos. De fato, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 8,1% no acumulado em doze meses até setembro (11,4% até agosto), e a produção de insumos para a construção civil cresceu 4,5% (4,9% até agosto).

11. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses aumentou de US\$30,5 bilhões em setembro para US\$31,0 bilhões em outubro. Esse resultado adveio de exportações de US\$250,7 bilhões e de importações de US\$219,7 bilhões, ou variações de 31,7% e de 26,9%, respectivamente, no acumulado em doze meses até outubro. O déficit em transações correntes acumulado em doze meses passou de US\$48,0 bilhões em setembro para US\$47,3 bilhões em outubro, equivalente a 2,0% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$75,1 bilhões em doze meses até outubro, equivalente a 3,17% do PIB, superando amplamente a necessidade de financiamento externo.

12. A economia mundial enfrenta período de incerteza acima da usual, com deterioração nas perspectivas para a atividade. São elevados os riscos para a estabilidade financeira global, entre outros, devido à exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, principalmente na Zona do Euro. Ressalte-se que os níveis de aversão ao risco continuam elevados – por exemplo, os mensurados pelas taxas de *swaps de default* de créditos (CDS) de bancos da Zona do Euro estão superiores aos observados durante a crise de 2008/2009. Em outra perspectiva, taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas às necessidades de ajustes fiscais, bem como ao limitado espaço para ações de política monetária e à incerteza política, têm contribuído para redução nas projeções de crescimento das economias maduras, 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 setembro, reforçou os sinais de inflexão da atividade em todas as principais economias, com perspectivas menos favoráveis neste e nos próximos semestres. Em casos específicos, aumentou a probabilidade de haver recessão. Os indicadores desagregados do *Purchasing Managers Index* (PMI) de outubro, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, em geral, são consistentes com esse cenário. Também tem havido continuada redução nas projeções de crescimento para importantes economias emergentes. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodáticas e, em alguns casos, com iniciativas não convencionais de política monetária. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (Estados Unidos da América, Zona do Euro e Japão), com alguma deterioração na margem. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária é expansionista.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* mostrou-se volátil, mas se manteve acima do patamar de US\$100. Esse nível de preços é consistente com um quadro de moderação na demanda global, aliado à instabilidade política em alguns países produtores e às 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 continuidade do declínio dos preços internacionais das agrícolas e metálicas. O Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), que compreende 55 itens, acumula queda de 9,1% desde o pico observado em fevereiro de 2011. 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

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 em 2011 manteve-se em 6,7%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Para 2012, projeta-se variação nula nos preços da gasolina;

b) a projeção para o reajuste no preço do gás de bujão em 2011 manteve-se em 2,2%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Para 2012, projeta-se variação nula nos preços do gás de bujão;

c) as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade para o acumulado de 2011 deslocaram-se para 0,0% e 4,5%, respectivamente, ante 0,9% e 4,1% considerados na reunião do Copom de outubro. Para 2012, as projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade são de 1,5% e 2,3%, respectivamente;

d) 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 6,1% ante os 5,5% considerados na reunião do Copom de outubro. Para 2012, a projeção passou para 4,0%, ante os 4,5% considerados na reunião do Copom de outubro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 28,96% do total do IPCA de outubro;

e) Para 2013, segundo o cenário de referência, a projeção é de 4,5%. 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

f) a trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -85 pontos base (p.b.) e de

-17 p.b. para o quarto trimestre de 2011 e de 2012, respectivamente. Para o terceiro trimestre de 2013, o *spread* é de 54 p.b.

15. Em relação à política fiscal, considera-se o cumprimento da meta de superávit primário (R\$127,9 bilhões), cerca de 3,15% do PIB, sem ajustes, em 2011. Além disso, admite-se, como hipótese de trabalho, a geração de superávit primário em torno de 3,10% do PIB em 2012 e em 2013, sem ajustes.

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

17. No conjunto das projeções, foram incorporados os efeitos estimados da alteração na estrutura de ponderação do IPCA, a vigorar a partir de janeiro de 2012.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2011 se reduziu de 6,52% para 6,49%. Para 2012, a mediana das projeções de inflação também se reduziu, de 5,61% para 5,56%. 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 6,51%, 6,54% e 6,50% para 6,50%, 6,51% e 6,48%, respectivamente. Para 2012, a mediana das projeções se deslocou de 5,63%, 5,63% e 5,51% para 5,58%, 5,57% e 5,53%, na mesma ordem.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$1,85/US\$ e da taxa Selic em 11,50% 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 outubro 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 se reduziram, posicionando-se ao redor do valor central da meta nos dois cenários. No que se refere ao terceiro trimestre de 2013, as projeções de inflação também se reduziram, mantendo-se ao redor do valor central da meta no cenário de referência, e acima, no de mercado.

20. No cenário central com que trabalha o Copom, a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012.

21. Esse cenário foi construído e analisado sob a perspectiva de modelos que identificam de modo mais abrangente os mecanismos de transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira – entre outros, os canais do comércio, do preço de importações e da volatilidade externa. Como hipótese de trabalho, admite-se 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-se 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. No cenário central, entre outras repercussões, ocorre moderação da atividade econômica doméstica, os preços das *commodities* nos mercados internacionais e a taxa de câmbio mostram certa estabilidade. Mesmo com um ajuste moderado no nível da taxa básica de juros, no cenário central a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012, em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional.

Implementação da política monetária

22. 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.

23. A evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, e ao encurtamento dos horizontes de planejamento, tanto das famílias quanto das empresas. Consequentemente, taxas de inflação elevadas reduzem os investimentos e o potencial de crescimento da economia, além de terem efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Dito de outra forma, taxas de inflação elevadas não trazem qualquer resultado duradouro em termos de crescimento da economia e do emprego, mas, em contrapartida, trazem prejuízos permanentes para essas variáveis no médio e no longo 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.

24. 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.

25. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram e, assim, contribuíram para a continuidade do processo de deterioração do cenário internacional, que, já naquela oportunidade, contemplava reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que permanecem elevadas 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. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Dessa forma, o Comitê avalia que o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante.

26. Para o Copom, acumulam-se evidências que apoiam a visão de que a transmissão dos

desenvolvimentos externos para a economia brasileira se materializa 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 de empresários. O Comitê entende que os efeitos da complexidade que cerca o ambiente internacional se somam aos da moderação da atividade doméstica observada neste semestre, que se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira neste e no próximo ano. 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.

27. 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 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 pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

28. O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses alcançou o pico no último trimestre, bem como de que a mesma começa a recuar no trimestre corrente e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas. O Comitê avalia que, por si só, essa inversão de tendência contribuirá para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação nos próximos trimestres. Adicionalmente, o Comitê entende que essa melhora no sentimento será potencializada pelo processo, ora em curso, de reavaliação do ritmo da atividade, doméstica e externa, neste e nos próximos semestres.

29. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. 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.

30. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. 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.

31. O Copom nota que, no início deste ano, a inflação foi forte e negativamente influenciada por choques de oferta domésticos e externos, bem como pela concentração atípica de reajustes de preços administrados. Em intensidade decrescente, esses desenvolvimentos 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, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Destaca, ainda, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho. Apesar dos sinais de moderação nesse mercado, pondera que, em tais circunstâncias, um risco importante reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. 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. O Comitê também observa que, no final do ano passado e início deste ano, os riscos associados à trajetória dos preços das *commodities* foram chave para o

cenário prospectivo, entretanto, desde abril esses preços recuaram nos mercados internacionais.

32. Em suma, o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual, e pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. O Comitê nota que, no cenário central com que trabalha, a taxa de inflação se posiciona em torno da meta em 2012, bem como identifica riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta.

33. Nesse contexto, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,00% a.a., sem viés.

34. A demanda doméstica ainda se apresenta robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer nos próximos trimestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas que, de resto, são defasados e cumulativos. Por outro lado, iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresenta como importante fator de contenção da demanda agregada, a substancial deterioração do cenário internacional. 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.

35. 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.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 17 de janeiro de 2012, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 21.213, de 29 de junho de 2011.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

37. O IPCA variou 0,43% em outubro ante 0,53% em setembro, de acordo com os dados divulgados pelo IBGE. No ano, o IPCA registrou elevação de 5,43% ante 4,38% em igual período de 2010, e nos doze meses finalizados em outubro o indicador acumulou alta de 6,97% ante 7,31% em setembro. O resultado do mês refletiu desaceleração dos preços livres e monitorados. Em relação aos preços livres, que variaram 0,42% em outubro ante 0,49% em setembro, o movimento foi influenciado pelo menor ritmo de alta nos preços de bens comercializáveis e de não comercializáveis, 0,39% e 0,44%, respectivamente, ante 0,52% e 0,47% em setembro. Entre os preços de bens não comercializáveis, enfatize-se a desaceleração observada em serviços, com elevação de 0,41% ante 0,51% no mês anterior. Os preços monitorados apresentaram alta de 0,46% em outubro ante 0,62% em setembro, com ênfase na menor pressão exercida pelo aumento dos preços das passagens aéreas, 14,26% em outubro, em comparação com a variação de 23,40% no mês anterior. A variação mensal do IPCA refletiu, em especial, as contribuições dos grupos alimentos e bebidas, 0,13 p.p.; transportes, 0,09 p.p.; e habitação, 0,08 p.p. O índice de difusão situou-se em 62,76% em outubro, ante 61,46% em setembro.

38. Os preços livres aumentaram 7,24% no período de doze meses encerrado em outubro, ante 7,79% em setembro, e os monitorados apresentaram aceleração no período, com a variação acumulada em doze meses atingindo 6,34% ante 6,17% no mês anterior. A evolução dos preços livres decorreu de desaceleração nos preços dos produtos comercializáveis, de 6,52% para 5,87%, e nos dos produtos não comercializáveis, de 8,88% para 8,41%. Os preços do segmento de serviços aumentaram 8,94% no acumulado de doze meses até outubro, ante 9,03%, 8,92% e 8,82%, em períodos correspondentes até setembro, agosto e julho.

39. O IGP-M variou 0,50% em novembro ante 0,53% em outubro, de acordo com a FGV, registrando-se desaceleração do IPA e aceleração do IPC e do INCC.

O indicador acumulou variação de 5,22% no ano e de 5,95% no período de doze meses finalizado em novembro, ante 6,95% em outubro, 7,46% em setembro e 8,00% em agosto.

40. O IPA-M variou 0,52% no mês ante 0,68% em outubro, acumulando variações de 4,85% no ano e de 5,51% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários aumentaram 0,60% em novembro ante 0,04% no mês anterior, acumulando aumento de 4,00% no ano e de 5,19% em doze meses. Os preços dos produtos industriais cresceram 0,49% no mês ante 0,91% em outubro, acumulando expansões de 5,16% no ano e de 5,63% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos agropecuários evidenciou, em especial, aumento nos preços dos itens bovinos, 3,72%, e aves, 2,00%, que exerceram contribuições de 0,14 p.p. e de 0,04 p.p., respectivamente. Nos preços dos produtos industriais, as principais influências decorreram dos itens minerais metálicos e derivados do petróleo e álcool, contribuindo cada um com 0,11 p.p.

41. O IPC-M registrou elevação de 0,43% em novembro ante 0,26% em outubro, acumulando aumento de 5,41% no ano e de 6,38% em doze meses. A aceleração no mês foi motivada pelo aumento de 0,52% no grupo alimentação, ante queda de 0,09% no mês anterior. O INCC registrou crescimento de 0,50% no mês ante 0,20% em outubro, refletindo aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,25% para 0,27%, e nos preços da mão de obra, de 0,16% para 0,73%. O INCC acumulou variações de 7,21% no ano e de 7,84% em doze meses.

42. Quatro das cinco medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central mantiveram relativa estabilidade em outubro em relação ao mês anterior. Considerados períodos de doze meses finalizados em outubro, três das medidas apresentaram desaceleração em relação a setembro. O núcleo por exclusão, que exclui dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 0,47% no mês, ante 0,45% em setembro, acumulando alta de 6,94% no período de doze meses encerrado em outubro, ante 6,91% no mês anterior. O núcleo por exclusão de monitorados e alimentos no domicílio aumentou 0,43%, ante 0,44% em setembro, elevando-se 7,32% nos doze meses finalizados em outubro, ante 7,45%

no mesmo período encerrado em setembro. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização variou 0,59% em outubro, ante 0,58% em setembro, acumulando, em doze meses, 6,61% e 6,57%, respectivamente. O núcleo pelo critério de médias aparadas sem suavização cresceu 0,44% em outubro, ante 0,55% em setembro, acumulando, em doze meses, 5,98% ante 6,08% no mês anterior. O núcleo de dupla ponderação aumentou 0,50% em outubro, ante 0,51% em setembro, registrando variação acumulada em doze meses de 7,27% em outubro ante 7,36% no mês anterior.

43. O IPCA-15 variou 0,46% em novembro, ante 0,42% em outubro, acumulando alta de 5,96% no ano e de 6,69% em doze meses, ante 7,12% até outubro. A aceleração desse indicador refletiu, especialmente, aumento nos grupos alimentação, despesas pessoais e vestuário, com contribuições de 0,18 p.p., de 0,09 p.p. e de 0,06 p.p., respectivamente.

44. O IPP/IT variou 1,23% em setembro ante 0,16% em agosto, acumulando aumento de 1,99% no ano e de 4,90% no período de doze meses encerrado em setembro, ante 4,24% no mês anterior. A variação mensal do IPP/IT refletiu, em especial, as contribuições respectivas de 0,53 p.p. e de 0,28 p.p., associadas às elevações de preços nos segmentos de produtos alimentícios e de outros produtos químicos. A variação do índice no ano foi influenciada, principalmente, pelas contribuições respectivas de 0,77 p.p., de 0,55 p.p., e de 0,41 p.p., decorrentes dos aumentos de preços nos segmentos outros produtos químicos; alimentos; e coque, produtos derivados de petróleo e biocombustíveis.

45. O Índice Commodities – Brasil (IC-Br) retomou a tendência de queda interrompida em setembro, recuando 3,29% em outubro, resultado de desvalorizações de 2,78%, 6,47% e de 0,91% nos segmentos agropecuária, metal e energia, respectivamente. Até outubro, o IC-Br acumula alta de 2,07% no ano e de 15,49% em doze meses.

Atividade econômica

46. O IBC-Br manteve-se estável em setembro, acumulando queda de 0,3% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao terminado em junho,

quando aumentara 0,5%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. O IBC-Br aumentou 1,2% em relação a setembro de 2010, ante altas de 2,9% em agosto, de 1,7% em julho e de 2,9% em junho, nas mesmas bases de comparação. O indicador acumula elevações de 3,1% no ano e de 3,6% em doze meses.

47. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, aumentaram 0,9% em setembro em relação a agosto, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, ante contrações de 1,7% em agosto e de 0,1% em julho. Por segmento, houve alta em sete dos dez pesquisados, com destaque para a expansão de 2,2% e de 1,7% em artigos farmacêuticos e médicos e em veículos, motos, partes e peças, respectivamente. Entre os segmentos que apresentaram retração no período, deve-se registrar a variação de -5% nas vendas de equipamentos e material para escritório, informática e comunicação. O comércio ampliado recuou 0,7% no trimestre encerrado em setembro, relativamente ao terminado em junho, acumulando alta de 8% no ano. As vendas do comércio varejista registraram crescimento mensal de 0,6% em setembro, ante variações de -0,4% em agosto e de 1,2% em julho, acumulando elevação de 1,6% no trimestre, em relação àquele finalizado em junho, de 6,9% no ano e de 7,7% em doze meses.

48. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram aumento interanual de 4,7% em setembro, influenciado, especialmente, pelas expansões nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 16,5%; artigos farmacêuticos e médicos, 10,6%; equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 7,6%; e material de construção, 6,5%. No período de doze meses encerrado em setembro, o comércio ampliado registrou crescimento de 9,6%, com ênfase no aumento das vendas de móveis e eletrodomésticos, 17,9%; equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 16,6%; veículos e motos, partes e peças, 12,9%; e material de construção, 11,1%.

49. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo-se automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, registraram retração mensal de

2,9% em outubro, após elevação de 0,7% em setembro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando recuo de 3,4% no trimestre encerrado em outubro, ante o terminado em julho. As vendas de autoveículos cresceram 5,6% no ano, resultado de elevações nos segmentos ônibus, 22,1%; comerciais leves, 15,9%; caminhões, 14,5%; e automóveis, 2,3%.

50. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, registrou elevação mensal de 18% em outubro. A análise dos dados observados indicou acréscimo de 14%, de 13,1% e de 16,7%, nas comparações interanual e nos acumulados do ano e de doze meses, respectivamente, em relação a iguais períodos de 2010.

51. A produção de bens de capital registrou variação de -5,5% em setembro, acumulando alta de 0,6% no trimestre, relativamente ao finalizado em junho, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Contribuíram para o desempenho da categoria no mês as retrações das produções de equipamentos para a construção, 21,1%; de equipamentos agrícolas, 12,1%; de equipamentos de transporte, 4,8%; de equipamentos para fins industriais seriados, 1,4%; e de bens de capital de uso misto, 0,2%; contrastando com as elevações de 6,5%, de 4,3% e de 0,8% da produção de equipamentos para fins industriais não seriados, de peças agrícolas e de equipamentos para o setor de energia elétrica, respectivamente.

52. A produção de insumos típicos da construção civil registrou crescimento mensal de 2,4% em setembro, acumulando aumento de 0,8% no trimestre em relação ao finalizado em junho, considerados dados dessazonalizados. A produção do segmento aumentou 3,9% em relação a setembro de 2010, acumulando crescimento de 3,8% no ano e de 4,5% em doze meses.

53. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$132 bilhões no período de doze meses

encerrado em setembro. A queda de 21,7% em relação a igual período de 2010 refletiu, basicamente, a retração de 48,5% dos recursos destinados à indústria de transformação, enquanto o setor agropecuário registrou elevação de 11,1%. Os desembolsos do BNDES decresceram 28,4% no acumulado do ano até setembro, em relação a igual período de 2010, em decorrência, principalmente, da diminuição de 58,9% nos recursos direcionados à indústria de transformação. Nesse período, 41% desses recursos foram destinados ao setor de infraestrutura, seguindo-se as parcelas alocadas à indústria, 31%; ao comércio e serviços, 20%; e à agropecuária, 8%.

54. A produção física da indústria geral apresentou contração mensal de 2% em setembro, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, resultado do recuo de 2% na indústria de transformação e do aumento de 0,3% na indústria extrativa. Por categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis decresceu 9% no mês, seguindo-se as variações na produção de bens de capital, -5,5%; e de bens de consumo semi e não duráveis, -1,3%; enquanto a de bens intermediários permaneceu estável. Das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa, nove apresentaram crescimento no mês. A produção da indústria recuou 0,8% no trimestre encerrado em setembro em relação ao terminado em junho, quando havia variado -0,6%, refletindo retração de 1% na indústria de transformação, enquanto a atividade extrativa registrou expansão de 0,2%, na mesma base de comparação. A evolução trimestral na indústria de transformação refletiu, em parte, o impacto dos recuos nas atividades da indústria farmacêutica, 15,9%; de vestuário, 8,5%; de produtos de metal, 6,7%; e de material eletrônico e equipamentos de computação, 5,1%; neutralizado, parcialmente, pelos aumentos dos segmentos fumo, 21,2%; edição, impressão e reprodução, 10,7%; e bebidas, 6,2%. Considerados os dados observados, a produção física da indústria registrou retração de 1,6% no mês ante igual mês do ano anterior e aumento de 1,1% e de 1,6% nos acumulados do ano e de doze meses, respectivamente.

55. O Nuci da indústria de transformação atingiu 83,5% em outubro, recuando 0,1 p.p. em relação a

setembro, segundo dados dessazonalizados pela FGV, registrando-se contrações nos segmentos de bens de consumo, 0,5 p.p.; de bens de capital, 0,4 p.p.; estabilidade no indicador relativo à indústria de bens intermediários; e elevação no referente a material de construção, 1,3 p.p. Considerada a série observada, o Nuci recuou 1,7 p.p. em relação a outubro de 2010, resultado de decréscimos nos indicadores das indústrias de bens de consumo, 3,9 p.p.; de bens intermediários, 1,4 p.p.; e de material de construção, 0,7 p.p.; em oposição à elevação de 0,1 p.p. em bens de capital.

56. A produção de autoveículos atingiu 265,6 mil unidades em outubro, representando recuo de 1,1% em relação a setembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. A produção do setor variou -9,5% em relação a outubro de 2010 e 1,9% no acumulado do ano.

57. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais registrou variações de -14,1% em relação a outubro de 2010 e de -0,5% no acumulado do ano. Considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, ocorreram decréscimos de 1,8% no mês e de 5,7% no trimestre. As exportações de autoveículos montados somaram 52,2 mil unidades em outubro, representando elevação de 2,2% em relação a igual mês de 2010 e de 4,2% no acumulado do ano. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, essas exportações cresceram 3,8% no mês e 6,8% em relação ao trimestre finalizado em outubro.

58. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, referente a outubro, a safra de grãos do país deverá totalizar 159,7 milhões de toneladas em 2011, elevando-se 6,8% em relação à do ano anterior e 0,2 p.p. superior à projeção de setembro. Estão projetadas elevações respectivas de 19%, de 11,7%, de 9,2% e de 0,6% para as safras de arroz, feijão, soja, e milho, e recuo de 14,1% para a colheita de trigo. Ainda segundo o instituto, que elaborou o primeiro prognóstico para a safra de 2012, estima-se que a produção de grãos atingirá 157,5 milhões de toneladas, 1,4% inferior à projetada para 2011, com recuo de 8,8%, de 4,4%, de 3,1% e de 2,9% nas culturas de arroz, feijão, trigo

e soja, respectivamente, e elevação de 3,2% na relativa ao milho.

Expectativas e sondagens

59. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, apresentou alta de 3,3% em novembro, em relação a outubro, para 119 pontos, dada a elevação de 5,2% no Índice da Situação Atual (ISA), e o Índice de Expectativas (IE) cresceu 2%. Em relação a novembro de 2010, houve queda de 4,1% no ICC, resultado de contração de 4,9% e de 3,6% no ISA e no IE, nessa ordem.

60. O Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS), calculado pela FGV, apresentou retração de 0,4% em outubro, em relação a setembro, atingindo 129,7 pontos, como consequência do recuo de 1,5% no IE; enquanto o ISA apresentou elevação de 0,9%, de acordo com dados dessazonalizados. O ICS apresentou queda de 1,9% em relação a outubro de 2010, resultado de contração de 5,8% no ISA e de aumento de 1,7% no IE.

61. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 127,4 pontos em outubro, representando queda de 8,1% relativamente a igual mês do ano anterior. O resultado refletiu retração de 9,1% no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 7,4% no Índice de Expectativas (IE-COM). No trimestre finalizado em outubro, o ICOM registrou contração de 3,3%, comparativamente ao mesmo período de 2010, influenciado pelas variações negativas de 4,5% no ISA-COM e de 2,5% no IE-COM.

62. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, apresentou estabilidade em novembro, em relação a outubro, situando-se em 100,7 pontos, em ambiente de recuo de 1,5% no ISA e de elevação de igual magnitude no IE. Em relação a novembro de 2010, o ICI variou -11,4%, resultado de retrações de 12,9% no ISA e de 9,7% no IE.

Mercado de trabalho

63. Segundo dados divulgados no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 126,1 mil empregos formais em outubro, com aumento de 0,2% no estoque de empregados formais em relação a setembro, dos quais 77,2 mil no setor de serviços, 60,9 mil no comércio, 10,3 mil na construção civil, 5,2 mil na indústria de transformação; enquanto na agropecuária ocorreu fechamento de 29,9 mil vagas. No ano, foram geradas 1,9 milhão de vagas, ante 2,4 milhões em igual período de 2010.

64. De acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desemprego aberto atingiu 5,8% em outubro, menor taxa para o mês, recuando 0,2 p.p. em relação a setembro e 0,3 p.p. comparativamente a igual período do ano anterior. O resultado mensal decorreu de aumento de 0,1% na ocupação e de retração de 0,1% na População Economicamente Ativa (PEA). Considerando dados dessazonalizados, o desemprego atingiu 6% em outubro, ante 6,1% no mês anterior. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou estabilidade em relação ao mês anterior, queda de 0,3% comparativamente a outubro de 2010 e crescimento de 2,9% no ano. A massa salarial real, definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal, apresentou variações de 0,1% no mês, de 1,2% na comparação com mesmo mês do ano anterior e de 5,1% no acumulado do ano.

Crédito e inadimplência

65. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.946 bilhão em outubro, correspondendo a 48,5% do PIB, com elevação de 0,8% no mês, de 14,1% no ano e de 18,4% em doze meses. A carteira de recursos livres registrou aumento de 0,8%, de 12,6% e de 16,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, refletindo acréscimo de 1,1%, de 12,4% e de 17,3% no saldo das operações com pessoas físicas, respectivamente, e de 0,5%, de 12,8% e de 15,6% no relativo a operações com pessoas jurídicas, nessa mesma

ordem. Os financiamentos com recursos direcionados cresceram 0,7% no mês, 16,9% no ano e 22% em doze meses, com ênfase no aumento de 2,7%, de 34,8% e de 44,6% nos financiamentos habitacionais, nas mesmas bases de comparação.

66. A taxa média anual de juros incidente sobre as operações de crédito referencial aumentou 0,5 p.p. em outubro, para 39,5%. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas recuou 0,2 p.p. em relação a setembro, atingindo 29,8%, enquanto o custo médio do segmento de pessoas físicas aumentou 1,3 p.p., para 47%.

67. O prazo médio das operações de crédito referencial subiu para 491 dias em outubro, representando aumento de um dia em relação ao mês anterior. O prazo relativo ao segmento de pessoas jurídicas apresentou queda de dois dias, e o de pessoas físicas aumentou três dias, atingindo 399 dias e 590 dias, nessa ordem.

68. A taxa de inadimplência nas operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, cresceu 0,2 p.p., atingindo 5,5% em outubro. As taxas relativas às operações com pessoas jurídicas e físicas aumentaram 0,2 p.p. e 0,1 p.p., respectivamente, alcançando 4% e 7,1%. O percentual de atrasos de quinze a noventa dias aumentou 0,5 p.p. nas operações com pessoas físicas e 0,2 p.p. nas operações com pessoas jurídicas, situando-se em 6,9% e 2,2%, respectivamente.

Ambiente externo

69. No terceiro trimestre, a atividade econômica acelerou-se nos Estados Unidos da América (EUA) e Japão, mas desacelerou-se na Zona do Euro e na China. Nos EUA, o crescimento de 2%, anualizado, no terceiro trimestre, foi estimulado pelo consumo das famílias, esse também influenciado pela redução na taxa de poupança. No entanto, nos mercados imobiliário e de trabalho, as condições de crédito e a confiança do consumidor permanecem deprimidos. Adicionalmente, a necessidade de consolidação fiscal e a volatilidade nos mercados financeiros seguem como vetores de baixa para o crescimento econômico do país. No Japão, parte do crescimento refletiu a reversão dos efeitos decorrentes dos desastres naturais de março. Na Zona do Euro, onde

o agravamento da crise da dívida soberana se propaga em direção aos maiores países da região, a atividade econômica desacelerou para 0,6% no terceiro trimestre. Os indicadores de confiança da região estão em patamares reduzidos, e o índice preliminar de gerentes de compra (PMI) composto para a região atingiu 47,2 em novembro, sugerindo, pelo terceiro mês consecutivo, contração na atividade do setor privado. A China, embora em desaceleração, segue com a atividade econômica em ritmo significativo. O crescimento interanual do PIB reduziu-se a 9,1% no terceiro trimestre ante 9,5% no trimestre anterior. As vendas no varejo e a produção industrial registraram, em outubro, crescimento real mensal de 1,3% e de 0,9%, respectivamente, e de 11,3% e de 13,2% na comparação interanual.

70. As dificuldades de coordenação política e a indefinição de mecanismos consistentes de resgate para os países da Zona do Euro favoreceram a intensificação do movimento de aversão ao risco nos mercados financeiros a partir do final de outubro, levando ao aumento do custo de financiamento da dívida dos países da região. Nesse cenário de fuga para qualidade, o dólar apreciou ante o euro; houve redução dos rendimentos dos papéis de 10 anos dos EUA, e os prêmios de risco medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS) soberanos de Grécia, Itália, Espanha e França alcançaram máximas históricas. Nos mercados acionários, as bolsas retomaram trajetória de recuo, e o *Chicago Board Options Exchange Volatility* (VIX), que mede a volatilidade implícita do índice S&P 500, permaneceu sinalizando forte percepção de risco.

71. Os preços internacionais das *commodities* seguiram apresentando forte volatilidade desde a última reunião do Copom, porém com tendência de queda, refletindo, principalmente, novo aumento da aversão ao risco, fruto do agravamento da crise fiscal na Europa. Em relação às *commodities* agropecuárias, resultados satisfatórios da colheita em importantes regiões produtoras do Hemisfério Norte e perspectivas favoráveis para a safra de grãos na América do Sul também contribuíram para o recuo dos preços.

72. O cenário inflacionário internacional apresentou-se mais benigno desde a última reunião

do Copom, sobretudo nas maiores economias desenvolvidas e na China. Os índices de preços ao consumidor (IPC) assinalaram, em outubro, recuo em suas variações anuais nos EUA, no Reino Unido e no Japão, para 3,5%, 5% e -0,2%, respectivamente, ante 3,9%, 5,2% e 0% em setembro, enquanto se mantiveram em 3% na Zona do Euro. Entre as economias emergentes, a variação anual do IPC apresenta tendência de queda na China, Coreia, Indonésia e Rússia, mas manteve tendência altista na África do Sul, Hungria, Turquia e Índia. Nas últimas reuniões de seus comitês de política monetária, os bancos centrais dos EUA, do Japão e da Inglaterra mantiveram suas respectivas taxas básicas de juros. Por outro lado, na Zona do Euro, a taxa de refinanciamento foi reduzida em 0,25 p.b., para 1,25%, em 3 de novembro. Além do Banco Central Europeu (BCE), o Banco da Reserva da Austrália e o Banco da Indonésia reduziram, em novembro, as taxas oficiais em 25 p.b., para 4,5%, e em 50 p.b., para 6,0%, na ordem. Em contraposição, o Banco da Reserva da Índia, preocupado com a escalada da inflação para 9,8% em setembro, elevou a taxa *repo* em 25 p.b., para 8,5%, em outubro.

Comércio exterior e reservas internacionais

73. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2,4 bilhões em outubro, resultado de exportações de US\$22,1 bilhões e importações de US\$19,8 bilhões. O saldo acumulado no ano atingiu US\$25,4 bilhões, 74% superior ao registrado em igual período de 2010, pelo critério de média diária, refletindo aumentos de 29,3% nas exportações e de 24,9% nas importações. A corrente de comércio cresceu 27,2% no acumulado do ano, somando US\$398,9 bilhões, ante US\$312,1 bilhões em igual período de 2010.

74. As reservas internacionais somaram US\$352,9 bilhões em outubro, com elevação de US\$3,2 bilhões em relação a setembro, vinculada, sobretudo, a operações externas que aumentaram o estoque em US\$2,8 bilhões. Na comparação com dezembro de 2010, as reservas aumentaram US\$64,3 bilhões. Em outubro, não houve operações do Banco Central no mercado doméstico de câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

75. Desde a reunião do Copom de outubro, a curva de juros doméstica apresentou queda em toda a sua extensão. Esse movimento foi induzido, principalmente, pela substancial piora do cenário externo, decorrente do agravamento da crise de dívidas soberanas de países da Zona do Euro e de potenciais consequências para a economia mundial. No âmbito doméstico, a divulgação de dados que sinalizam desaceleração da atividade econômica e crescimento menos intenso do emprego formal, a melhora do cenário prospectivo para a inflação e a expectativa de prolongamento do ciclo de afrouxamento monetário também contribuíram para a queda das taxas de juros. Entre 17 de outubro e 28 de novembro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses recuaram 0,52 p.p., 0,47 p.p. e 0,69 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos cederam 0,87 p.p., 0,91 p.p. e 0,87 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 4,65%, em 17 de outubro, para 3,89%, em 28 de novembro, acompanhando, principalmente, a queda das taxas nominais.

76. Em 28 de outubro, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial tradicional destinado à rolagem dos contratos de vencimento em 1º de novembro. Essa operação totalizou o equivalente a US\$800 milhões em valor nominal.

77. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, de 18 de outubro a 28 de novembro, operações compromissadas com prazo de seis meses,

tomando recursos no valor total de R\$38,5 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou para R\$173,0 bilhões. No mesmo período, realizou operações compromissadas com prazos entre doze e 28 dias úteis, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$166,7 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, em 27 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. As operações de curtíssimo prazo tiveram saldo diário médio tomador de R\$28,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central diminuiu de R\$392,9 bilhões, entre 30 de agosto e 17 de outubro, para R\$368,0 bilhões, entre 18 de outubro e 28 de novembro. Considerando-se o período mais recente, o estoque dos compromissos de recompra recuou de R\$398,7 bilhões, em 17 de outubro, para R\$348,9 bilhões, em 28 de novembro. Os principais fatores que contribuíram para a retração da liquidez no período foram as receitas líquidas da União e a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional.

78. Entre 18 de outubro e 28 de novembro, as emissões de títulos decorrentes dos leilões tradicionais do Tesouro Nacional somaram R\$38,8 bilhões. A venda de títulos com remuneração prefixada alcançou R\$30,9 bilhões, sendo R\$29,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em 2012, 2014 e 2015, e R\$1,2 bilhão em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimento em 2017 e 2021. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$0,8 bilhão, 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, 2018, 2022, 2030, 2040 e 2050, em montante total de R\$7,1 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 Corrêas 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 Corrêa 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

Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
ACT	Acordos Coletivos de Trabalho
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
BNS	Banco Nacional da Suíça
BoC	Banco do Canada
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CDS	<i>Credit default swap</i>
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	Commodity Research Bureau
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
Dieese	Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócioeconômicos
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
EFSF	<i>European Financial Stability Facility</i>
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fecomércio-RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial

FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
GSCI	<i>Goldman Sachs Commodity Index</i>
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/ Índice da Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
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
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCA-15	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – 15
IPCA-E	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – Especial
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IR	Imposto de Renda
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto de Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MEI	Microempreendedor Individual
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OIS	<i>Overnight Index Swap</i>
ONU	Organização das Nações Unidas
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa

PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIT	Sondagem da Indústria de Transformação
SNIPC	Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>