

Relatório de Inflação

Dezembro 2013

Volume 15 | Número 4



Relatório de Inflação

Dezembro 2013
Volume 15 | Número 4



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 15	nº 1	dez.	2013	p. 1-135
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

Relatório de Inflação

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

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir.

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br)
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br)
- **Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)**
(E-mail: gerin@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 15, nº 4.

Controle Geral de Publicações

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

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central	14
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	15
1.5 Investimentos	18
1.6 Conclusão	19
Preços	25
2.1 Índices gerais	25
2.2 Índices de preços ao consumidor	26
2.3 Preços monitorados	26
2.4 Núcleos	26
2.5 Expectativas de mercado	27
2.6 Conclusão	28
Políticas creditícia, monetária e fiscal	33
3.1 Crédito	33
Taxas de juros e inadimplência	34
3.2 Agregados monetários	35
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	36
Mercado de capitais	36
3.3 Política fiscal	40
Necessidades de financiamento do setor público	41
Operações do Banco Central no mercado aberto	43
Dívida mobiliária federal	43
Dívida líquida do setor público	44
3.4 Conclusão	44
Economia internacional	49
4.1 Atividade econômica	49
4.2 Política monetária e inflação	51
4.3 Mercados financeiros internacionais	52
4.4 <i>Commodities</i>	54
4.5 Conclusão	55

Setor externo	57
5.1 Movimento de câmbio	57
5.2 Comércio de bens	58
5.3 Serviços e renda	59
5.4 Conta financeira	60
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	65
5.6 Conclusão	66
 Perspectivas para a inflação	 71
6.1 Determinantes da inflação	72
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	78
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	85
 Boxes	
Projeção para o PIB dos próximos Quatro Trimestres e Revisão de 2013	16
Evolução do Seguro-desemprego no Brasil: uma simulação de Cadeia de Markov	20
Segmentação da Inflação de Serviços	29
Evolução dos Novos Instrumentos de Captação de Recursos no Âmbito do Sistema Financeiro Nacional	37
Projeções da DLSP e a DBGG	46
Investimento Direto: concentração e comparação internacional	61
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014	67
Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança	89
Impacto de Megaeventos Esportivos na Inflação ao Consumidor	93
 Anexo	 99
 Apêndice	 129

Apresentação

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

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

Sumário executivo

Desde o último Relatório, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, como os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos e da forte inclinação da curva de juros de importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, o Copom avalia que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir à publicação de novos indicadores e/ou a sinalizações feitas por autoridades que apontem para o início (ou sua iminência) do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Em resumo, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Ainda sobre o âmbito externo, em linhas gerais, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada no curto prazo. De fato, evidências ainda apontam taxas de crescimento para este ano, em economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial. No horizonte relevante para a política monetária, entretanto, as perspectivas apontam intensificação do ritmo da atividade global. Cabe notar, além disso, que, nos mercados internacionais, os preços de *commodities* têm mostrado certa acomodação e tem se observado maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos.

O cenário de maior crescimento global, em particular de importantes parceiros comerciais do Brasil, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de tornar a dinâmica da demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

No âmbito doméstico, após forte crescimento observado no segundo trimestre deste ano, a atividade recuou no terceiro. Nesse contexto, não obstante o crescimento do consumo e o recuo do investimento, na margem, a variação acumulada em doze meses continua apoiando a visão de que estaria em curso mudança na composição da demanda agregada. Nesse sentido, o consumo tenderia a continuar em crescimento, porém, em ritmo mais moderado; e, em contrapartida, os

investimentos e as exportações líquidas ganhariam impulso. Cabe notar, ainda, que o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade relativamente estável no próximo ano, em comparação a 2013, bem como que progressos adicionais em termos de ganhos esperados dependem do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

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

A moderação no crescimento do crédito no trimestre encerrado em novembro seguiu a tendência observada desde o início do ano, abrangendo tanto as operações com recursos livres quanto direcionadas. No segmento de pessoas físicas, predominaram as modalidades “créditos imobiliários” e “créditos consignados”, caracterizadas por taxas de juros e de inadimplência mais reduzidas. O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, em particular, no caso do segmento de pessoas físicas, em ritmo condizente com o do crescimento da renda disponível das famílias.

A evolução menos favorável do que se antecipava das contas públicas nos dez primeiros meses de 2013 refletiu, em parte, efeitos de desonerações recentemente concedidas. Por outro lado, cabe notar que, em cenário de continuidade do ritmo de expansão da atividade econômica, a arrecadação tende a ganhar impulso.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$82,2 bilhões em outubro (US\$52,2 bilhões no período correspondente de 2012), com reversão do resultado da balança comercial, de positivo para negativo, e elevação de despesas líquidas com serviços, em especial nas contas de viagens e transportes. Em contrapartida, os ingressos líquidos de recursos externos sob a forma de investimentos diretos, títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizaram US\$84,5 bilhões em doze meses até outubro (US\$73,7 bilhões em igual período de 2012).

As projeções para o Balanço de Pagamentos apontam, para 2014, estabilidade do resultado em transações correntes, com desaceleração do *deficit* em serviços e ganhos na balança comercial. As projeções também indicam que

o *deficit* esperado na conta corrente para o próximo ano tende a ser financiado, essencialmente, com ingresso de investimentos estrangeiros diretos. Os programas de concessão de infraestrutura e de exploração de petróleo fortalecem as perspectivas de que, no médio prazo, os fluxos de investimento direto continuem tendo participação significativa no financiamento da conta corrente.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses alcançou 5,77% em novembro, 0,24 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até novembro de 2012. O aumento da inflação se deveu à aceleração dos preços livres, que variaram 7,31% em doze meses até novembro (1,08 p.p. acima da variação registrada até novembro de 2012), a despeito de alguma moderação na margem. No mesmo período, os preços administrados por contrato e monitorados apresentaram a menor taxa de variação (0,95%) da série histórica iniciada em 1994, 2,55 p.p. abaixo da registrada em novembro de 2012. Importa destacar certo arrefecimento dos preços do grupo de alimentos e bebidas, que variaram 8,63% em doze meses (1,45 p.p. abaixo da variação até novembro de 2012 e 5,37 p.p. inferior à observada até abril de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços atingiu 8,55% em doze meses até novembro (8,24% até novembro de 2012), permanecendo em patamar superior ao da variação dos preços livres.

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 6 de dezembro de 2013 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,35/US\$ e meta para a taxa Selic em 10,00% ao ano (a.a.), projeta inflação de 5,8% em 2013, 5,6% em 2014 e 5,4% em 2015.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 5,8% em 2013, 5,6% em 2014 e 5,3% em 2015.

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

O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de

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

Dessa forma, o Comitê destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, o Copom pondera que a transmissão dos efeitos das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB recuou, na margem, 0,5% no terceiro trimestre de 2013 (expansão de 1,8% no segundo trimestre), considerados dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Destacaram-se, no âmbito da oferta, a retração de 3,5% no setor agropecuário, e na ótica da demanda, o recuo de 2,2% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado aumentaram 1,2% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando haviam crescido 0,5% no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Houve aumentos nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, especialmente, de equipamentos e materiais para escritório e comunicação, 10,4%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,8%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 3,4%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças recuaram 1,7% no trimestre encerrado em outubro.

As vendas do comércio varejista¹, aumentaram 2,8% e 1,6% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais no Nordeste, 3,6%; Sul, 3,4%; e Sudeste, 3,2%.

As vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 29% na PMC, cresceram 0,6% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, quando haviam aumentado 3%, nesse tipo de análise, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), decresceram 5,7% no trimestre encerrado em novembro,

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

2011 = 100



2011 = 100



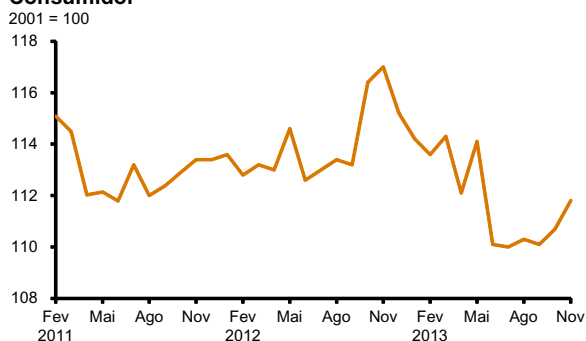
2011 = 100



o índice de satisfação do consumidor: (100 - 10) = 90%



Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

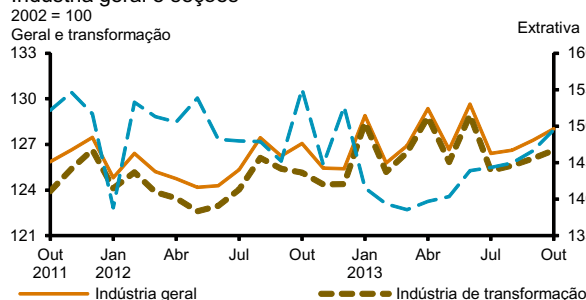
Discriminação	2013			
	Jul	Ago	Set	Out
Indústria geral	0,2	-0,1	-1,4	-0,2
Por seção				
Indústria extrativa	2,6	3,5	2,8	2,9
Indústria de transformação	-0,1	-0,3	-1,7	-0,5
Por categoria de uso				
Bens de capital	1,8	2,9	1,3	4,1
Bens intermediários	-0,7	-0,8	-0,6	0,3
Bens de consumo	1,4	1,1	-1,6	-1,5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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

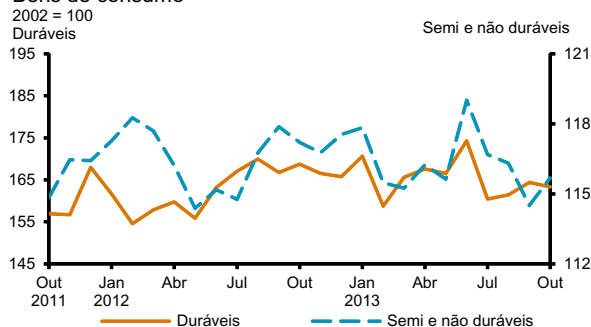


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria recuou, na margem, 0,2% no trimestre finalizado em outubro (aumento de 0,2% no trimestre encerrado em julho), de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa cresceu 2,9% e a da indústria de transformação diminuiu 0,5%, com reduções nos segmentos indústrias farmacêutica, 11,1%; bebidas, 5%; edição, impressão e reprodução, 3,8%; e crescimentos nas atividades diversos, 10,5%; madeira, 5,2%; e fumo, 4,5%.

Entre as categorias de uso, houve aumentos trimestrais nas produções de bens de capital (4,1%) e de bens intermediários (0,3%), e recuos nas de bens de consumo não duráveis (1,4%) e de duráveis (2,4%).

O pessoal ocupado na indústria recuou 1% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real diminuiu 1,8%.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84,2% no trimestre finalizado em novembro (reco de 0,1 p.p. em relação ao trimestre encerrado em agosto), dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Ocorreram aumentos de 2 p.p. na indústria de bens de consumo não duráveis e de 0,9 p.p. na de bens de capital, e decréscimos respectivos de 1,2 p.p. e 0,9 p.p. nas indústrias de bens intermediários e de bens de consumo duráveis.

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu 107 pontos no trimestre encerrado em novembro³ (aumento trimestral de 2,08 pontos), dados com ajuste sazonal, reflexo de aumentos nas indústrias de bens de capital, 9,9 pontos; bens de consumo duráveis, 5,2 pontos; bens de consumo não duráveis, 2,8 pontos; e bens intermediários, 2 pontos.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI), após quatro recuos mensais em sequência, aumentou 1,2 ponto em novembro, para 99 pontos, dados dessazonalizados da FGV. O ICI médio do trimestre encerrado em novembro atingiu 98,3 pontos, com o recuo de 2,5 pontos em relação à média do trimestre finalizado em agosto refletindo reduções nas indústrias de

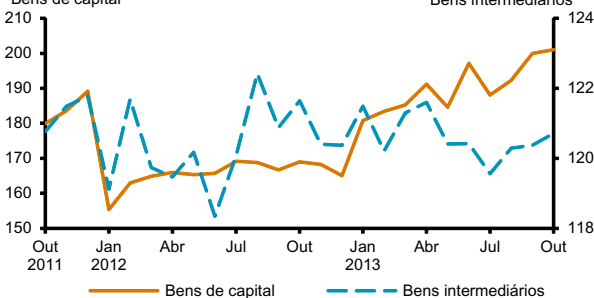
3/ Valores acima de 100 pontos indicam estoques acima do planejado.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2002 = 100

Bens de capital



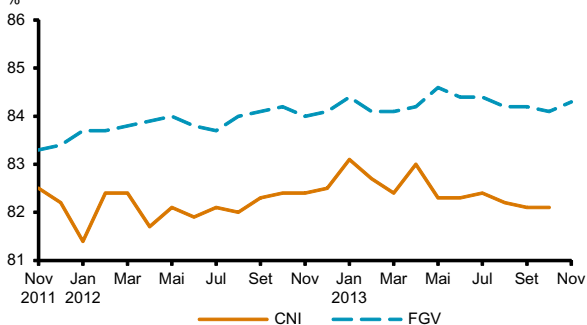
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação

%



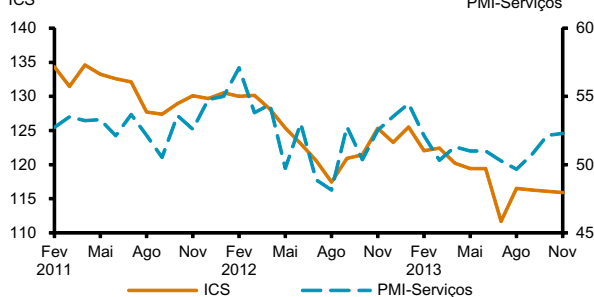
Fontes: CNI e FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados

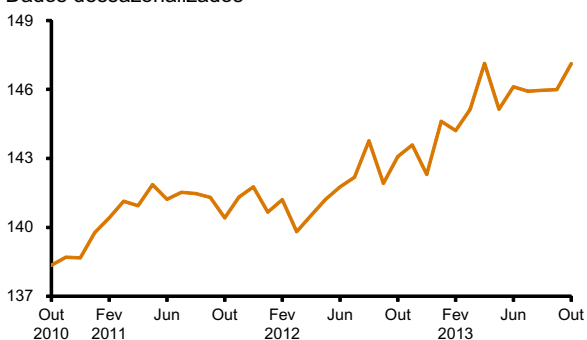
ICS



Fontes: FGV e Markit

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados



bens de capital, 11,3 pontos; bens de consumo duráveis, 11 pontos; e bens intermediários, 1,2 ponto, e estabilidade no indicador do segmento de bens de consumo não duráveis.

O Índice Gerente de Compras (PMI) da indústria atingiu 49,7 pontos em novembro, considerada a série dessazonalizada pela Markit, sinalizando menor dinamismo da atividade industrial.

Serviços

A receita nominal do setor de serviços cresceu 9,6% em setembro, em relação a igual mês de 2012 (6% em agosto e 9,1% em julho), segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), que passou a ser divulgada pelo IBGE a partir de agosto de 2013. Destacaram-se os aumentos nos segmentos transportes e serviços auxiliares aos transportes e correios, 12,1%; serviços prestados a famílias, 9,5%; e serviços profissionais, administrativos e complementares, 9%. A receita nominal aumentou 8,4% nos nove primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2012, com destaque para os segmentos transportes e serviços auxiliares aos transportes e correios, 10,9%; serviços prestados a famílias, 10%; e serviços profissionais administrativos e complementares, 8,2%.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 115,9 pontos em novembro (116,1 pontos em outubro), de acordo com dados dessazonalizados da FGV. A retração mensal de 0,2% resultou de elevação de 1,2% no ISA-S e recuo de 1,3% no IE-S. O ICS encontra-se, atualmente, em patamar 8,3 pontos abaixo da média histórica.

O PMI-Serviços relacionado ao quesito atividade de negócios atingiu 52,3 pontos em novembro (52,1 pontos em outubro), permanecendo na área de expansão.

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) cresceu 0,4% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando se elevava 0,2%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador variou 2,7% em outubro, 3,3% em setembro e 1,3% em agosto.

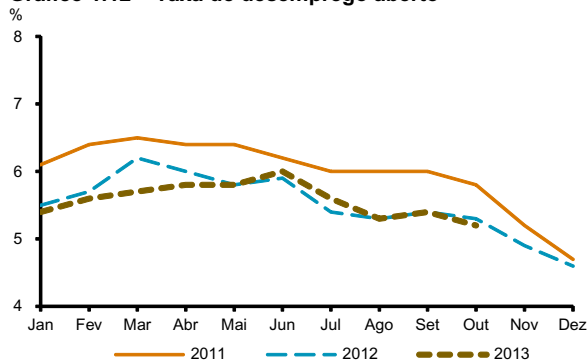
1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (Pesquisa Mensal de Emprego – PME) do IBGE, situou-se em 5,3% no trimestre encerrado em outubro (mesmo patamar observado em igual período de 2012). Considerados dados com ajuste sazonal, a taxa de desemprego atingiu 5,3% nesse trimestre, ante 5,6% nos três meses encerrados em julho, resultado decorrente de queda de 0,2% na população economicamente ativa e de estabilidade da população ocupada.

Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), a economia do país gerou, liquidamente, 433,6 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em outubro (318,3 mil em igual período de 2012), dos quais 167,0 mil no setor de serviços, 156,1 mil no comércio e 108,1 mil na indústria de transformação.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 1,8% no trimestre encerrado em outubro de 2013, em relação a igual trimestre do ano anterior (1,2% no trimestre encerrado em julho), segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais nos segmentos serviços domésticos, 6,4%; construção, 4,4%; e indústria, 3,2%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 2,1% no trimestre.

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)			
	2012	2013	3º trim	Out
Total	868,2	380,2	94,9	1 132,6
Indústria de transformação	33,2	81,8	33,5	282,2
Comércio	270,4	105,5	52,2	107,9
Serviços	501,5	146,1	32,1	476,7
Construção civil	70,9	45,8	-2,2	145,6
Agropecuária	-24,6	-4,1	-22,7	76,0
Serviços ind. de util. pública	8,3	-0,8	1,2	7,1
Outros ^{1/}	8,4	5,9	0,8	37,1

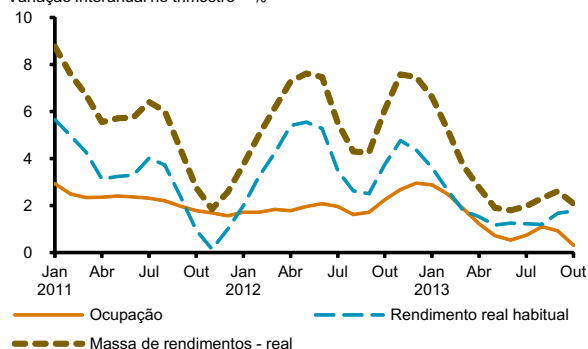
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a outubro.

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 2,2% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2012, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão de 2,4% no ano. O PIB recuou 0,5% na margem, de acordo com dados dessazonalizados.

A evolução interanual refletiu, sob a ótica da oferta, a retração de 1,0% da agropecuária, decorrente, em especial, do desempenho desfavorável das culturas de café, laranja e mandioca. O setor de serviços expandiu 2,2% no período, com ênfase no desempenho das atividades transporte, armazenagem e correio, 5,0%, serviços de informação, 4,6% e intermediação financeira, 2,6%; e a atividade industrial cresceu 1,9%, reflexo de variações na indústria extrativa mineral, 0,7%; na indústria de transformação,

Projeção para o PIB dos próximos Quatro Trimestres e Revisão de 2013

Revisão da projeção para 2013

A projeção do Produto Interno Bruto (PIB) para 2013 – incorporando a revisão das Contas Nacionais Trimestrais (CNT), os resultados do terceiro trimestre deste ano, divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e estatísticas disponíveis sobre o trimestre em curso – indica expansão anual de 2,3% (2,5% no Relatório anterior).

A estimativa aponta crescimento de 7,3% da produção agropecuária (estimativa anterior de 10,5%), reflexo da revisão do crescimento do setor no primeiro e segundo trimestres, e do desempenho inferior ao esperado no terceiro. O aumento anual da produção da indústria está estimado em 1,3% (1,1% no último Relatório de Inflação), com variações de -2,4%, 1,6% e 2,4%, respectivamente, nos segmentos extrativo; de transformação; e de construção civil (-2,8%, 1,5% e 1,9% na estimativa anterior). O crescimento do setor de serviços está projetado em 2% (2,3% no Relatório anterior).

No âmbito da demanda agregada, a projeção para o consumo das famílias foi revisada de 1,9% para 2,3%, em linha com o crescimento acima do projetado no terceiro trimestre. A projeção para o consumo do governo passou de 1,8% para 2,1% e a relativa à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de 6,5% para 6,8%.

No âmbito do componente externo da demanda agregada, as variações anuais das exportações e das importações foram revisadas de 1,7% para 2,4%, e de 8,4% para 8,9%, respectivamente.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2013 é estimada em 3,3 p.p. e a do setor externo, em -1,0 p.p.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em setembro de 2014 é estimado em 2,3%, ante 2,3% observados no mesmo tipo de comparação, no terceiro trimestre de 2013.

De acordo com a projeção, a produção agropecuária deverá aumentar 2,6% (comparativamente a 5,1% no período de quatro trimestres finalizado em setembro de 2013).

O crescimento da indústria está estimado em 1,5% (0,9% em quatro trimestres até setembro de 2013), resultado de variações de 2,6% na construção civil, 4% na indústria extrativa mineral, e -0,2% na indústria de transformação.

Projeta-se expansão de 2,2% para o setor terciário no período de quatro trimestres encerrado em setembro de 2014 (2,3%, no mesmo tipo de comparação, no terceiro trimestre de 2013). Destacam-se os aumentos projetados para as atividades serviços de informação, 3,8%; comércio, 3%; e transporte, 2,9%.

Projetam-se crescimentos de 2% para o consumo das famílias; 2,9% para o consumo do governo; e 3,7% para a FBCF (2,8%, 2,5% e 3,7%, respectivamente, em quatro trimestres até setembro de 2013). Exportações e importações de bens e serviços, segundo as estimativas, devem registrar elevações respectivas de 5,2% e 3,1%, no período. As estimativas para as contribuições das demandas interna e externa para o crescimento do PIB no período de quatro trimestres encerrado em setembro de 2014 se posicionam em 2,1 p.p. e 0,2 p.p., respectivamente.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	2012		2013		
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	4,0	-7,0	13,2	11,6	-1,0
Indústria	-0,7	0,0	-1,2	2,7	1,9
Extrativa mineral	-2,8	-1,9	-7,2	-4,1	0,7
Transformação	-1,3	-0,6	-0,2	4,5	1,9
Construção civil	1,2	-0,2	-1,3	4,0	2,4
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	2,1	4,1	2,6	2,1	3,7
Serviços	1,4	2,8	1,7	2,4	2,2
Comércio	1,4	0,9	1,4	3,4	2,4
Transporte, armazenagem e correio	0,4	4,9	1,1	3,4	5,0
Serviços de informação	3,6	5,7	3,3	5,3	4,6
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	-2,8	2,3	1,2	1,8	2,6
Outros serviços	2,0	4,9	1,4	1,7	0,2
Atividades imobiliárias e aluguel	2,3	2,5	2,4	3,1	2,1
Administração, saúde e educação públicas	2,1	1,8	2,1	1,5	2,5
Valor adic. a preços básicos	0,9	1,6	1,6	3,1	1,9
Impostos sobre produtos	1,2	3,0	2,5	4,2	3,5
PIB a preços de mercado	0,9	1,8	1,8	3,3	2,2
Consumo das famílias	3,6	4,2	2,3	2,6	2,3
Consumo do governo	3,4	4,4	2,4	0,8	2,3
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-5,6	-4,2	3,2	9,1	7,3
Exportação	-3,2	2,1	-5,7	6,3	3,1
Importação	-6,4	0,5	7,5	7,7	13,7

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

1,9%; na construção, 2,4%; e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 3,7%.

A análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 3,7 p.p. no terceiro trimestre de 2013 (3,6 p.p. no segundo) e a do setor externo -1,5 p.p. e -0,3 p.p., respectivamente (as exportações aumentaram 3,1% e as importações, 13,7%, no terceiro trimestre do ano).

A análise na margem evidencia, sob a ótica da produção, variações trimestrais de -3,5% na agropecuária, 0,1% na indústria e de 0,1% no setor de serviços. No âmbito da do componente doméstico da demanda, ocorreram variações de 1,0% nos consumos das famílias, 1,2% no consumo do governo e de -2,2% na FBCF. No âmbito do setor externo, exportações e importações diminuíram 1,4% e 0,1% respectivamente.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 7,3% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2012, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, após três elevações em sequência, a FBCF recuou 2,2% em relação ao segundo trimestre, dados dessazonalizados.

A expansão interanual da FBCF decorreu de aumentos de 13,7% na absorção de bens de capital (variações de 15,6% na produção, 1,5% nas importações e de -12,9% nas exportações) e de 2,5% na produção de insumos da construção civil.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R\$102,1 bilhões nos sete primeiros meses de 2013. A expansão de 50,5% em relação a igual período de 2012 refletiu os aumentos nos desembolsos para a agropecuária, 97,7%; indústria de transformação, 48,2%; comércio e serviços, 46,2%; e indústria extrativa, 11,6%.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2013			
	Jul	Ago	Set	Out
Insumos da construção civil	2,8	2,2	2,5	2,5
Bens de capital	14,2	13,9	15,6	17,6
Tipicamente industrializados	14,5	12,9	12,7	15,3
Agrícolas	26,5	27,7	31,5	25,5
Peças agrícolas	25,1	25,5	19,8	21,3
Construção	12,6	26,1	43,8	60,1
Energia elétrica	-7,1	-5,5	0,3	3,6
Equipamentos de transporte	20,1	16,2	15,1	16,2
Misto	4,7	4,7	6,9	7,3

Fonte: IBGE

1.6 Conclusão

A moderação na atividade doméstica no terceiro trimestre refletiu, entre outros fatores, o menor dinamismo da atividade fabril e a interrupção da trajetória de recuperação dos investimentos. Prospectivamente, a atividade tende a retomar trajetória de expansão, favorecida, entre outros, pelas perspectivas de maior dinamismo da economia global e, no âmbito interno, por uma absorção que tende a continuar a ser positivamente influenciada pela evolução benigna do mercado de trabalho e pelos efeitos dos programas de concessão de serviços públicos.

Evolução do Seguro-desemprego no Brasil: uma simulação de Cadeia de Markov

A taxa de desemprego no Brasil, consideradas as seis regiões metropolitanas incluídas na Pesquisa Mensal do Emprego (PME), recuou de 11,5%, em 2004, para 5,5%, em 2012. Entre os dois períodos, o número de pessoas desempregadas, segundo a PME, diminuiu 45,9%; e o número de beneficiários do seguro-desemprego cresceu 66,8% em todo o país, de acordo com informações do Relatório de Gestão do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) de 2012.

Em princípio, crescimentos da formalização e da rotatividade da mão de obra são argumentos que ajudam a explicar o aumento nas concessões de seguro-desemprego, não obstante as evidências de estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho. Entretanto, é importante investigar se essa avaliação preliminar encontra suporte de uma análise quantitativa.

Tabela 1 – Matriz de transição para 2004 (%)

De	Para			
	Com carteira	Demais ocup.	Desempregado	PNEA
Com carteira	88,7	8,0	1,0	2,2
Demais ocupados	6,0	85,2	2,3	6,5
Desempregado	3,3	13,1	54,4	29,2
Inativo	0,8	4,7	4,6	89,9

Fonte: IBGE

Tabela 2 – Matriz de transição para 2012 (%)

De	Para			
	Com carteira	Demais ocup.	Desempregado	PNEA
Com carteira	90,1	6,3	0,8	2,7
Demais ocupados	7,1	85,1	1,0	6,7
Desempregado	9,2	11,1	45,5	34,3
Inativo	1,4	4,1	2,5	91,9

Fonte: IBGE

Este boxe contribui para o debate e, a partir de um modelo simples de Cadeia de Markov¹, explica o crescimento no número de beneficiários do seguro-desemprego, em ambiente de recuo das taxas de desemprego. Nesse sentido, são utilizados dados da PME para calcular a matriz de transição e para avaliar a consistência do modelo. As taxas de desemprego e o número de beneficiários do seguro-desemprego são variáveis endógenas.

O modelo baseia-se na divisão da População em Idade Ativa (PIA) em quatro categorias: (1) empregados com carteira assinada; (2) demais ocupados; (3) desempregados; e (4) População Não Economicamente Ativa (PNEA). Com base em dados da PME, estimou-se uma matriz de transição em cada uma dessas categorias para os anos de 2004 e 2012² (Tabelas 1 e 2), destacando-se, no período, os aumentos das probabilidades de

1/ De forma simplificada, a cadeia de Markov se refere a um processo estocástico em que o estado futuro depende apenas do estado atual, não dependendo das ocorrências anteriores.

2/ Foi utilizado o emparelhamento avançado proposto por RIBAS e SOARES (2008). A matriz de transição estimada para cada ano baseia-se na média dos fluxos mensais.

Tabela 3 – Participação de longo prazo
Por matriz de transição (%)

	Com carteira	Demais ocup.	Desempregado	PNEA
Matriz de 2004	21,1	30,3	6,3	42,3
Matriz de 2012	27,9	26,1	2,9	43,1

Fonte: IBGE

transição para os empregos com carteira e para as PNEA; e as reduções nas probabilidades de transição para as demais ocupações e para o desemprego.

A partir das matrizes foi calculada a participação de longo prazo³ de cada categoria na PIA, de 2004 e de 2012 (Tabela 3). As evidências sugerem aumentos, como proporção da PIA, de empregados com carteira, de 21,1% para 27,9%; e de PNEA, de 42,3% para 43,1%; bem como recuo na proporção de demais ocupações, de 30,3% para 26,1%; e de desempregados, de 6,3% para 2,9%.

A partir dos parâmetros estimados, simula-se o contingente de beneficiários do seguro-desemprego⁴. Buscou-se definir regras compatíveis com o arcabouço normativo. Como primeira aproximação, tem direito ao seguro-desemprego o indivíduo que sai do emprego com carteira para o desemprego, fazendo jus ao benefício, por até quatro meses, enquanto permanecer desempregado. Ocorre que, na mensuração da taxa de desemprego, o indivíduo sem ocupação precisa efetivamente procurar trabalho para ser considerado um desempregado. Mas, como as regras de seguro desemprego não fazem essa exigência, pode haver indivíduos incluídos na PNEA que recebam o seguro-desemprego. Além disso, dada a dificuldade em identificar beneficiários do seguro-desemprego que estejam trabalhando informalmente, também é possível que classificados como demais ocupados recebam esse benefício – o que caracterizaria irregularidade⁵.

Assim, a simulação do contingente de beneficiários é feita considerando a seguinte classificação: (i) apenas desempregados da PME; (ii) desempregados e PNEA; e (iii) desempregados, PNEA, e informais; e comparam-se os resultados com os números de beneficiários efetivamente observados (Tabela 4). É importante ressaltar que a fração de indivíduos que recebe seguro

3/ Se a matriz de transição fosse mantida constante por tempo suficientemente longo, o sistema convergiria para um ponto – que é o estado estacionário associado a essa matriz. É o que aqui se chama de participação de longo prazo.

4/ Algumas características importantes do seguro-desemprego brasileiro são: (i) necessidade de demissão sem justa causa para dar direito ao recebimento; (ii) necessidade de comprovação de pelo menos 6 meses de trabalho formal nos 36 meses antecedentes à demissão; (iii) recebimento de três a cinco parcelas de benefício, dependendo da extensão do vínculo formal nos 36 meses anteriores; (iv) direito ao benefício uma vez a cada período aquisitivo de 16 meses; (v) perda do direito ao benefício em caso de admissão em outro emprego ou recebimento de benefício de prestação continuada da Previdência Social.

5/ Nota-se, portanto, que a análise abstrai de importantes características do programa: (i) demissão por justa causa; (ii) limite de até uma concessão de benefício por período aquisitivo; (iii) número de meses mínimo de trabalho formal no período de 36 meses anteriores à dispensa; (iv) não pagamento do benefício em caso de transição para aposentadoria, no subgrupo que incluem a PNEA; (v) número variável de parcelas – a análise supõe recebimento de quatro parcelas.

desemprego depende positivamente do tamanho do setor formal da economia, de forma que o aumento da formalização consiste em fator explicativo.

Tabela 4 – Estimação do contingente de beneficiários

De	2004		2012		%	
	% PIA	Mil pessoas	% PIA	Mil pessoas	% PIA	Mil pessoas
Por métrica						
(i) Desempregados	0,44	662,7	0,41	684,0	-8,54	3,2
(ii) Inativos + (i)	2,48	3 702,5	3,55	5 991,4	43,38	61,8
(iii) Demais ocupados + (ii)	9,10	13 594,4	10,38	17 494,4	14,03	28,7
Memo						
PIA (PNAD)		149 397,0		168 606,0		12,9
Nº de beneficiários (FAT)		5 012,5		8 452,6		68,6

Fonte: IBGE, FAT

Na hipótese de apenas desempregados receberem o benefício, a simulação sugere que houve queda, como proporção da PIA, de 0,44% para 0,41%, mas aumento de 3,2% no número absoluto de beneficiários em decorrência do crescimento do contingente da PIA. Nessa simulação, tanto a taxa de crescimento estimada no período quanto o número de beneficiários estimados (686 mil em 2012) ficam muito aquém dos números de beneficiários observados.

Considerando o segundo grupo (desempregados e PNEA), a proporção da PIA com direito ao seguro-desemprego passa de 2,48% para 3,55% – aumento de 43,4% entre 2004 e 2012. A estimativa do número de beneficiários aumenta 61,8% no período (de 3,7 milhões para 5,9 milhões) em 2012. Essa variação é compatível com a variação do número de beneficiários das estatísticas oficiais, embora o total de beneficiários fique ainda aquém do observado.

No terceiro grupo (desempregados, PNEA e demais ocupados), a proporção da PIA beneficiária do programa passa de 9,10% para 10,38%, com estimativa de crescimento de 28,7% no total de beneficiários potenciais (de 13,6 milhões para 17,5 milhões). A variação no número estimado de beneficiários fica subestimada, enquanto o montante de beneficiários é superestimado.

A simulação considerando apenas desempregados da PME como potenciais beneficiários implicaria pequeno aumento dos segurados, explicado pelo crescimento

vegetativo da PIA e pela maior formalização da economia. Assim, as simulações realizadas sugerem que o aumento dos segurados pode ser explicado pela possibilidade de o indivíduo receber o seguro-desemprego, mas não procurar por outro trabalho. Nesse sentido, a taxa de desemprego da PME pode ser um indicador limitado de comparação com a extensão do programa seguro-desemprego.

As taxas mensais de inflação aumentaram no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto, com os índices ao produtor refletindo maiores elevações nos preços industriais e agropecuários, e os índices ao consumidor, aumentos nos preços de alimentação e transportes. Cabe destacar, também, as maiores variações dos núcleos de inflação ao consumidor.

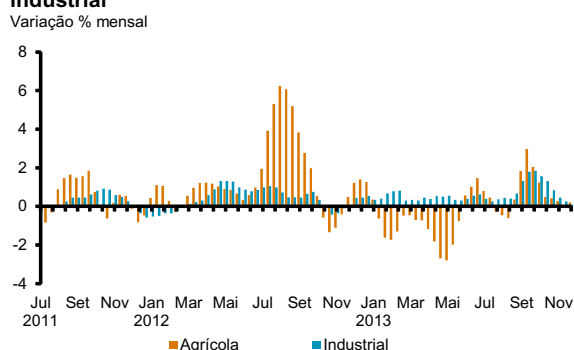
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	0,14	0,46	1,36	0,63	0,28
IPA	0,20	0,58	1,90	0,71	0,12
IPC-Br	-0,17	0,20	0,30	0,55	0,68
INCC	0,48	0,31	0,43	0,26	0,35

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 2,28% no trimestre encerrado em novembro (1,37% no finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 1,64% para 2,75%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,38% para 1,53%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,95% para 1,05%.

A evolução do IPA refletiu acelerações dos preços agropecuários, de 1,54% para 2,67%, com destaque para as elevações nos preços dos itens milho, laranja e tomate, e dos preços industriais, de 1,68% para 2,78, reflexo, em parte, do aumento no preço do minério de ferro. Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários variaram -0,90% em novembro (-2,41% em agosto) e os industriais, 7,44% (4,93% em agosto).

A aceleração do IPC decorreu, em grande parte, da variação trimestral de 2,00% nos preços do grupo alimentação (-0,30% no trimestre encerrado em agosto). Por sua vez, a desaceleração do INCC refletiu, fundamentalmente, o recuo de 1,85 p.p., para 0,45%, no aumento do custo mão-de-obra.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 5,49% em novembro (3,98% em agosto e 7,22% em novembro de 2012).

2.2 Índices de preços ao consumidor

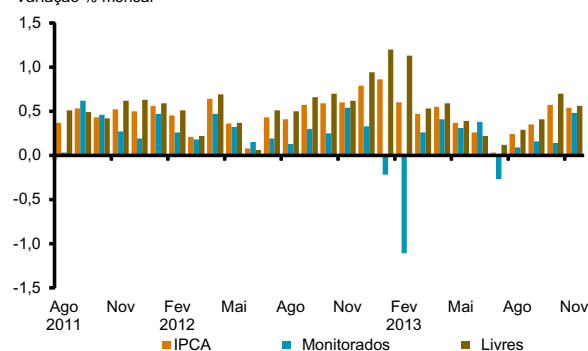
Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA	0,03	0,24	0,35	0,57	0,54
Livres	0,12	0,29	0,41	0,70	0,56
Comercializáveis	0,11	0,39	0,61	0,96	0,50
Não comercializáveis	0,13	0,20	0,23	0,47	0,61
Serviços	0,64	0,60	0,63	0,52	0,65
Monitorados	-0,27	0,09	0,16	0,14	0,48

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

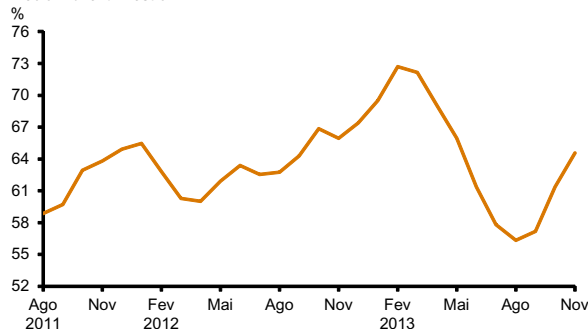
Variação % mensal



Fonte: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

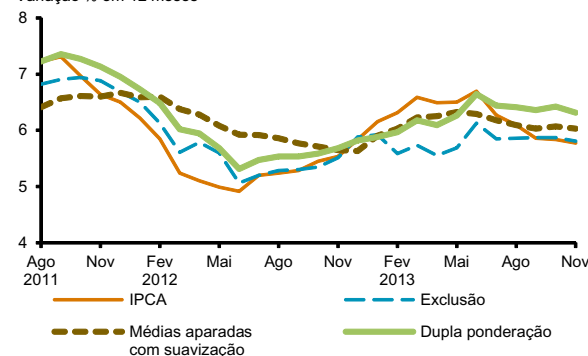
Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,47% no trimestre encerrado em novembro (0,53% no terminado em agosto), resultado de acelerações dos preços livres (de 0,63% para 1,68%) e dos monitorados (de 0,20% para 0,78%). A evolução dos preços livres refletiu maiores variações dos preços dos itens não comercializáveis (1,32% ante 0,65%), influenciadas pelo término da deflação em diversos produtos *in natura*; e dos comercializáveis (2,08% ante 0,61%), em parte, devido à sazonalidade desfavorável aos preços de carnes e vestuário.

Os preços dos serviços aumentaram 1,81% no trimestre encerrado em novembro (1,89% no finalizado em agosto), evolução associada, em especial, ao arrefecimento dos preços de serviços pessoais e excursão. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços cresceram 8,55% em novembro (8,60% em agosto).

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 5,77% em novembro (6,09% em agosto), resultado de desacelerações dos preços livres, de 7,64% para 7,31%, e dos monitorados, de 1,27% para 0,95%. O índice de difusão do IPCA registrou média de 64,6% no trimestre encerrado em novembro (56,3% no finalizado em agosto e 65,9 % em igual período de 2012).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,78% no trimestre finalizado em novembro (0,20% no terminado em agosto), contribuindo com 0,18 p.p. para a variação do IPCA no período. O aumento trimestral refletiu, em especial, a reversão da deflação da gasolina e a alta no preço do gás de botijão.

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 1,57% no trimestre encerrado em novembro (1,07% no finalizado

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2013					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,03	0,24	0,35	0,57	0,54	4,95
Livres	76,98	0,12	0,29	0,41	0,70	0,56	6,31
Monitorados	23,02	-0,27	0,09	0,16	0,14	0,48	0,62
Principais itens							
Gás encanado	0,08	1,15	0,00	0,08	0,01	0,00	6,91
Ônibus urbano	2,58	-3,32	-0,20	0,00	0,00	0,00	0,04
Água e esgoto	1,53	0,64	0,01	0,00	0,00	0,52	5,34
Plano de saúde	3,19	0,64	0,94	0,74	0,73	0,72	7,94
Gasolina	3,77	-0,23	-0,15	-0,42	0,01	0,63	2,38
Pedágio	0,12	0,00	0,00	0,00	0,08	0,23	1,00
Remédios	3,42	0,10	-0,40	0,06	-0,15	0,28	4,68
Energia elétrica	2,64	0,58	0,57	0,36	-0,58	1,63	-15,91
Gás veicular	0,11	0,72	-0,80	-0,83	-0,95	0,48	1,39
Gás de bujão	1,11	-0,07	0,28	2,01	1,56	0,36	6,18
Óleo diesel	0,13	0,35	0,39	0,12	0,05	0,33	10,23

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2013				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,03	0,24	0,35	0,57	0,54
Exclusão ^{1/}	0,35	0,45	0,52	0,60	0,60
Exclusão ^{2/}	0,20	0,41	0,48	0,51	0,57
Médias aparadas com suavização	0,29	0,42	0,43	0,58	0,45
Médias aparadas sem suavização	0,21	0,34	0,40	0,52	0,55
Dupla ponderação	0,34	0,42	0,46	0,61	0,52
IPC-Br (cheio)	-0,17	0,20	0,30	0,55	0,68
Médias aparadas	0,24	0,26	0,45	0,41	0,41

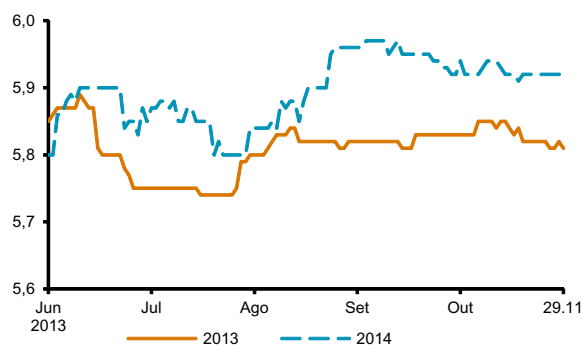
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)



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

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

em agosto). Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 5,81% em novembro (5,86% em agosto).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,73% (1,18% no trimestre terminado em agosto). O indicador variou 7,11% no intervalo de doze meses encerrado em novembro (6,89% em agosto).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁴ cresceu 1,47% no período (1,07% no trimestre encerrado em agosto). A variação do indicador acumulada em doze meses atingiu 6,03% em novembro (6,09% em agosto).

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização variou 1,48% no trimestre finalizado em novembro (0,86% de junho a agosto). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 5,84% em novembro (5,93% em agosto).

O núcleo de dupla ponderação⁵ aumentou 1,60% no trimestre finalizado em novembro (1,19% no encerrado em agosto). O indicador acumulou variação de 6,32% no período de doze meses finalizado em novembro (6,41% em agosto).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,28% no trimestre finalizado em novembro (0,89% no terminado em agosto). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 5,18% em novembro (5,21% em agosto).

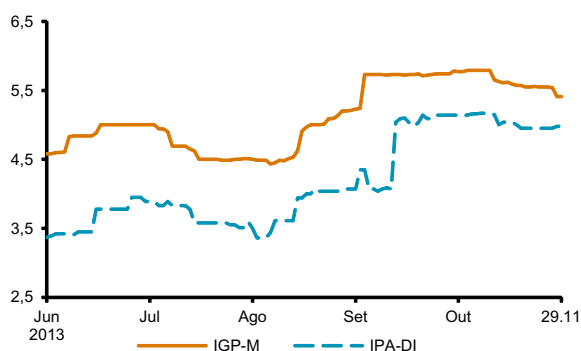
2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 29 de novembro, as medianas das projeções das variações anuais do IPCA para 2013 e 2014 atingiram, na ordem, 5,8% e 5,9% (5,8% e 6,0% ao final de setembro). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 6,1% (6,2% em 27 de setembro).

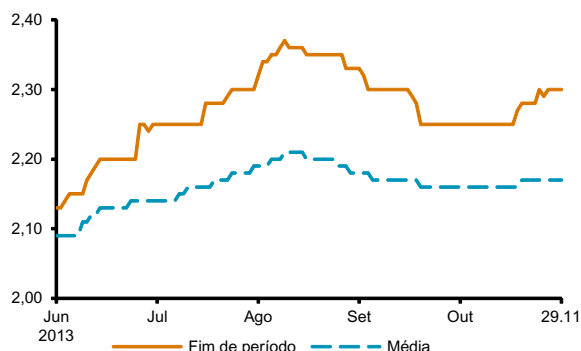
A mediana da variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2013 recuou de 5,7%, ao final de setembro, para 5,4%, em 29 de novembro, e a referente ao IPA-DI do mesmo ano passou de 4,4% para 5,0%. No mesmo período,

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	28.6.2013		30.9.2013		29.11.2013	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Em percentual						
IPCA	5,9	5,9	5,8	6,0	5,8	5,9
IGP-M	4,8	5,3	5,7	5,9	5,4	6,0
IPA-DI	3,4	5,3	4,1	5,8	5,0	5,8
Preços administrados	2,5	4,4	1,8	4,2	1,5	3,8
Selic (fim de período)	9,25	9,25	9,75	9,75	10,00	10,50
Selic (média do período)	8,25	9,14	8,34	9,75	8,38	10,31
PIB	2,4	3,0	2,5	2,2	2,5	2,1
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,15	2,20	2,30	2,40	2,30	2,40
Câmbio (média do período)	2,11	2,18	2,17	2,37	2,17	2,36

a mediana da variação do IGP-M para 2014 foi ajustada de 5,9% para 6,0%, e a do IPA-DI permaneceu em 5,8%.

A mediana das expectativas sobre o aumento de preços administrados ou monitorados por contratos em 2013 foi reduzida de 1,8%, em 27 de setembro, para 1,5%, em 29 de novembro, e a referente a 2014 recuou de 4,2% para 3,8%.

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2013 e de 2014 atingiram, respectivamente, R\$2,30/US\$ e R\$2,40/US\$ em 29 de novembro (mesmas taxas de final de setembro). No mesmo período, as medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2013 e de 2014 decresceram, na ordem, de R\$2,18/US\$ para R\$2,17/US\$, e de R\$2,37/US\$ para R\$2,36/US\$.

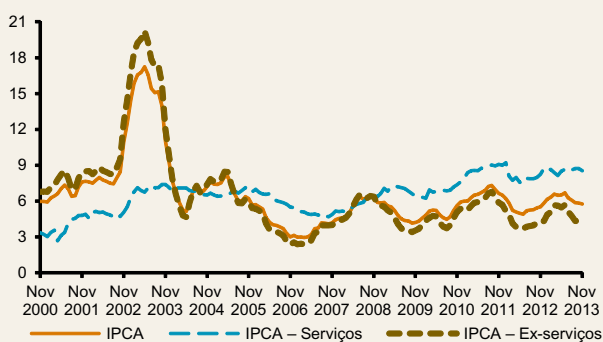
2.6 Conclusão

A variação do IPCA, não obstante aumentasse na margem, recuou para o acumulado em doze meses até novembro. A redução nesta base de comparação se deveu, em parte, ao descarte de taxas mensais elevadas na segunda metade de 2012 e aos efeitos de ações de política monetária recentemente implementadas.

Segmentação da Inflação de Serviços

Gráfico 1 – IPCA serviços e ex-serviços

Variação % em 12 meses



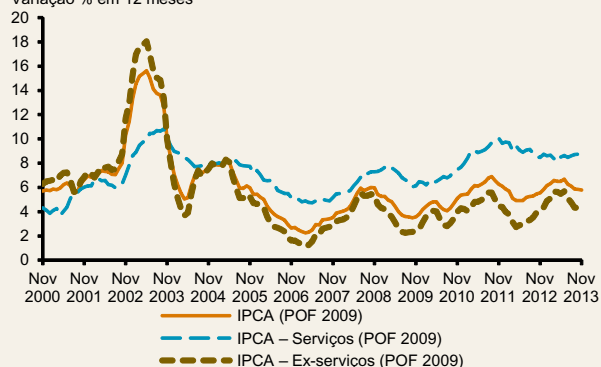
Os preços de serviços que fazem parte da cesta do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)¹ aumentaram, desde 2005, mais do que o índice geral (Gráfico 1). Objetivando melhor compreensão da dinâmica dos preços no setor, este box apresenta sua evolução segmentada em três subgrupos.

É plausível afirmar que a evolução recente do emprego e da renda do trabalho, os programas de transferência de renda e o processo de inclusão social, ao menos em parte, explicam, sob uma perspectiva de demanda aquecida, a dinâmica dos preços de serviços². Além disso, como aumento de salários tem implicações relevantes sobre a estrutura de custos do setor, que se caracteriza pelo uso intensivo de mão de obra, sob a perspectiva da oferta, é plausível afirmar que a dinâmica dos preços de serviços, ao menos em parte, pode refletir pressões de custos.

Para avaliar a dinâmica da inflação de serviços nos últimos anos, recalculou-se a série desde 1999, utilizando a classificação atual do segmento e a estrutura de ponderação da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009, ambas implementadas em janeiro de 2012³. Para efeito de comparação, a série histórica do IPCA foi também recalculada utilizando como referência os pesos da POF 2009.

Gráfico 2 – IPCA serviços e ex-serviços (POF 2009)

Variação % em 12 meses



O Gráfico 2 compara as séries recalculadas para o setor de serviços e para o IPCA cheio, evidenciando que – a exemplo do ilustrado pelo Gráfico 1 – a inflação de serviços esteve consistentemente acima do IPCA desde 2005. No entanto, diferentemente da série original, na série recalculada os preços de serviços mostram desaceleração moderada desde o final de 2011.

A inflação relativa do setor de serviços (inflação de serviços deduzida do IPCA – Gráfico 3) apresentou

1/ Os serviços representam cerca de 35,4% do IPCA.

2/ Para maiores detalhes sobre a relação entre mercado de trabalho e inflação de serviços, ver boxes “Pressões de Demanda e de Custos sobre os Preços de Serviços no IPCA”, de junho de 2011; e “Algumas Evidências sobre a Relação entre Salário e Inflação no Brasil”, de março de 2013.

3/ A atualização da estrutura de ponderação e do sistema de classificação dos itens do IPCA foi descrita no box “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA”, de dezembro de 2011.

Gráfico 3 – Inflação relativa de serviços (POF 2009)

Variação % em 12 meses



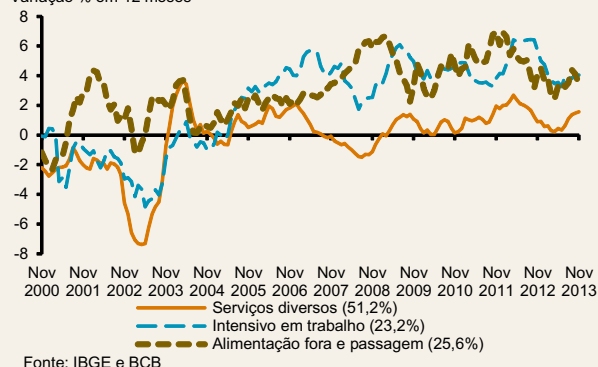
tendência de alta de 2005 a 2012, inverteu a tendência no segundo trimestre de 2012, mas voltou a se elevar nos últimos meses, repercutindo, de um lado, a elevação da própria inflação de serviços e, de outro, a redução da inflação cheia.

A segmentação da inflação de serviços em três subsetores, como descrito a seguir, permite melhor avaliar esse comportamento:

- Preços de Alimentação Fora do Domicílio e Passagem Aérea⁴: itens cuja evolução é significativamente influenciada por fatores com pouco impacto sobre os demais serviços, como custos de alimentos e de combustível de aviação (representam 25,6% do segmento de serviços no IPCA);
- Preços de Serviços Intensivos em Trabalho⁵: itens que repercutem mais intensamente a evolução dos custos de mão de obra (23,2% do segmento de serviços); e
- Preços de Serviços Diversos (51,2% dos serviços do IPCA): demais itens do segmento serviços.

Gráfico 4 – Inflação relativa de serviços (POF 2009)

Variação % em 12 meses



O Gráfico 4 apresenta a evolução da inflação relativa (inflação de cada subsetor deduzida do IPCA). Dois dos três subsetores (Serviços Intensivos em Trabalho e Alimentação Fora do Domicílio e Passagem Aérea⁶) apresentaram altas de preços significativamente superiores à inflação medida pelo IPCA na maior parte do período considerado, mostrando-se, ainda, voláteis desde 2005.

Ainda de acordo com o Gráfico 4, percebe-se que o arrefecimento da inflação de serviços iniciado no final de 2011 não foi acompanhado, inicialmente, pela inflação do subgrupo Serviços Intensivos em Trabalho, que só cedeu no final de 2012. Ao menos em parte, essa evolução refletiu o reajuste do salário mínimo implementado no princípio de 2012 (14,13%). De fato, conforme o Gráfico 5, a trajetória da inflação no subgrupo Serviços Intensivos em Trabalho tem boa aderência à evolução do salário mínimo.

4/ Embora o peso do item passagem aérea seja relativamente pequeno, 1,53% do setor de serviços, sua contribuição para a evolução da inflação do setor tem sido relevante, em virtude da elevada magnitude das variações apresentadas.

5/ Subitens considerados no subsegmento Serviços Intensivos em Trabalho: mão-de-obra, médico, dentista, fisioterapeuta, psicólogo, costureira, manicure, cabeleireiro e empregado doméstico.

6/ No que se refere à evolução recente dos preços do subgrupo alimentação fora do domicílio, é importante destacar a ocorrência de choques (domésticos e internacionais) nos preços de alimentos, que impactaram sobremaneira os custos do setor, resultando em expressivas altas dos preços finais..

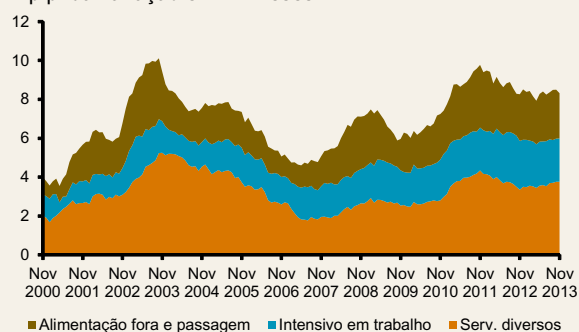
Gráfico 5 – Inflação de serviços vs. salário mínimo

Variação % em 12 meses



Gráfico 6 – Contribuições para a inflação de serviços

Em p.p. da variação em 12 meses



As contribuições, em p.p., de cada subsetor para a inflação acumulada em doze meses no setor de serviços encontra-se no Gráfico 6. A participação dos Serviços Intensivos em Trabalho aumentou de 17,2%, em dezembro de 2004, para 26,8% em novembro de 2013; a do subsetor Alimentação Fora do Domicílio e Passagem Aérea aumentou de 23,3% para 28,0%; e a inflação de Serviços Diversos, subsetor com maior peso nos serviços, recuou de 59,5% para 45,3%.

Em resumo, este box apresenta exercício de segmentação da inflação de serviços. As evidências indicam que as pressões inflacionárias do setor de serviços, observadas desde 2005, estiveram concentradas em dois subsetores: Serviços Intensivos em Trabalho, e Alimentação Fora do Domicílio e Passagem Aérea. Esse dois subgrupos, com representatividade conjunta de 48,8% no segmento de serviços no IPCA, contribuíram com cerca de 54,7% da inflação total dos serviços no período de doze meses encerrado em novembro de 2013.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2013				3	12
	Ago	Set	Out	Nov		
					meses	meses
Total	2 577,9	2 597,2	2 608,2	2 646,9	2,7	14,5
Pessoas jurídicas	1 389,3	1 396,6	1 393,5	1 418,8	2,1	13,0
Recursos livres	723,9	734,1	730,8	743,5	2,7	8,0
Direcionados	665,3	662,5	662,7	675,3	1,5	19,2
Pessoas físicas	1 188,6	1 200,6	1 214,7	1 228,1	3,3	16,3
Recursos livres	727,5	730,4	734,6	737,1	1,3	7,7
Direcionados	461,1	470,2	480,1	491,1	6,5	32,3

Participação %:

Total/PIB	55,2	55,1	55,1	55,6
Pes. jurídicas/PIB	29,7	29,6	29,4	29,8
Pessoas físicas/PIB	25,4	25,5	25,6	25,8
Recursos livres/PIB	31,1	31,1	30,9	31,1
R. direcionados/PIB	24,1	24,1	24,1	24,5

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

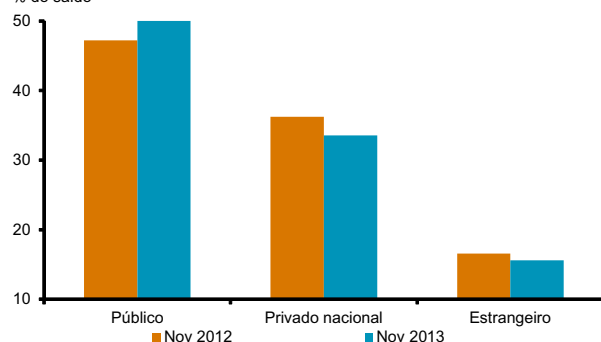
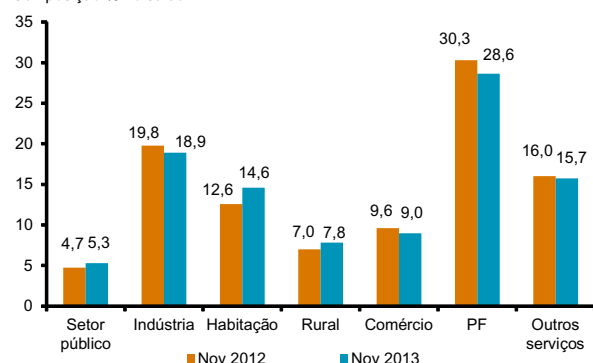


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas
Composição % no saldo



A moderação do crescimento do crédito no trimestre encerrado em novembro refletiu a acomodação das condições de oferta e demanda por recursos bancários. Ressalte-se que fatores pontuais também contribuíram para a moderação dos empréstimos, destacando-se os impactos da greve dos bancários, no segmento de crédito a pessoas físicas; e os da apreciação cambial, no de pessoas jurídicas. Os índices de inadimplência seguiram em declínio e as taxas de juros aumentaram, reflexo, fundamentalmente, da trajetória da taxa básica de juros.

3.1 Crédito

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, com recursos livres e direcionados, somou R\$2.647 bilhões em novembro, elevando-se 2,7% no trimestre e 14,5% em doze meses (55,6% do PIB, ante 55,2% em agosto e 52,9% em novembro de 2012). Os financiamentos a pessoas jurídicas cresceram 2,1% no trimestre e 13% em doze meses, totalizando R\$1.419 bilhões, e os realizados no segmento de pessoas físicas somaram R\$1.228 bilhões, com aumentos respectivos de 3,3% e 16,3%, nas mesmas bases de comparação.

As participações das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras no total dos empréstimos do sistema financeiro atingiram, na ordem, 50,8, 33,6% e 15,6% em novembro (50,7%, 33,8% e 15,5% em agosto). O crédito ao setor privado cresceu 2,8% no trimestre, para R\$2.507 bilhões, destacando-se as expansões nas modalidades financiamentos rurais, 7,5%, e imobiliários, 6%. Os empréstimos ao setor público atingiram R\$140 bilhões, com a redução trimestral de 0,3% refletindo as variações nas esferas dos estados e municípios, 9,3%, e do governo federal, -9,3%.

O crédito com recursos livres totalizou R\$1.481 bilhões em novembro (31,1% do PIB e 55,9% do crédito total do sistema financeiro), aumentando 2% no trimestre e 7,8% em

Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2013				3	
	Ago	Set	Out	Nov	meses	meses
Recursos livres	727,5	730,4	734,6	737,1	1,3	7,7
Crédito pessoal	311,4	314,4	317,4	320,3	2,8	14,9
Do qual: consignado	215,0	216,8	218,8	220,8	2,7	17,6
Aquisição de veículos	193,7	193,1	193,0	192,7	-0,5	1,0
Cartão de crédito	129,9	131,4	133,7	135,2	4,1	13,2
Cheque especial	21,1	22,0	22,1	21,3	0,7	6,5
Demais	71,3	69,5	68,5	67,6	-5,3	-10,6
Recursos direcionados	461,1	470,2	480,1	491,1	6,5	32,3
BNDES	33,9	34,5	35,0	35,2	3,8	23,7
Imobiliário	314,9	319,4	326,4	333,9	6,0	34,2
Rural	102,8	106,0	108,1	110,8	7,9	28,3
Demais	9,5	10,3	10,6	11,1	17,0	47,3

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

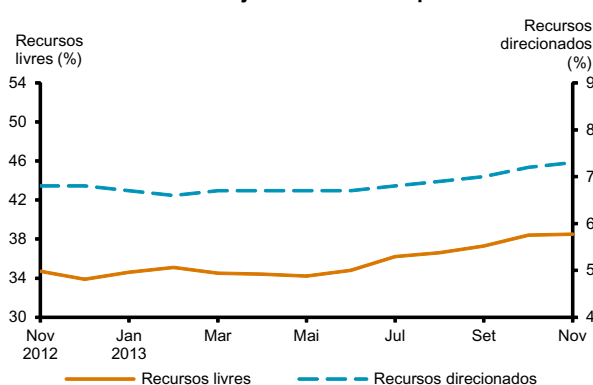
Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2013				3	
	Ago	Set	Out	Nov	meses	meses
Recursos livres	723,9	734,1	730,8	743,5	2,7	8,0
Capital de giro	372,8	375,3	377,0	381,6	2,4	6,5
Conta garantida	42,7	42,8	42,5	43,9	2,7	0,4
ACC	46,4	45,9	44,2	42,3	-8,9	-12,2
Financ. a exportações	46,9	47,0	47,1	47,9	2,0	27,6
Demais	215,1	223,1	220,1	227,8	5,9	13,4
Recursos direcionados	665,3	662,5	662,7	675,3	1,5	19,2
BNDES	494,7	490,0	487,2	498,2	0,7	15,3
Imobiliário	50,0	51,2	52,0	52,8	5,6	25,1
Rural	58,5	60,5	60,9	62,5	6,9	31,1
Demais	62,2	60,8	62,5	61,8	-0,6	39,1

doze meses. Os financiamentos a pessoas físicas somaram R\$737 bilhões, com expansão trimestral de 1,3% (cartão de crédito, 4,1%, e crédito consignado, 2,7%) e de 7,7% em doze meses. Os empréstimos a pessoas jurídicas totalizaram R\$744 bilhões, elevando-se 2,7% no trimestre (vendedor, 20,5%; repasses externos, 16,9%; e descontos de duplicatas, 10,8%) e 8% em doze meses.

Os créditos com recursos direcionados totalizaram R\$1.166 bilhões (24,5% do PIB) em novembro, variando 3,5% no trimestre e 24,4% em doze meses. Ocorreram aumentos respectivos de 6,5% e 32,3% no segmento de pessoas físicas (42% do crédito direcionado) e de 1,5% e 19,2% no de pessoas jurídicas, destacando-se que o menor dinamismo neste segmento refletiu, em parte, o impacto da apreciação cambial sobre a parcela dos financiamentos do BNDES referenciados em moeda estrangeira. As concessões do BNDES ao setor produtivo totalizaram R\$145 bilhões nos onze primeiros meses do ano (aumento de 33,9% em relação a igual período de 2012).

Os financiamentos imobiliários – incluídas operações com taxas livres e reguladas, nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas – totalizaram R\$387 bilhões em novembro (8,1% do PIB, ante 6,7% em igual mês de 2012), elevando-se 6% no trimestre e 32,9% em doze meses. Os desembolsos totalizaram R\$39,1 bilhões no trimestre encerrado em novembro (aumento de 20,1% em relação a igual período de 2012), sendo R\$31,5 bilhões no segmento de pessoas físicas e R\$7,6 bilhões no de pessoas jurídicas.

As operações de crédito rural, destacando-se custeio e investimento agrícolas para a safra 2013/2014, somaram R\$207 bilhões em novembro, aumentando 7,5% no trimestre e 28,3% em doze meses.

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 20% a.a. em novembro, elevando-se 0,7 p.p. no trimestre e 1,1 p.p. em doze meses. A taxa alcançou 29,3% a.a. no segmento de crédito livre (aumentos de 1,2 p.p. no trimestre e 3 p.p. em doze meses) e 7,4% a.a. no de crédito direcionado (variações respectivas de 0,2 p.p. e 0,0 p.p.).

A taxa média situou-se em 26,1% a.a. no segmento de pessoas físicas (aumentos de 0,9 p.p. no trimestre e 1 p.p.

Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

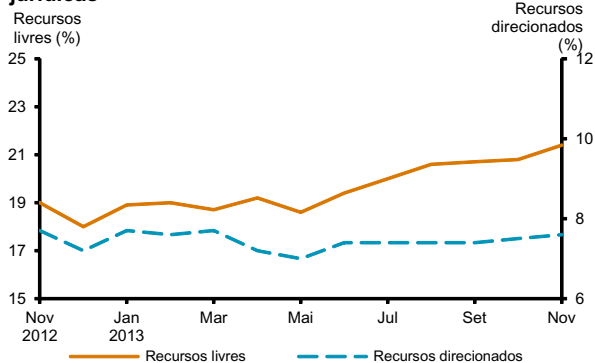


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

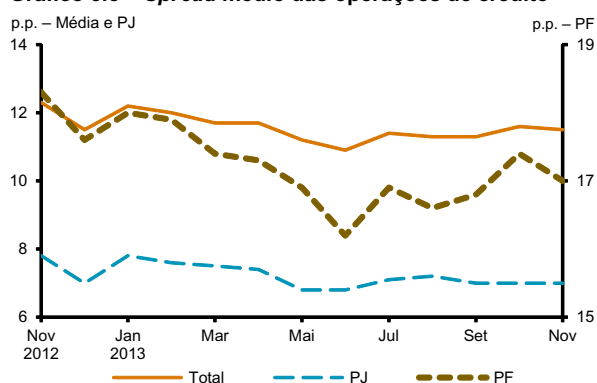
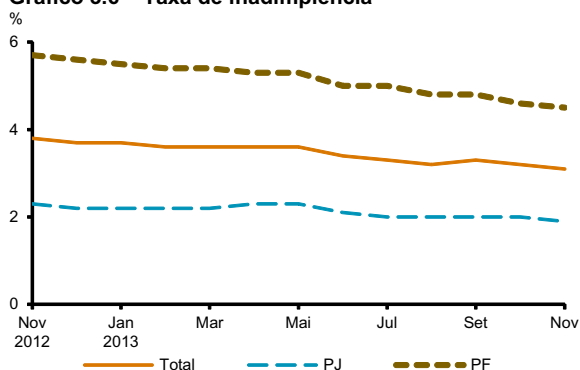
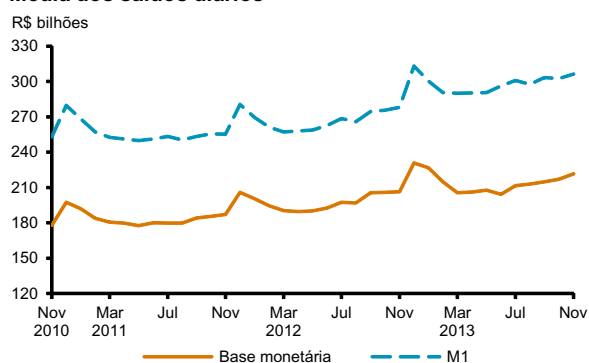


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

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



em doze meses), com elevações trimestrais nas modalidades crédito pessoal não consignado, 7,2 p.p., e cheque especial, 7,5 p.p. A taxa relativa a operações com recursos direcionados situou-se em 7,3% a.a., variando 0,4 p.p. no trimestre e 0,5 p.p. em doze meses.

A taxa atingiu 15,1% a.a. no segmento de pessoas jurídicas, elevando-se 0,4 p.p. no trimestre e 0,9 p.p. em doze meses. A taxa relativa ao crédito livre situou-se em 21,4%, destacando-se as elevações trimestrais de 0,9 p.p. e 1,3 p.p. nas modalidades capital de giro e financiamentos às exportações. O custo médio das operações com recursos direcionados atingiu 7,6% a.a., variando 0,2 p.p. no trimestre e -0,1 p.p. em doze meses.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 11,5 p.p. em novembro, variando 0,2 p.p. no trimestre e -0,8 p.p. em doze meses. O *spread* alcançou 17 p.p. no segmento de pessoas físicas, variando 0,4 p.p. no trimestre e -1,3 p.p. em doze meses, e 7,0 p.p. no de pessoas jurídicas (variações respectivas de -0,2 p.p. e -0,8 p.p.). Os *spreads* atingiram 18,1 p.p. no segmento de recursos livres e 2,5 p.p. no de recursos direcionados.

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,1% em novembro, recuando 0,1 p.p. no trimestre e 0,7 p.p. em doze meses. A taxa situou-se em 4,5% no segmento de pessoas físicas, menor patamar da série iniciada em março de 2011, diminuindo 0,3 p.p. no trimestre e 1,2 p.p. em doze meses, e em 1,9% no segmento de pessoas jurídicas (variações respectivas de -0,1 p.p. e -0,4 p.p. nas mesmas bases de comparação). A inadimplência atingiu 4,8% nas operações com recursos livres (recuos de 0,3 p.p. no trimestre e de 0,9 p.p. em doze meses) e 1,0% no segmento de crédito direcionado (variações respectivas de 0,0 p.p. e -0,2 p.p.).

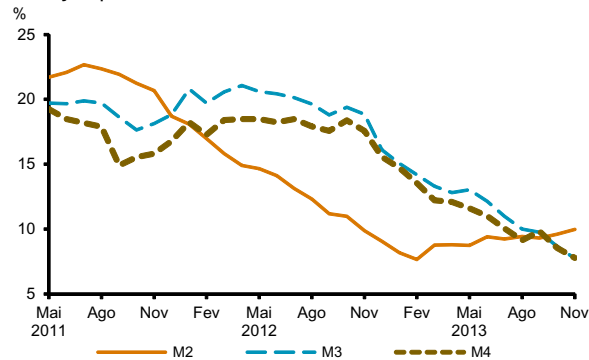
3.2 Agregados monetários

Os saldos médios diários dos meios de pagamento no conceito M1 totalizaram R\$306,4 bilhões em novembro, elevando-se 2,9% no trimestre e 10,2% em doze meses, e a base monetária restrita somou R\$221,5 bilhões, com aumentos respectivos de 4% e 7,3%, nas mesmas bases de comparação.

A base monetária restrita totalizou R\$215,5 bilhões em novembro. O aumento trimestral de 2,9% refletiu, em parte,

Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados

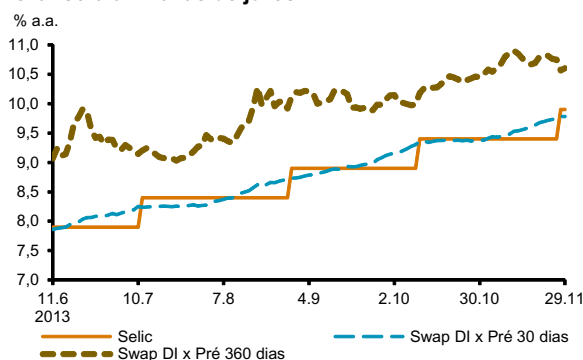
Variação percentual em 12 meses



o impacto expansionista de R\$56,7 bilhões das operações com títulos públicos federais e os efeitos contracionistas das vendas líquidas de divisas pelo Banco Central (R\$16,2 bilhões), das operações com derivativos (R\$2,6 bilhões) e das operações do Tesouro Nacional (R\$26,5 bilhões).

Os meios de pagamento no conceito M2 atingiram R\$1,9 trilhão, elevando-se 2,8% no trimestre e 10% em doze meses, ressaltando-se que a variação interanual refletiu crescimentos de 5% no estoque de títulos privados e de 20,2% nos depósitos de poupança. O M3 somou R\$3,8 trilhões, elevando-se 1,1% no trimestre e 7,7% em doze meses, e o M4 totalizou R\$4,4 trilhões, com expansões de 1,9% no trimestre e de 7,8% em doze meses.

Gráfico 3.9 – Taxas de juros

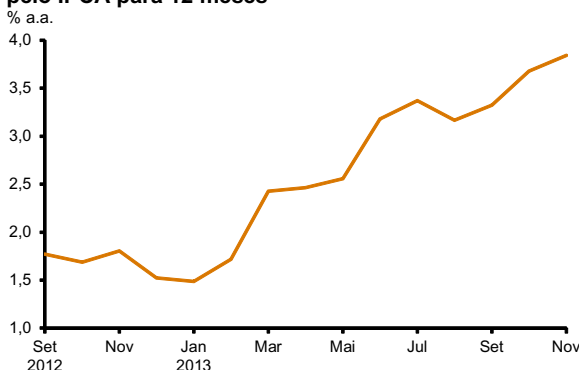


Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros aumentaram em todos os vértices no trimestre encerrado em novembro, mas em ritmo mais moderado do que o observado no trimestre finalizado em agosto. As taxas dos contratos de *swap* DI x pré de 30 e 360 dias situaram-se, na ordem, em 9,8% a.a. e 10,6% a.a. no final de novembro (aumentos trimestrais de 104 p.b. e 31 p.b.).

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



A taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelas expectativas de variação do IPCA, atingiu 3,8% a.a. em novembro. O aumento trimestral de 0,7 p.p. decorreu de expectativas de elevações na taxa Selic superiores às relativas ao IPCA.

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa), em cenário de acentuada volatilidade, encerrou novembro em 52.482 pontos (50.011 pontos no final de agosto). O valor de mercado das empresas listadas no índice cresceu 8,6%, no trimestre, para R\$1.947 bilhões, e a média diária do volume transacionado recuou 11,4%. Avaliado em dólares, o Ibovespa valorizou 7,1% no período (altas respectivas de 8,6% e 13,1% dos índices Dow Jones e Nasdaq).

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias

Gráfico 3.11 – Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

Evolução dos Novos Instrumentos de Captação de Recursos no Âmbito do Sistema Financeiro Nacional

O mercado de crédito no Brasil cresceu de forma expressiva nos últimos dez anos, reflexo da consolidação da estabilidade macroeconômica, de avanços institucionais e de aperfeiçoamento da infraestrutura.

As principais fontes de recursos para a concessão de crédito pelo sistema financeiro são, tradicionalmente, depósitos à vista, a prazo e de poupança. Parcelas dos depósitos à vista e de poupança são direcionadas a financiamentos imobiliários, rurais e microcrédito, conforme regulamentação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil¹. Nesse contexto, depósitos a prazo – essencialmente Certificados e Recibos de Depósitos Bancários (CDB/RDB) – são a principal fonte de recursos no segmento de crédito livre. Com as inovações introduzidas nos últimos anos, têm aumentado a importância das captações por meio de Letras Financeiras (LF), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) e Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE).

As LF foram instituídas pela Resolução nº 3.836, de 25 de fevereiro de 2010. A principal característica desse instrumento é o prazo mínimo de dois anos, sendo vedado o resgate total ou parcial antecipado dos recursos investidos. As LF podem ser emitidas por bancos múltiplos, comerciais, de investimento e de desenvolvimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras), Caixa Econômica Federal, companhias hipotecárias e sociedades de crédito imobiliário. Podem conter cláusula de opção de recompra pela instituição emissora (ou de revenda para a instituição emissora)². As LF têm valor mínimo

1/ Atualmente, para o crédito rural, as regras determinam o direcionamento de 34% dos recursos à vista e 67% dos depósitos da poupança rural apurado no período de cálculo. O depósito de poupança rural foi criado pela Resolução nº 1.188, em setembro de 1986, com o objetivo de captar recursos destinados ao desenvolvimento da agricultura. No mínimo 90% dos depósitos de poupança captados pelos bancos oficiais federais – Banco do Brasil, Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia – e pelos bancos cooperativos, bem como até 10% dos depósitos de poupança dos demais bancos são considerados poupança rural.

Em contrapartida, até 10% dos depósitos de poupança dos bancos oficiais federais e no mínimo 90% dos depósitos de poupança dos demais bancos devem ser destinados ao crédito imobiliário, mediante a aplicação da alíquota de 65%. O crédito imobiliário conta também com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), dos depósitos à vista das caixas econômicas e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

2/ Desde que não tenham a taxa DI na composição de sua remuneração.

Gráfico 1 – Instrumentos de captação – Saldos

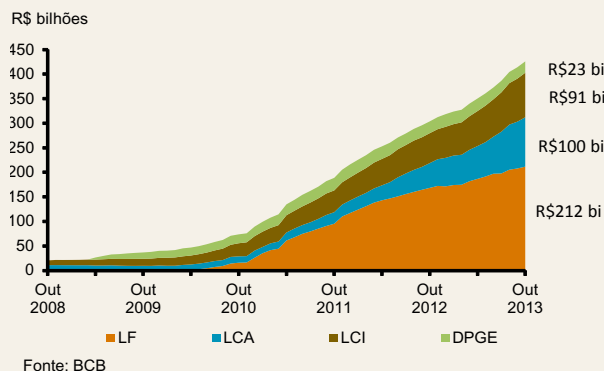


Gráfico 2 – Instrumentos de captação – Incremento em 12 meses

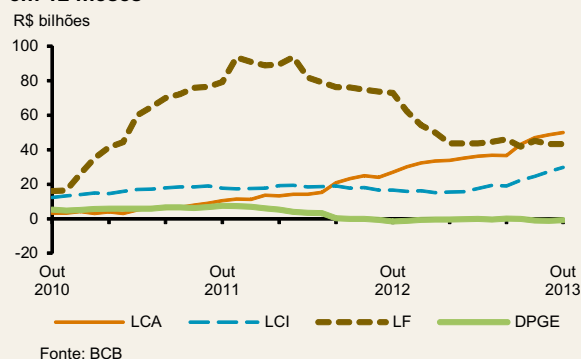
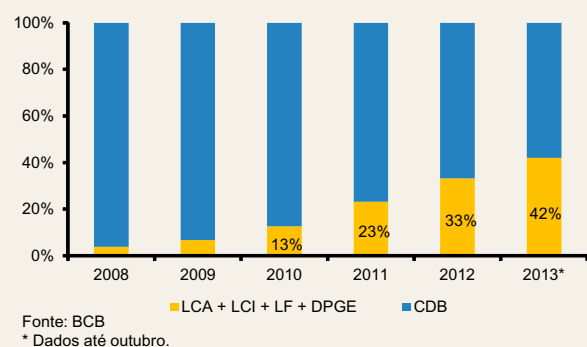


Gráfico 3 – Instrumentos de captação selecionados – Representatividade relativa



de R\$150 mil (ou R\$300 mil, se houver cláusula de subordinação).

As LCI e as LCA foram regulamentadas em 2004, pelas Leis nº 10.931, de 2 de agosto, e nº 11.076, de 30 de dezembro, respectivamente³. São títulos lastreados em créditos imobiliários ou agropecuários e são utilizados como fonte de recursos por instituições que atuam nesses segmentos. Assim como as Letras Financeiras, são isentas de recolhimentos compulsórios e, para investimentos realizados por pessoas físicas, de imposto de renda.

Destaque-se, adicionalmente, que LF, LCI e LCA podem ser negociadas em mercados secundários ou utilizadas como garantia, por exemplo, em operações com derivativos.

Os DPGE foram instituídos pela Resolução nº 3.692, de 26 de março de 2009, alterada pela Resolução nº 4.115, de 26 de julho de 2012. A característica mais relevante desse instrumento é a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), para aplicações de até R\$20 milhões⁴. Os DPGE devem ter prazos mínimo de doze meses e máximo de 36 meses, sendo vedados resgates totais ou parciais antes dos vencimentos. Os DPGE têm ganhado espaço como instrumento de captação, de modo especial no segmento de instituições financeiras de pequeno e médio portes. Dadas as suas condições especiais, foram definidos diversos limites para a emissão desses depósitos, entre os quais o limite máximo de emissão R\$5 bilhões por instituição financeira.

De forma geral, as emissões desses novos instrumentos cresceram de modo expressivo a partir de 2010 (Gráficos 1 e 2).

A comparação entre a evolução dos CDB/RDB e da soma dos saldos das LF, LCI, LCA e DPGE indica participação crescente do segundo grupo de instrumentos como fonte de recursos para concessão de empréstimos no segmento de crédito livre. Nesse sentido, conforme o Gráfico 3, a representatividade das LF, LCI, LCA e DPGE passou de 13%, em dezembro de 2010, para 42% em outubro de 2013.

3/ As LCI podem ser emitidas por bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo. As LCA podem ser emitidas por qualquer instituição financeira.

4/ A cobertura do FGC para aplicações em CDB/ RDB, LCI e LCA é limitada, atualmente, a R\$250 mil.

Em linhas gerais, a participação dos novos instrumentos (LF, LCI, LCA e DPGE) nas captações de recursos do sistema financeiro nacional aumentou acentuadamente no período recente. Essa evolução em parte reflete características desses instrumentos, como isenção de tributos e de recolhimentos compulsórios.

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores

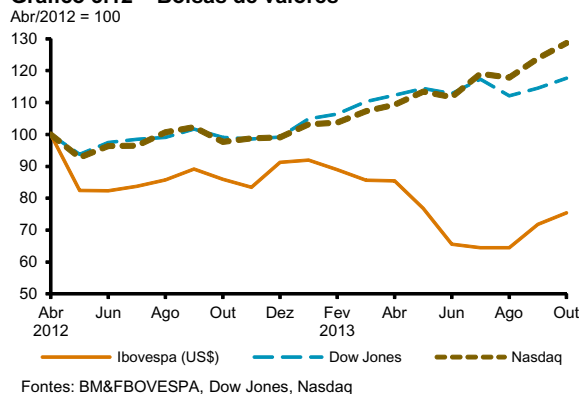
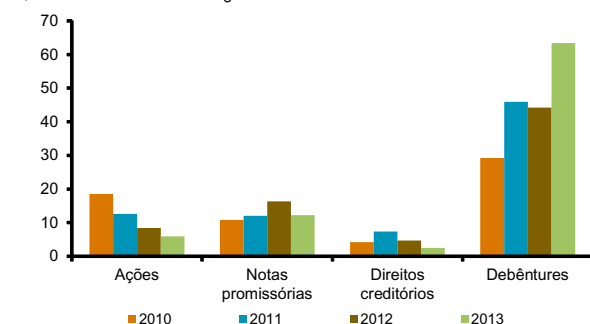


Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até agosto



e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$100,6 bilhões nos dez primeiros meses do ano (R\$98,3 bilhões em igual período do ano anterior), destacando-se a emissão de R\$75,2 bilhões em debêntures (R\$66,1 bilhões⁵ no mesmo período de 2012).

3.3 Política fiscal

A Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, autorizou a reabertura de prazos para o pagamento ou parcelamento de débitos fiscais junto à Secretaria da Receita Federal. O Programa de Recuperação Fiscal (Refis) abrangeu três segmentos:

- débitos vencidos até 30 de novembro de 2008, não incluídos no programa de parcelamento instituído pela Lei nº 11.941/2009;
- débitos referentes ao Programa de Integração Social (PIS)/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (Pasep) e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), vencidos até 31 de dezembro de 2012, a cargo das instituições financeiras e das companhias seguradoras; e
- débitos referentes ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ)/Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), relativos a fatos geradores ocorridos até 31 de dezembro de 2012, a cargo das multinacionais e coligadas no exterior.

O Congresso Nacional promoveu, em novembro, alterações na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2013 e aprovou a Lei de Diretrizes Orçamentárias para o exercício de 2014. Nos dois dispositivos, o Governo Central foi desobrigado de compensar eventuais desvios no cumprimento da meta indicativa de *superavit* primário dos governos regionais.

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2014 fixou a meta de *superavit* primário do setor público consolidado em R\$167,4 bilhões (3,2% do PIB), sendo R\$116,1 bilhões de responsabilidade do Governo Central. A lei autorizou abatimento de até R\$67 bilhões da meta, correspondente aos gastos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e desonerações. Ressalte-se que no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2014 encaminhado ao Congresso Nacional, as receitas e despesas programadas

6/ Considerando-se, nos dois períodos, emissões públicas e com esforços restritos de colocação. Não estão incluídas as emissões das sociedades de arrendamento mercantil (*leasing*).

indicam abatimento de R\$58 bilhões na meta do Governo Central daquele ano.

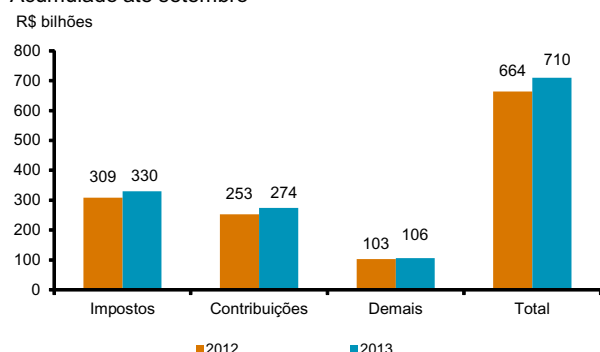
O Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão divulgou, em novembro, a quinta e última reavaliação bimestral das receitas e despesas primárias do Governo Central. O aumento de R\$17,9 bilhões nas receitas, em relação ao relatório de setembro, foi integralmente redistribuído em itens da despesa com dotações orçamentárias insuficientes.

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

Acumulado em 12 meses

Segmento	2011		2012		Out 2013	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-93,0	-2,2	-86,1	-2,0	-54,0	-1,1
Governos regionais	-33,0	-0,8	-21,5	-0,5	-17,8	-0,4
Empresas estatais	-2,7	-0,1	2,6	0,1	3,9	0,1
Total	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-67,9	-1,4

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional
Acumulado até setembro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional
Janeiro-outubro

Discriminação	2012		2013	
	R\$	% do	R\$	% do
	milhões	PIB	milhões	PIB
Total	397 235	11,0	455 571	11,6
Pessoal e encargos sociais	150 052	4,1	163 212	4,2
Custeio e capital	245 311	6,8	290 461	7,4
FAT	33 865	0,9	38 353	1,0
Subsídio e subvenções	9 665	0,3	8 894	0,2
Loas/RMV	24 488	0,7	28 146	0,7
Investimento	50 903	1,4	53 685	1,4
Outras	126 389	3,5	161 383	4,1
Transferências ao Bacen	1 872	0,1	1 898	0,0

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O *superavit* primário do setor público consolidado totalizou R\$51,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano (recluo de 42% em relação a igual período de 2012), reflexo de reduções em todas as esferas do setor público, com destaque para o Governo Central (50,1%). O *superavit* atingiu R\$67,9 bilhões (1,44% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em outubro.

A receita bruta do Tesouro Nacional totalizou R\$709,9 bilhões nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 6,9% em relação ao mesmo período de 2012. Destacaram-se os crescimentos nas arrecadações do IRPJ, 10,1%; da CSLL, 9,3%; da Cofins, 9,3%; e do PIS/Pasep, 8,8%. A arrecadação do imposto de importação aumentou 19,1%, explicada pela evolução do *quantum* importado, da taxa média de câmbio e da alíquota média efetiva. Em oposição, ressaltou-se o recluo de R\$2,7 bilhões na arrecadação da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide-Combustíveis), devido à redução para zero das alíquotas sobre a gasolina e o diesel.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$455,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2013, elevando-se 14,7% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos aumentaram 8,8% e os gastos com custeio e capital, 18,4%, com destaque para os aumentos nas despesas discricionárias, 22,6%; nos gastos com benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/Renda Mensal Vitalícia – RMV), 14,9%; e nas despesas com a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), R\$6,4 bilhões, inexistente até 2012. As despesas com os investimentos incluídos no PAC e os investimentos totais cresceram 10,6% e 5,5%, respectivamente, no período.

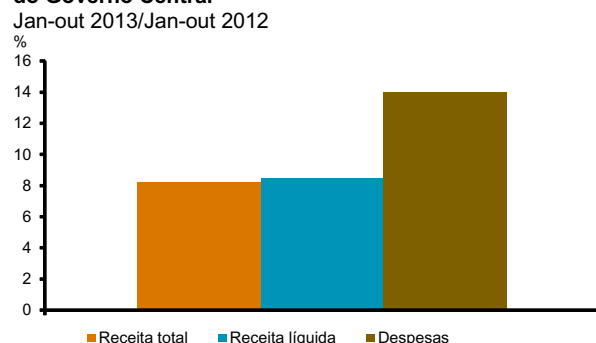
A arrecadação líquida da Previdência Social totalizou R\$239,7 bilhões nos dez primeiros meses de 2013 (aumento

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social
Janeiro-outubro

Discriminação	R\$ bilhões		
	2012	2013	Var. %
Arrecadação bruta	239,7	268,7	12,1
Restituição/devolução	-0,8	-1,5	100,4
Transferência a terceiros	-24,3	-27,4	13,1
Arrecadação líquida	214,7	239,7	11,7
Benefícios previdenciários	256,7	290,1	13,0
Resultado primário	-42,0	-50,3	19,8
Arrecadação líquida/PIB	5,4%	6,1%	
Benefícios/PIB	6,4%	7,4%	
Resultado primário/PIB	-1,0%	-1,3%	

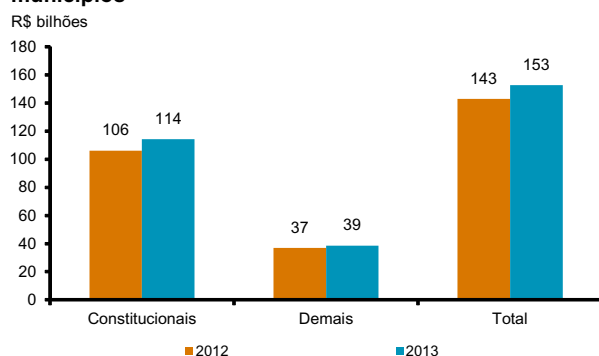
Fonte: Ministério da Fazenda/STN

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



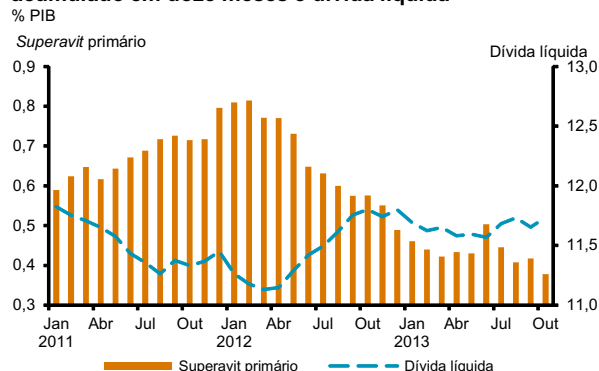
Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios



Fonte: MF/STN

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



de 11,7% em relação ao mesmo período do ano anterior) e as despesas com benefícios somaram R\$290,1 bilhões (aumento de 13,0% em igual período), com elevações respectivas de 8,0% e 3,8% no valor e na quantidade médios mensais dos benefícios pagos. O *deficit* da Previdência atingiu R\$50,3 bilhões nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 19,8% na mesma base de comparação.

As receitas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) somaram R\$935,0 bilhões nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 8,2% em relação a igual período de 2012, e as despesas totalizaram R\$748,8 bilhões, com expansão de 14,0% no mesmo período.

As transferências para os governos regionais atingiram R\$152,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano (aumento de 6,8% em relação a igual período de 2012). Ocorreram crescimentos respectivos de 12,1%, 7,7% e 2,1% no Salário Educação e nas transferências constitucionais e de *royalties*, e recuo de 94,9% nos repasses da Cide-Combustíveis, devido à redução de alíquotas.

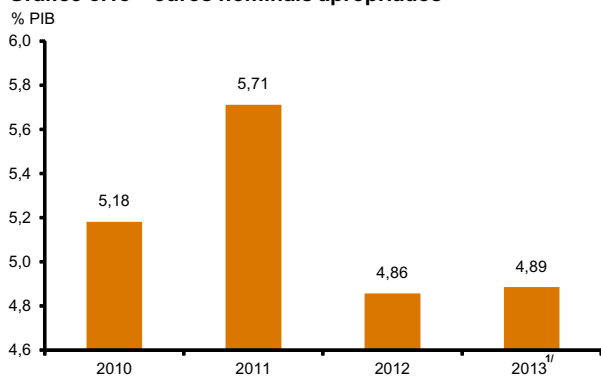
As arrecadações do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) somaram R\$269 bilhões e R\$26 bilhões, respectivamente, nos nove primeiros meses do ano, elevando-se, na ordem, 12,8% e 7,9% em relação a igual mesmo período de 2012.

O *superavit* primário dos estados e municípios atingiu R\$19,2 bilhões nos dez primeiros meses de 2013. A redução de 16,1% em relação ao mesmo período do ano anterior decorreu de recuo de 26,1% no *superavit* dos governos estaduais e de aumento de 128,5% no resultado dos governos municipais.

O resultado primário das empresas estatais foi nulo nos dez primeiros meses do ano (R\$1,2 bilhão no mesmo período de 2012).

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$194,9 bilhões no acumulado do ano, até outubro, elevando-se 9,2% em relação a igual período de 2012. Considerados intervalos de doze meses, os juros nominais somaram 4,89% do PIB em outubro (4,99% do PIB em outubro de 2012).

O resultado nominal do setor público (*superavit* primário e juros nominais apropriados) foi deficitário em R\$143,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano. O financiamento

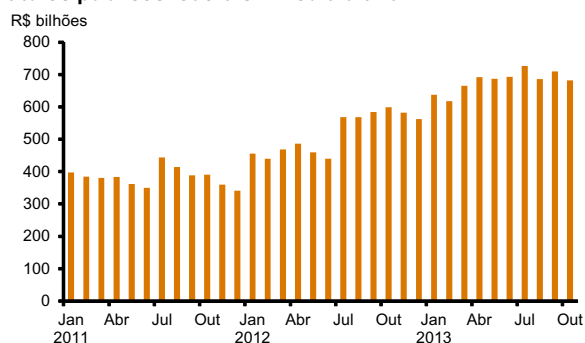
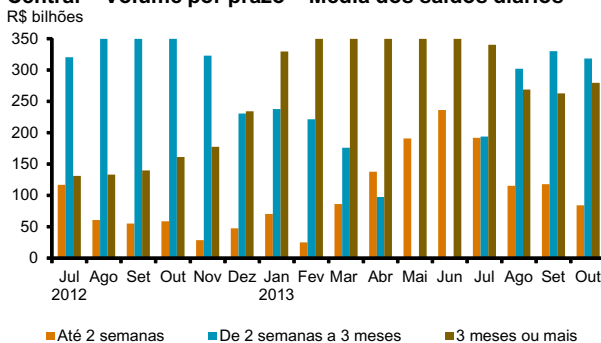
Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

1/ Acumulado em doze meses até outubro.

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2011		2012		Out 2013 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	108,0	2,6	108,9	2,5	162,5	3,4
Primário	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-67,9	-1,4
Juros	236,7	5,7	213,9	4,9	230,4	4,9
Fontes	108,0	2,6	108,9	2,5	162,5	3,4
Financiamento interno	214,4	5,2	131,5	3,0	168,0	3,6
Dívida mobiliária	223,8	5,4	311,4	7,1	148,5	3,2
Dívida bancária	-21,0	-0,5	-207,7	-4,7	3,9	0,1
Outros	11,6	0,3	27,8	0,6	15,6	0,3
Financiamento externo	-106,5	-2,6	-22,6	-0,5	-5,5	-0,1

1/ Acumulado em 12 meses.

Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários**

ocorreu por meio de aumentos das dívidas mobiliária e bancária, neutralizados, em parte, por reduções no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas, com impacto monetário contracionista, de R\$15,6 bilhões no trimestre encerrado em outubro (colocações de R\$129,1 bilhões e resgates de R\$113,6 bilhões). As operações de trocas totalizaram R\$8,2 bilhões, das quais 71% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 23,6% com Letras Financeiras do Tesouro (LFT); e 5,4% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série A (NTN-A). Os resgates antecipados somaram R\$1 bilhão no trimestre, dos quais 90,5% com NTN-B e 9,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F).

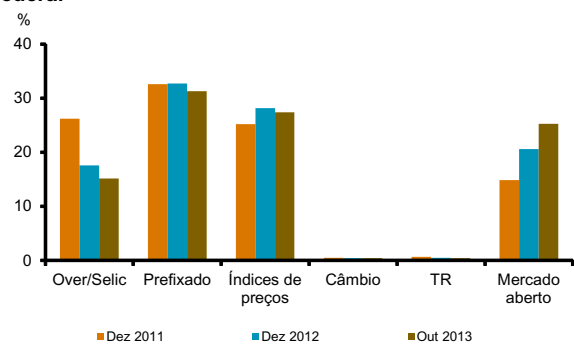
O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$681,6 bilhões em outubro, recuo de 6,2% em relação à média de julho. As operações com prazo de duas semanas a três meses aumentaram de R\$194 bilhões para R\$318,3 bilhões, contrastando com as reduções nas operações de prazo inferior a duas semanas, de R\$192 bilhões para R\$83,8 bilhões, e de prazo de três a sete meses, de R\$340,6 bilhões para R\$279,5 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.933,7 bilhões em outubro (41% do PIB), variando 0,64 p.p. do PIB no trimestre e -1,65 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral decorreu de emissões líquidas de R\$21,4 bilhões no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$48,4 bilhões, e do efeito de R\$0,4 bilhão da apreciação cambial de 3,8%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos atrelados a índices de preços e prefixados atingiram, na ordem, 27,4% e 31,3% em outubro (acréscimos respectivos de 0,5 p.p. e 2,9 p.p. em relação a julho), enquanto a

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



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária

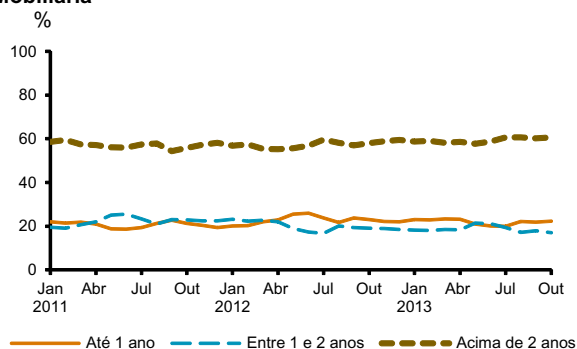


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2011		2012		Out 2013	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 508 547	36,4	1 550 083	35,3	1 654 964	34,9
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	32 727	-2,7	41 536	-1,1	104 881	-0,4
Fatores	32 727	0,8	41 536	0,9	104 881	2,2
NFSP	107 963	2,6	108 912	2,5	143 769	3,0
Primário	-128 710	-3,1	-104 951	-2,4	-51 153	-1,1
Juros	236 673	5,7	213 863	4,9	194 923	4,1
Ajuste cambial	-66 626	-1,6	-56 560	-1,3	-51 438	-1,1
Dívida interna ^{1/}	-3 405	-0,1	-3 171	-0,1	-3 139	-0,1
Dívida externa	-63 221	-1,5	-53 389	-1,2	-48 299	-1,0
Outros ^{2/}	-9 097	-0,2	-5 011	-0,1	13 034	0,3
Reconhecimento de dívidas	487	0,0	-5 805	-0,1	63	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	-547	0,0
Efeito crescimento PIB		-3,5		-2,1		-2,6

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

participação dos títulos indexados a taxa *over*/Selic situou-se em 15,2% (recoo de 1,6 p.p. no período). Complementando essa composição, a parcela dos financiamentos do Banco Central (operações de mercado aberto) no total da dívida mobiliária federal atingiu 25,3% no mês (recoo de 1,7 p.p. em relação a julho).

O valor nocional do estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$140,8 bilhões em outubro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade dos contratos de Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$8,2 bilhões, no conceito caixa.

Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.655,0 bilhões em outubro (34,9% do PIB). A redução de 0,4 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 refletiu os impactos da depreciação cambial de 7,8% no período (-1,1 p.p.); do *superavit* primário (-1,1 p.p.); do crescimento do PIB corrente (-2,6 p.p.); da apropriação de juros nominais (4,1 p.p.); e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,3 p.p.).

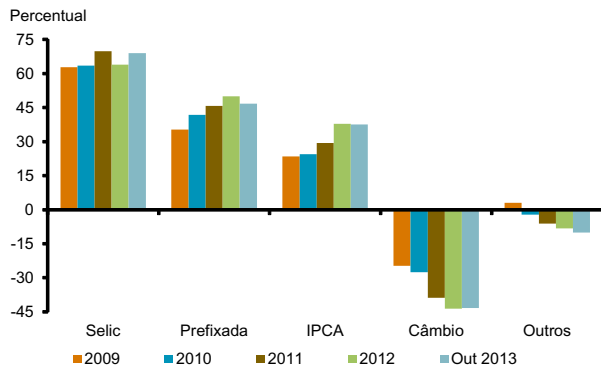
Em relação à composição da DLSP, destacaram-se, no ano, os crescimentos respectivos de 5,0 p.p. e 2,5 p.p. nas participações das parcelas vinculadas à taxa Selic (69,0%) e à Taxa Referencial (TR) (10,7%), e os recuos respectivos de 3,6 p.p. e 3,3 p.p. nas parcelas sem remuneração (10,6%) e pré-fixadas (46,8%).

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.779 bilhões (58,7% do PIB), em outubro, reduzindo 0,2 p.p. em relação a dezembro de 2012.

3.4 Conclusão

A moderação no crescimento do crédito no trimestre encerrado em outubro seguiu a tendência observada desde o início do ano, abrangendo tanto as operações com recursos livres quanto direcionados. No segmento de pessoas físicas, predominaram as modalidades créditos imobiliários e créditos consignados, caracterizadas por taxas de juros e de

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



inadimplência mais reduzidas. Nesse contexto, em que pese a elevação da taxa básica de juros, o mercado de crédito tende a continuar em expansão.

A evolução das contas públicas nos dez primeiros meses do ano refletiu a expansão moderada das receitas, impactada, em parte, pelos efeitos de desonerações concedidas em períodos recentes. Ressalte-se que, no cenário de retomada gradual da atividade econômica e reversão de alguns estímulos tributários, delineia-se crescimento mais robusto da arrecadação.

Projeções da DLSP e a DBGG

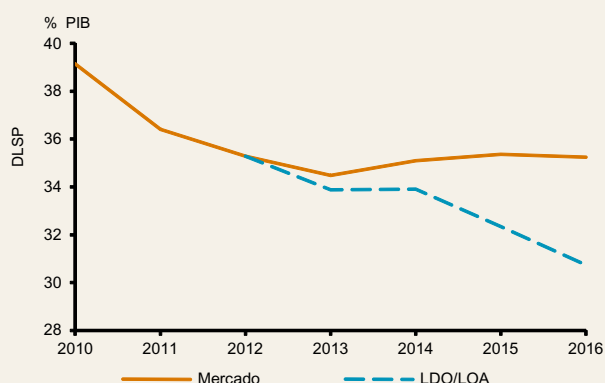
Tabela 1 – Parâmetros para projeções do endividamento público (Focus de 13/dez/2013)

Discriminação	2013	2014	2015	2016
Taxa Selic média (% a.a.)	8,3	10,4	10,9	10,3
IPCA (% a.a.)	5,7	6,0	5,5	5,5
IGP-DI (% a.a.)	5,4	6,0	5,5	5,0
Câmbio - final período (R\$/US\$)	2,3	2,4	2,5	2,5
Crescimento real do PIB (% a.a.)	2,3	2,0	2,5	3,0
Sup. primário (% do PIB)	1,7	1,5	2,1	2,0

Tabela 2 – Parâmetros para projeções do endividamento público (LDO/LOA 2014)

Discriminação	2013	2014	2015	2016
Taxa Selic média (% a.a.)	8,3	9,5	9,4	9,5
IPCA (% a.a.)	5,7	5,3	4,5	4,5
IGP-DI (% a.a.)	5,4	6,0	5,4	5,0
Câmbio - final período (R\$/US\$)	2,3	2,3	2,3	2,3
Crescimento real do PIB (% a.a.)	2,3	4,0	4,0	4,5
Sup. primário (% do PIB)	2,3	2,1	3,1	3,1

Gráfico 1 – Projeções para DLSP



1/ Considerou-se os parâmetros mais atualizados apresentados quando da tramitação dos Projetos da LDO e LOA 2014. Para 2013, considerou-se *superavit* primário de 2,3% do PIB, compatível com a última estimativa anunciada pelo Governo Federal; e para 2014, o *superavit* indicado no PLOA, que prevê dedução de R\$58 bilhões da meta do Governo Central.

Este box analisa a trajetória esperada para a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) nos próximos anos. São utilizadas duas hipóteses para as principais variáveis que afetam o endividamento público: estimativas de mercado, divulgadas no Boletim Focus (Cenário de mercado); e parâmetros constantes na legislação orçamentária para 2014¹ (Cenário Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO/ Lei Orçamentária Anual – LOA 2014) para essas mesmas variáveis. São apresentadas, ainda, as contribuições dos principais fatores condicionantes da DLSP como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) e as estimativas de *superavit* primário requerido para estabilizar essa relação.

Considerado o cenário de mercado (Tabela 1), a relação DLSP/PIB atinge 34,5% ao final de 2013 (recurso anual de 0,8 p.p.), aumenta em 2014 e 2015 e retoma trajetória decrescente em 2016, encerrando em 35,2%. Considerado o cenário LDO/LOA 2014 (Tabela 2), a relação DLSP/PIB, em trajetória basicamente linear, atinge 30,7% ao final de 2016 (Gráfico 1)

A diferença de 3,9 p.p. na evolução da relação DLSP/PIB nos dois cenários considerados, no triênio encerrado em 2016, reflete, em especial, a distinção entre os impactos, no conjunto dos períodos, das projeções para o *superavit* primário (-5,5 p.p. no cenário de mercado e de -8,3 p.p. no cenário LDO/LOA 2014); para a variação cambial (-1,0 p.p. e 0,5 p.p., respectivamente); e para os juros nominais (14,5 p.p. e 12,8 p.p., respectivamente), conforme as Tabelas 3 e 4.

A razão entre a DBGG e o PIB deverá atingir 60,5% no cenário de mercado e 56,8% no cenário LDO/LOA 2014, ao final de 2016, com a diferença entre as projeções sendo decorrente, em especial, da trajetória mais contida

Tabela 3 – Evolução da DLSP (cenário de mercado)

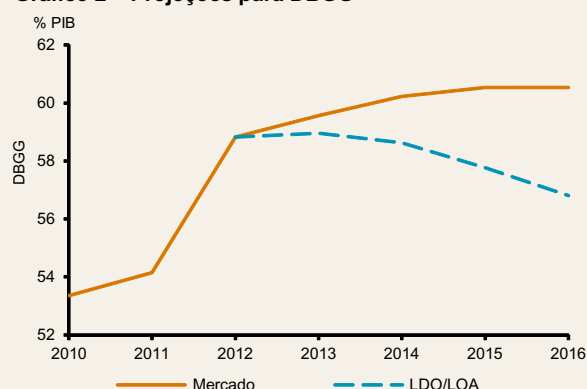
Fatores condicionantes

Discriminação	2012	2013	2014	2015	2016
DLSP – saldo	35,3	34,5	35,1	35,4	35,2
DLSP – variação acum. ano	-1,1	-0,8	0,6	0,3	-0,1
Fatores condicionantes	0,9	2,0	3,2	3,0	2,7
NFSP	2,5	3,3	3,5	2,8	2,7
Primário	-2,4	-1,7	-1,5	-2,1	-2,0
Juros	4,9	5,0	4,9	4,9	4,7
Ajuste cambial	-1,3	-1,9	-0,6	-0,1	-0,3
Dív. int. indexada ao câmbio	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dív. ext. indexada ao câmbio	-1,2	-1,8	-0,6	-0,1	-0,3
Dívida externa – outros ajustes	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Reconhecimento de dívidas	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Privatizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efeito do crescimento do PIB	-2,1	-2,9	-2,5	-2,7	-2,8

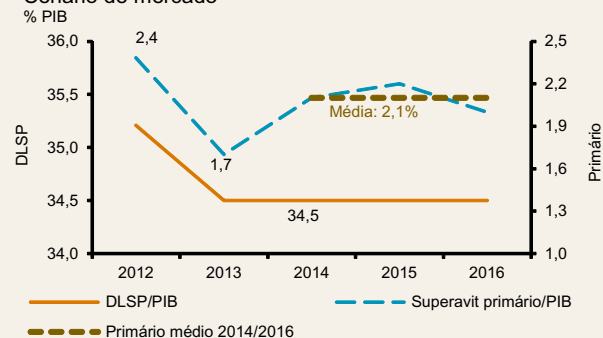
Tabela 4 – Evolução da DLSP (cenário LDO/LOA)

Fatores condicionantes

Discriminação	2012	2013	2014	2015	2016
DLSP	35,3	33,9	33,9	32,3	30,7
DLSP – variação acum. ano	-1,1	-1,4	0,0	-1,6	-1,6
Fatores condicionantes	0,9	1,4	3,1	1,4	1,3
NFSP	2,5	2,7	2,3	1,1	1,0
Primário	-2,4	-2,3	-2,1	-3,1	-3,1
Juros	4,9	5,0	4,4	4,2	4,1
Ajuste Cambial	-1,3	-1,9	0,5	0,0	0,0
Dív. int. indexada ao câmbio	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dív. ext. indexada ao câmbio	-1,2	-1,8	0,5	0,0	0,0
Dív. externa – outros ajustes	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Reconhecimento de dívidas	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Privatizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efeito do crescimento do PIB	-2,1	-2,9	-3,1	-3,0	-2,9

Gráfico 2 – Projeções para DBGG**Gráfico 3 – Primário requerido para estabilizar relação DLSP/PIB no mesmo nível de 2013**

Cenário de mercado



do *superavit* primário no primeiro cenário (Gráfico 2). Importa destacar que, em ambos os exercícios, não estão computadas novas emissões de dívida para lastrear empréstimos a Instituições Financeiras oficiais, entre outras possibilidades.

O *superavit* primário requerido para manter estável a relação DLSP/PIB no patamar previsto para dezembro de 2013 (34,5% do PIB) seria de 2,1% do PIB em 2014; 2,2% do PIB em 2015; e 2,0% do PIB em 2016, com média de 2,1% do PIB no período, considerando as hipóteses do cenário de mercado para as demais variáveis que afetam a evolução daquela relação. Considerando as hipóteses do Cenário LDO/LOA 2014, o *superavit* primário médio requerido para estabilizar a DLSP/PIB seria de 1,6% do PIB, no mesmo período analisado.

O primário médio requerido para estabilizar a relação DBGG/PIB no patamar esperado para 2013 (59,6% do PIB), considerando a hipótese de manutenção dos ativos financeiros públicos nos patamares atuais, seria de 2,3% do PIB de 2014 a 2016, utilizando-se o cenário de mercado; e de 1,9% do PIB, no Cenário LDO/LOA 2014.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2011	2012	2013					
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
PIB								
Estados Unidos	4,9	3,7	1,2	2,8	0,1	1,1	2,5	3,6
Área do Euro	-0,9	-0,3	-1,2	-0,5	-2,1	-0,8	1,2	0,3
Reino Unido	-0,4	0,0	-1,8	2,5	-1,2	1,5	2,7	3,2
Japão	1,2	3,6	-2,0	-3,2	0,6	4,5	3,6	1,1
China ^{1/}	7,4	5,7	9,1	8,2	7,8	6,1	7,8	9,1
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,4	2,9	1,9	1,7	1,7	2,3	1,8	1,4
Área do Euro	-2,5	-1,3	-2,1	-0,4	-1,9	-0,5	0,6	0,3
Reino Unido	2,2	1,1	1,8	0,4	2,3	2,2	1,2	3,2
Japão	2,7	1,6	1,5	-2,0	2,4	4,0	2,7	0,8
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	9,5	5,8	4,5	0,3	9,8	-4,6	4,7	3,5
Área do Euro ^{2/}	-2,4	-4,3	-7,7	-2,3	-4,7	-7,6	0,8	1,6
Reino Unido ^{2/}	-4,7	15,3	-3,2	-9,3	-14,5	0,6	3,1	5,8
Japão	36,4	-8,3	1,5	-8,0	-2,4	-4,1	3,8	0,0
Investimento residencial								
Estados Unidos	12,2	23,0	5,7	14,1	19,8	12,5	14,2	13,0
Área do Euro ^{3/}	-2,0	-2,3	-6,4	-0,8	-5,6	-6,9	2,3	nd
Reino Unido	0,4	-48,0	50,5	-9,2	5,0	-14,7	44,7	2,8
Japão	-4,5	-5,2	11,8	4,4	13,0	9,2	1,3	11,0
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	2,7	4,2	3,8	0,4	1,1	-1,3	8,0	3,7
Área do Euro	1,4	3,4	3,5	2,9	-2,0	-3,8	8,8	0,7
Reino Unido	20,3	-7,0	-1,8	8,4	-6,8	0,3	12,6	-9,1
Japão	-11,6	11,1	-2,0	-14,4	-11,4	16,7	12,2	-2,5
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	5,9	0,7	2,5	0,5	-3,1	0,6	6,9	2,7
Área do Euro	-4,6	0,2	-0,8	1,0	-3,5	-4,6	6,5	4,0
Reino Unido	4,6	2,6	5,9	3,2	-3,7	-3,2	12,0	1,7
Japão	8,1	7,9	5,9	-1,4	-6,8	4,2	7,1	9,2
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-1,5	-1,4	0,3	3,5	-6,5	-4,2	-0,4	0,4
Área do Euro ^{4/}	0,7	-1,1	-1,0	-0,8	0,2	1,1	0,1	0,8
Reino Unido ^{4/}	1,7	10,1	-5,5	1,0	1,1	-0,8	2,1	1,9
Japão	-1,0	9,4	-3,4	0,0	4,3	2,9	6,8	5,8

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

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

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

A economia global – em ambiente de acomodação dos preços das *commodities* e recuo da inflação nas principais economias maduras – manteve crescimento moderado no terceiro trimestre de 2013. A atividade ganhou impulso nos Estados Unidos da América (EUA), Reino Unido e China, e moderou no Japão e na Área do Euro. Em relação à política monetária, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu as taxas básicas de juros para os menores níveis históricos e, nas economias maduras e emergentes, prevalecem, de modo geral, posturas acomodatórias.

4.1 Atividade econômica

Nos EUA, a variação anualizada do PIB atingiu 3,6% no terceiro trimestre de 2013 (2,5% no segundo), destacando-se as contribuições do consumo das famílias (1,0 p.p.), dos estoques (1,7 p.p.), e do setor externo (0,1 p.p.), reflexo de elevações de 3,7% nas exportações e de 2,7% nas importações.

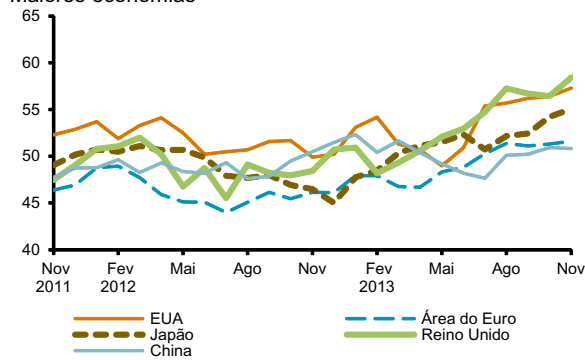
A produção industrial recuou 0,1% em outubro, em relação ao mês anterior, e o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 78,1% no mês, após atingir, em setembro, 78,5%, maior patamar desde julho de 2008. O PMI do setor manufatureiro, em aceleração desde junho, atingiu 57,3 pontos em novembro.

O *Consumer Sentiment Index*, divulgado pela Universidade de Michigan, após alcançar 85,1 pontos em julho deste ano, maior patamar desde julho de 2007, atingiu 82,5 pontos em dezembro. Essa redução na confiança do consumidor refletiu, em parte, a elevação das taxas de juros e o impasse fiscal no governo federal. Foram gerados 578 mil postos no trimestre terminado em novembro (499 mil no encerrado em agosto), e a taxa de desemprego recuou para 7% em novembro (7,3% em agosto).

A variação anualizada dos gastos pessoais com consumo atingiu 1,4% no terceiro trimestre do ano (1,8% no segundo),

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

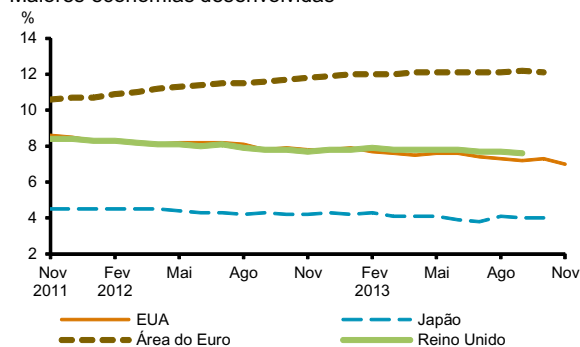
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

a despeito do crescimento de 2,9% da renda pessoal disponível. Assim, a taxa de poupança média aumentou 0,3 p.p., para 5%, no período.

Na área do Euro, a taxa de crescimento anualizada do PIB atingiu 0,3% no terceiro trimestre (1,2% no segundo), com variações de 1,3% na Alemanha, -0,6% na França e -0,5% na Itália. Em outubro, a taxa de desemprego recuou para 12,1%, e o índice de confiança dos consumidores, em recuperação desde o final de 2012, atingiu -14,5 pontos, maior patamar desde junho de 2011, quando registrara -9,9 pontos. O PMI composto atingiu 51,7 pontos em novembro (51,9 pontos em outubro).

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 3,2% no terceiro trimestre (2,7% no segundo), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 2,7% no setor de serviços e de 7,0% na construção. Pela ótica da demanda, destacaram-se as contribuições do consumo privado, 2,1 p.p. e da formação de estoques, 3,4 p.p., e do setor externo, -3,5 p.p. A taxa de desemprego situou-se em 7,6% no trimestre encerrado em setembro (7,8% naquele encerrado em junho).

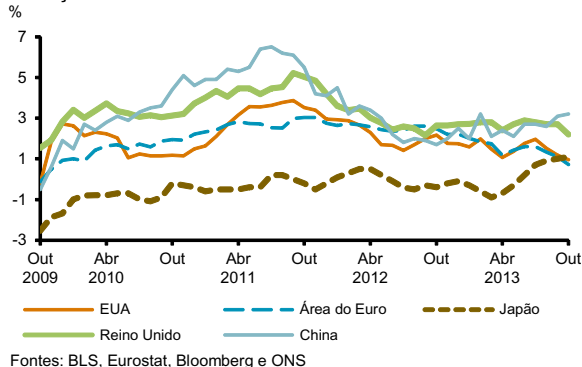
No Japão, o crescimento anualizado do PIB totalizou 1,1% no terceiro trimestre (3,6% no segundo), destacando-se a desaceleração do consumo privado e a contribuição negativa de 1,9 p.p. do setor externo, resultado de variações de -2,5% das exportações e de 9,2% nas importações. Ressalte-se que o PMI composto atingiu 56 pontos em outubro, maior valor da série, iniciada em setembro de 2007.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 9,1% no terceiro trimestre (7,8% no segundo). Considerados intervalos de doze meses, o agregado cresceu 7,8% e 7,5%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em novembro, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram, na ordem, 1,5%, 1,3% e 0,8%, salientando-se que a taxa de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixos atingiu 17,6%; as exportações e as importações aumentaram, na ordem, 12,7% e 5,3%, em relação a igual período de 2012; o *superavit* da balança comercial somou US\$33,8 bilhões; e o PMI atingiu 52,3 pontos, maior patamar desde março.

4.2 Política monetária e inflação

A inflação anual ao consumidor nos EUA atingiu 1% em outubro, menor nível em quatro anos, destacando-se o recuo de 4,8% nos preços da energia. O núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, estabilizou-se em 1,7% no bimestre setembro-outubro, e a variação anual do deflator das Despesas Pessoais de Consumo (DPC) desacelerou para 0,7% em outubro.

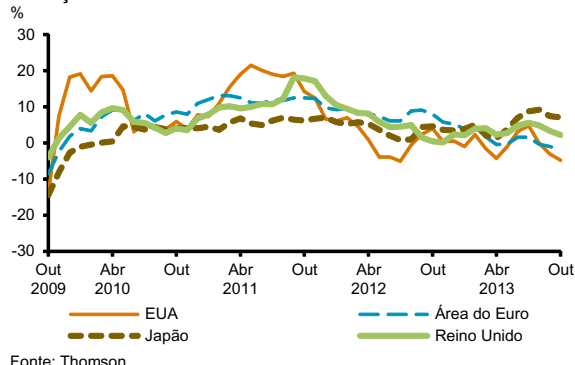
Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual



Nesse contexto, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do Federal Reserve (Fed) manteve a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% – intervalo em que se encontra desde dezembro de 2008 – e ressaltou que a postura acomodaticia da política monetária deve manter-se por tempo considerável, inclusive após o término do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing* – QE). De acordo com o *forward guidance*, instituído em dezembro do ano passado, o Fed prevê níveis excepcionalmente baixos para a taxa dos *Fed funds* pelo menos enquanto a taxa de desemprego se situar acima de 6,5%, a projeção da inflação medida pelo deflator das DPC no horizonte entre um e dois anos não ultrapassar 2,5%, e as expectativas de inflação de longo prazo continuarem bem ancoradas.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) alcançou 0,7% em outubro, menor patamar em quatro anos. As variações dos preços da energia e dos alimentos (inclusive bebidas alcoólicas e fumo) atingiram -1,7% e 1,9%, respectivamente (-0,9% e 2,6% em setembro). O crescimento anual do núcleo do IPCH, que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 0,8% em outubro (1,0% em setembro).

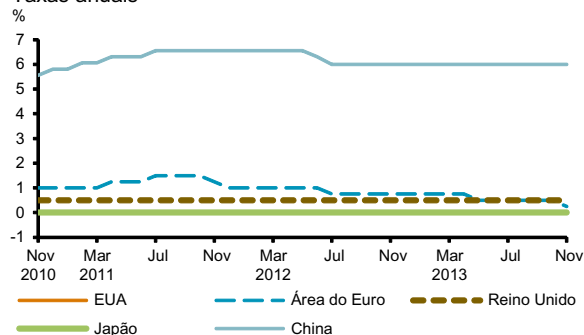
Gráfico 4.4 – Inflação de energia
Variação anual



O BCE decidiu, em novembro, reduzir as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) em 0,25 p.p., para mínimos históricos de 0,25% e 0,75%, respectivamente. A taxa de depósito (*deposit facility*) foi mantida em 0%. Simultaneamente, foi estendido, de meados de 2014 para meados de 2015, o prazo durante o qual os bancos podem obter financiamento junto ao BCE por meio de Operações Principais de Refinanciamento (MRO) e de operações de refinanciamento de longo prazo de três meses (*Long-Term Refinancing Operation* – LTRO). Em conformidade com o *forward guidance*, anunciado em 1º de agosto, o BCE destacou que a postura da política monetária permanecerá acomodaticia pelo tempo necessário e que as taxas de juro de referência permanecerão nos atuais patamares, ou abaixo deles, por um período ainda prolongado.

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

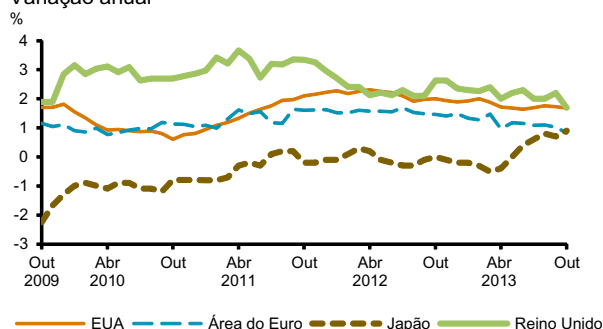
Taxas anuais



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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor

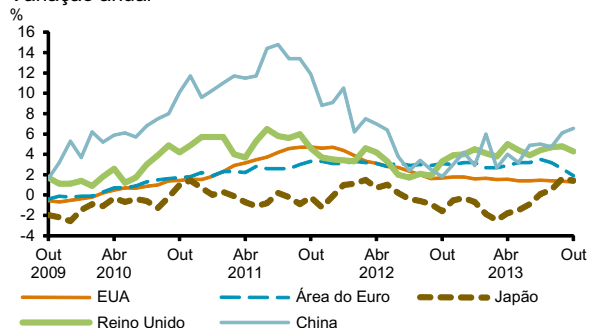
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

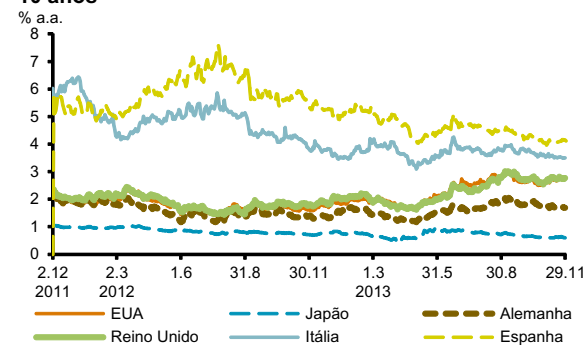
Variação anual



Fonte: Thomson

^{1/} Para Área do Euro, inclui bebidas alcoólicas e tabaco.**Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos**

% a.a.



Fonte: Bloomberg

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 2,2% em outubro (2,7% nos dois meses anteriores), e a inflação de alimentos e de energia, 4,3% e 2,2%, respectivamente, menores patamares no ano. O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve a taxa de juro que remunera a reserva dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5%, patamar vigente desde março de 2009, e o programa de compra de ativos financiado pela emissão de reservas bancárias em £375 bilhões. Consoante o *forward guidance* introduzido em 1º de agosto, o BoE ratificou que não pretende elevar a *Bank rate* ou reduzir o programa de compra de ativos enquanto a taxa de desemprego for superior a 7%, desde que a projeção para a inflação no horizonte de 1,5 a 2 anos não ultrapasse o limite de 2,5%, as expectativas inflacionárias de médio prazo permaneçam bem ancoradas, e o atual expansionismo monetário não ofereça riscos significativos à estabilidade financeira.

No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,1% em outubro, superando 1,0% pela primeira vez em cinco anos. Os preços de alimentos e de energia aumentaram 1,4% e 7,1%, respectivamente, e os núcleos dos preços ao consumidor que excluem alimentos *in natura*, e, adicionalmente, energia e bebidas alcoólicas, variaram 0,9% e 0,3%, respectivamente. No âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, o Banco do Japão (BoJ) ratificou que as operações do mercado monetário serão conduzidas de maneira a ampliar a base monetária entre ¥60 e 70 trilhões ao ano e manteve as diretrizes da política concernentes à compra de ativos.

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

4.3 Mercados financeiros internacionais

O retorno anual de títulos soberanos de 10 anos dos EUA, após atingir 2,99% em 5 de setembro, maior valor desde julho de 2011, encerrou o trimestre em 2,75%, enquanto as remunerações dos títulos correspondentes da Alemanha e Japão recuaram 0,16 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente, para

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)

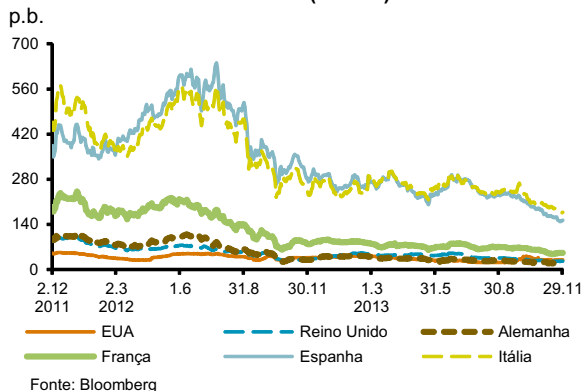


Gráfico 4.10 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)

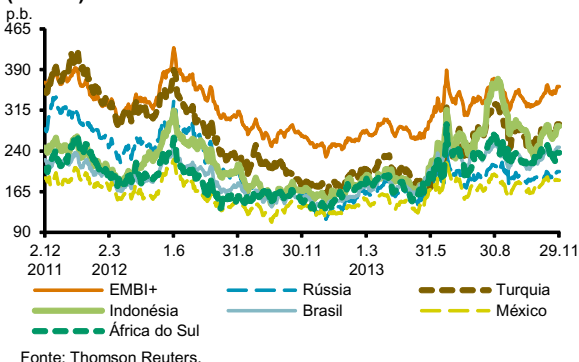


Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão

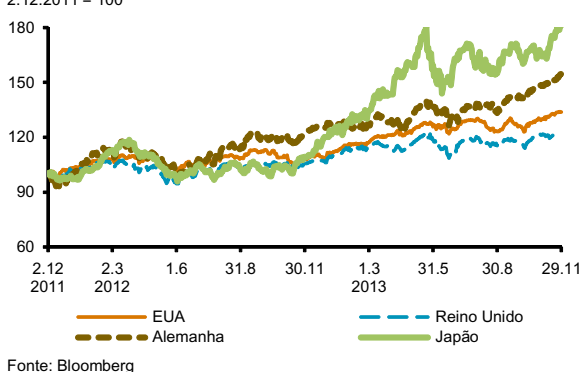
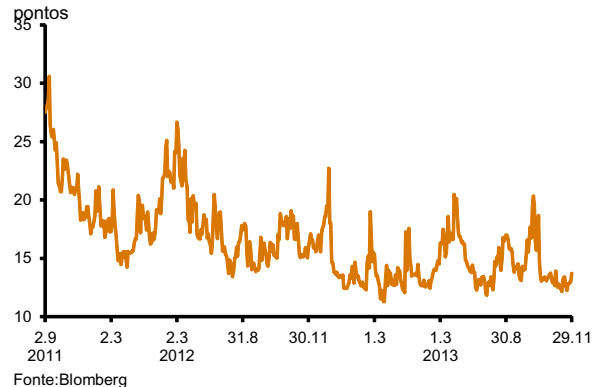


Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade



1,69% e 0,61%. Na Espanha e Itália ocorreram recuos de 0,42 p.p. e 0,31 p.p., com as taxas anuais dos respectivos títulos situando-se em 4,12% e 3,50%.

Os indicadores de risco soberano (*Credit Default Swaps – CDS*) recuaram nas principais economias europeias, reflexo, em parte, de melhora nas perspectivas de crescimento da região e de ações do BCE. Os CDS da Espanha, Itália, França, Reino Unido e Alemanha decresceram, na ordem, 80 p.b., 62,3 p.b., 18,8 p.b., 9,8 p.b. e 5,3 p.b. no trimestre encerrado em novembro, para 153,3 p.b., 178,1 p.b., 51,5 p.b., 26,5 p.b. e 22,7 p.b., respectivamente.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) recuou 13 p.b., para 359 p.b., no trimestre encerrado novembro. Destacaram-se as reduções nos indicadores da Turquia, 37 p.b.; África do Sul, 29 p.b.; Rússia, 10 p.b.; Brasil, 4 p.b.; e México, 9 p.b., que atingiram, na ordem, 289 p.b., 237 p.b., 202 p.b., 247 p.b. e 186 p.b.

A melhora em indicadores econômicos da Europa e o anúncio de plano de reformas liberalizantes na China, além da recente manutenção dos estímulos monetários pelo Fed, impactaram positivamente os índices acionários das principais economias maduras. Destacaram-se as valorizações do *Nikkei 225*, do Japão (17%); *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha (16,1%); e *Dow Jones*, dos EUA (8,6%).

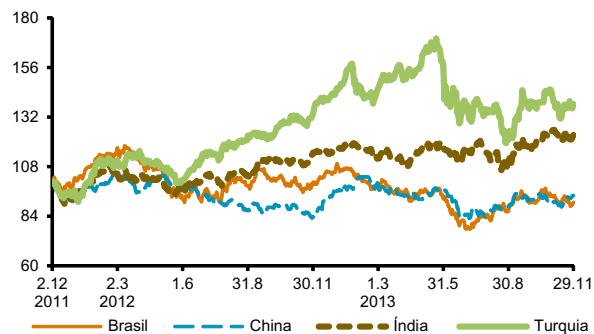
O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *Standard and Poor's 500* (S&P 500) dos EUA, atingiu 20,3 pontos em 8 de outubro, máximo no trimestre encerrado em novembro. Com o fortalecimento das expectativas de resolução do impasse fiscal naquele país, o VIX passou a oscilar em torno de 13 pontos a partir de 18 de outubro e encerrou o período em 13,7 pontos (17,1 pontos em 30 de agosto).

Os mercados acionários de economias emergentes registraram valorizações significativas no trimestre encerrado em novembro. Os índices *Istanbul National 100 Index*, da Turquia; *Sensex*, da Índia; *Shanghai Composite*, da China; e *Ibovespa*, do Brasil elevaram-se, na ordem, 14,1%, 11,7%, 5,8% e 4,9%.

No mesmo período, o dólar dos EUA depreciou em relação ao euro, 2,7%, e à libra, 5,3%, e valorizou-se 4,3% ante o iene. Refletindo a postergação do início do *tapering* pelo Fed, o real e o peso mexicano apreciaram, na ordem, 2,1%

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

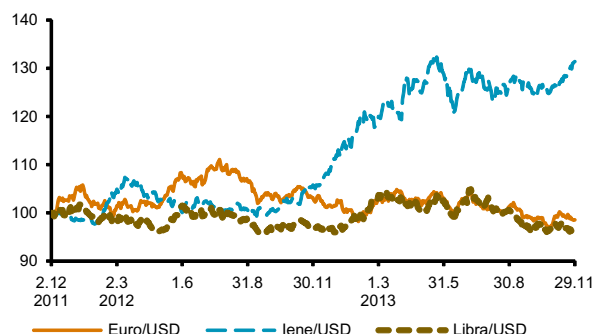
2.12.2011 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

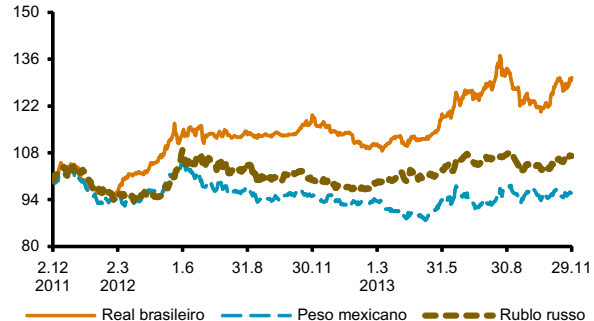
2.12.2011 = 100



Fonte: Bloomberg

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

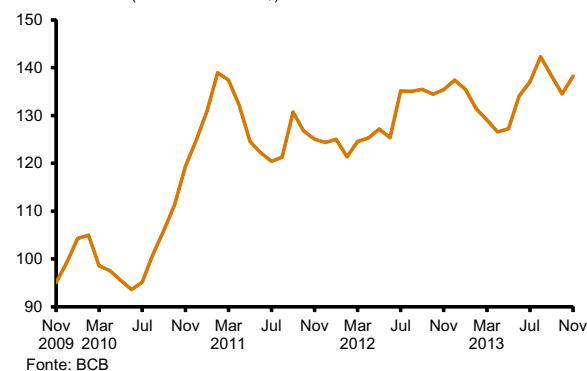
2.12.2011 = 100



Fonte: Bloomberg

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

e 2% em relação ao dólar, enquanto o rublo apresentou relativa estabilidade.

4.4 Commodities

O índice *S&P and Goldman Sachs Spot* recuou 5,6% no trimestre encerrado em novembro: 1,6%, 2,84% e 6,9% nos segmentos de *commodities* metálicas, agrícolas e energéticas, respectivamente. O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, diminuiu 2,8% no período, com reduções respectivas de 2,8%, 3,2% e 1,4% nos segmentos mencionados. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br diminuiu 0,6% em relação ao trimestre encerrado em agosto.

A redução trimestral dos preços das *commodities* agrícolas, em cenário de oferta elevada nos mercados internacionais, refletiu, sobretudo, o aumento da colheita de milho no hemisfério norte e a perspectiva favorável para a safra 2013/2014 no hemisfério sul. Para essa dinâmica também contribuíram prognósticos positivos para a produtividade da cultura de café nas próximas safras brasileira e colombiana e a redução das importações chinesas de algodão. Nesse cenário, de acordo com o índice *S&P and Goldman Sachs*, os preços médios do milho, café e algodão recuaram 9,3%, 10,9% e 10,9%, respectivamente, no trimestre encerrado em novembro; por outro lado, aumentaram as cotações do açúcar, 6,2%; soja, 2,2%; e trigo, 1,1%.

A evolução trimestral dos preços das *commodities* metálicas evidenciou o ritmo moderado da atividade global, destacando-se as reduções respectivas de 4,3%, 3,7%, 3,4% e 1,8% nas cotações do níquel, alumínio, chumbo e cobre. Ressalte-se que, segundo o *Metal Bulletin*, a média mensal da cotação do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou 0,44%, para US\$136,79, no trimestre.

A diminuição das tensões geopolíticas no Oriente Médio e o aumento dos estoques de petróleo nos EUA contribuíram para que a cotação do petróleo tipo *Brent* recuasse 4,82% no trimestre encerrado em novembro. Consideradas médias trimestrais, a cotação da *commodity* avançou 2,29% em relação ao trimestre encerrado em agosto.

4.5 Conclusão

A evolução do PIB das principais economias, no terceiro trimestre de 2013, ratificou a perspectiva de crescimento anual moderado para a atividade global, em ambiente de inflação baixa e manutenção de políticas monetárias acomodáticas nas economias maduras.

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

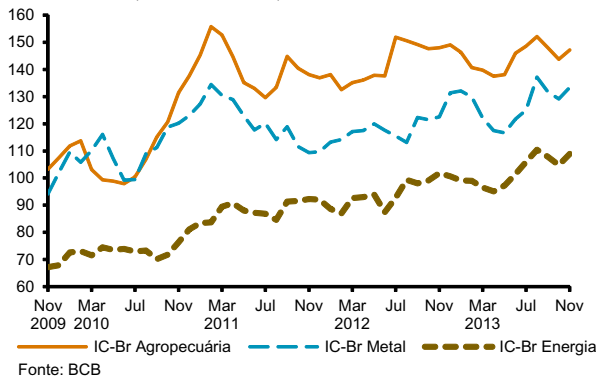


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

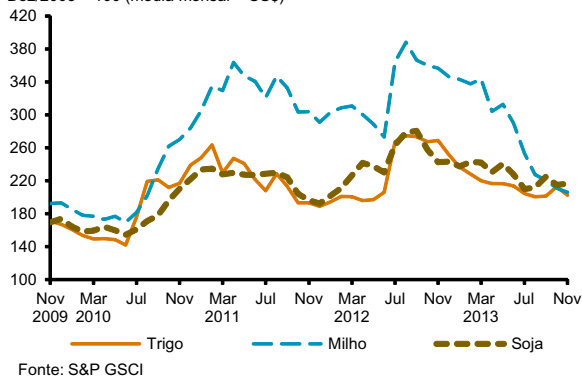


Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

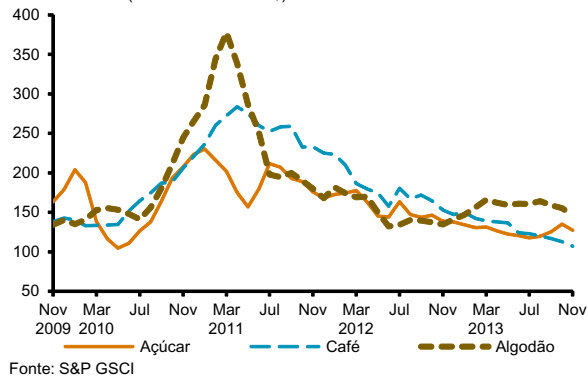
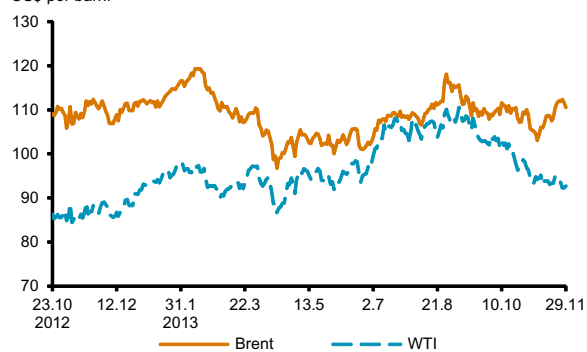


Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Setor externo

A volatilidade das taxas de câmbio aumentou nos mercados internacionais no segundo semestre do ano, movimento associado, em especial, às expectativas em relação ao início do processo de normalização da política monetária nas principais economias maduras, em particular nos EUA. No Brasil, em parte devido à implementação pelo Banco Central do programa de oferta de proteção cambial, a taxa de câmbio, após oscilar de modo expressivo e atingir a cotação máxima do ano em meados de agosto, mostrou menor volatilidade no trimestre encerrado em novembro.

O *deficit* em transações correntes aumentou nos onze primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2012, destacando-se os impactos da reversão do resultado da balança comercial e da elevação de despesas líquidas com serviços, em especial nas contas de viagens e transportes. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros cresceram, com os recursos sob a forma de investimentos diretos, títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizando US\$90,4 bilhões nos onze primeiros meses do ano (US\$80,8 bilhões em igual período de 2012).

5.1 Movimento de câmbio

O *deficit* acumulado no mercado de câmbio contratado, neste ano, atingiu US\$3,5 bilhões até novembro (*superavit* de US\$23,5 bilhões em igual período de 2012). Houve *superavit* de US\$13 bilhões no segmento comercial e saídas líquidas de US\$16,5 bilhões no segmento financeiro.

O Banco Central interveio no mercado de câmbio, via linhas com compromisso de recompra, liquidando vendas de US\$8,2 bilhões no período, incluídas operações de retorno de moeda estrangeira concedida em dezembro de 2012. Ao final de novembro de 2013, o estoque de linhas com recompra atingiu US\$13,7 bilhões.

O estoque de reservas internacionais atingiu US\$362,4 bilhões no conceito caixa e, incluídos os ativos de linha

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012			2013	
	Nov	Jan-nov	Ano	Nov	Jan-nov
Comercial	-2,4	12,6	8,4	4,2	13,0
Exportação	15,4	209,2	224,6	21,6	215,3
Importação	17,8	196,5	216,2	17,4	202,3
Financeiro ^{1/}	7,3	10,9	8,4	-1,7	-16,5
Compras	33,0	350,6	391,6	36,1	406,5
Vendas	25,8	339,7	383,2	37,8	423,0
Saldo	4,9	23,5	16,8	2,5	-3,5

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Exportação	222 831	221 333	-0,7
Importação	205 674	221 426	7,7
Saldo	17 158	-93	...
Corrente de comércio	428 505	442 760	3,3

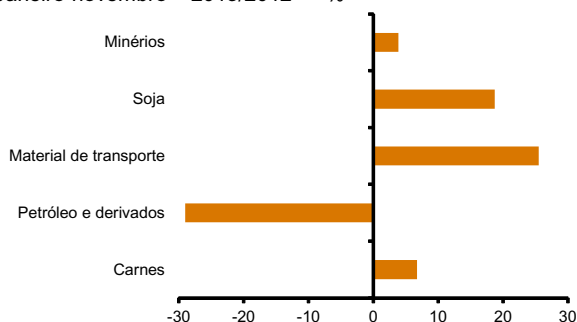
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	964,6	954,0	-1,1
Básicos	451,0	449,2	-0,4
Industrializados	492,1	482,7	-1,9
Semimanufaturados	131,2	119,8	-8,7
Manufaturados	360,9	362,9	0,6
Operações especiais	21,6	22,1	2,2

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-novembro – 2013/2012^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

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

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2012	2013	Var. %
Total	890,4	954,4	7,2
Bens de capital	193,5	204,3	5,6
Matérias-primas	398,3	425,8	6,9
Bens de consumo	156,9	163,0	3,9
Duráveis	88,7	88,6	-0,1
Automóveis de passageiros	37,6	36,0	-4,2
Não duráveis	68,2	74,5	9,3
Combustíveis e lubrificantes	141,7	161,3	13,8
Petróleo	52,6	64,4	22,5
Demais	89,1	96,8	8,7

Fonte: MDIC/Secex

com recompra, US\$376,1 bilhões no conceito liquidez internacional. A posição dos bancos, que reflete as operações no mercado primário de câmbio e as operações com o Banco Central, passou de venda em US\$6,1 bilhões, ao final de 2012, para US\$9,6 bilhões, em novembro de 2013.

5.2 Comércio de bens

A balança comercial foi deficitária em US\$93 milhões nos onze primeiros meses de 2013 (*superavit* de US\$17,2 bilhões em igual período de 2012). As exportações totalizaram US\$221,3 bilhões, as importações, US\$221,4 bilhões, e a corrente de comércio, US\$442,7 bilhões, variando, -0,7%, 7,7% e 3,3%, respectivamente, no período.

De janeiro a novembro deste ano as exportações médias diárias recuaram 1,1% em relação a igual período de 2012. As vendas externas de semimanufaturados decresceram 8,7%, destacando-se os recuos nos itens açúcar em bruto, semimanufaturados de ferro/aço e ferro-ligas. As exportações de produtos manufaturados variaram 0,6% e as de produtos básicos, -0,4%. As vendas de produtos básicos representaram 47,1% do total exportado nos onze primeiros meses de 2013, seguindo-se as participações de manufaturados, 38%, e semimanufaturados, 12,6% (46,8%, 37,4% e 13,6%, na mesma ordem, nos onze primeiros meses de 2012).

A média diária das importações aumentou 7,2% nos onze primeiros meses de 2013, em relação a igual intervalo de 2012, refletindo os crescimentos nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, 13,8%; bens de consumo não duráveis, 9,3%; matérias primas, 6,9%; e bens de capital, 5,6%. As compras de bens de consumo duráveis recuaram 0,1% no período (automóveis de passageiros, -4,2%). A participação de combustíveis e lubrificantes no total importado cresceu 1 p.p. no período, para 16,9%, e as referentes a bens de consumo duráveis, bens de capital e matérias-primas recuaram, na ordem, 0,7 p.p. 0,3 p.p. e 0,1 p.p.

As exportações brasileiras para a Ásia (32,3% do total) cresceram 3,5% nos onze primeiros meses do ano, reflexo de variações respectivas de 11,8% e -6,7% nas direcionadas à China e aos demais países do continente. As vendas externas para a Argentina (8,2% do total) e para a América Latina e Caribe (21,8% do total) elevaram-se 9,1% e 3,4%, na mesma base de comparação. Em oposição, reduziram-se as exportações aos EUA (9,4%), com destaque para a

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

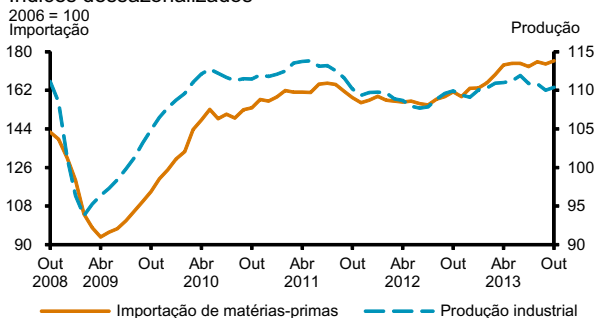


Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados

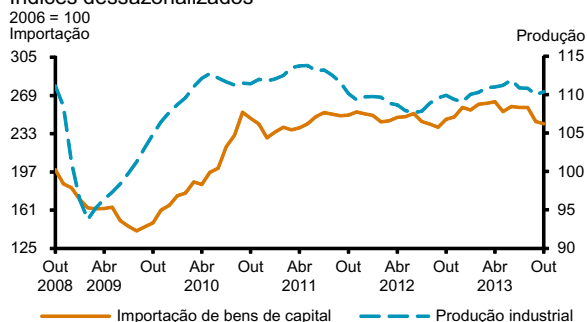


Gráfico 5.4 – Importações por principais produtos
Janeiro-novembro – 2013/2012^{1/} – %

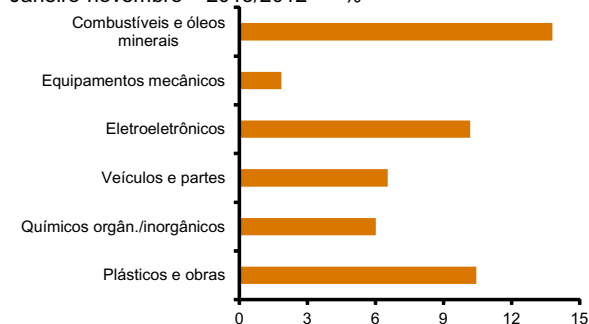
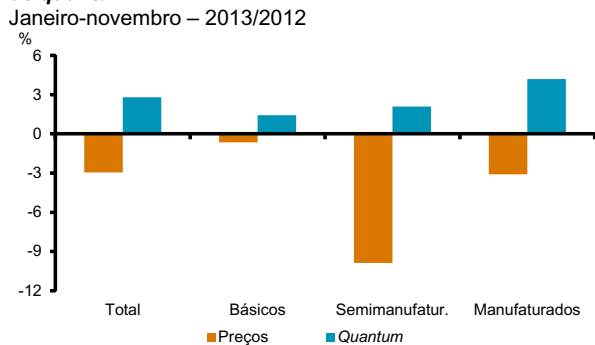


Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum
Janeiro-novembro – 2013/2012



retração nas de petróleo e derivados; à África, 9,1%; ao Oriente Médio, 7%; à Europa Oriental, 5,6%; aos demais países, 5,3%.

As importações provenientes da Ásia e União Europeia aumentaram, na ordem, 4,7% e 6,4% nos onze primeiros meses de 2013, em relação a igual intervalo de 2012, e representaram 30,6% e 21,2%, respectivamente, do total. As compras originárias da África, impulsionadas pelas aquisições de petróleo e derivados, cresceram 25,1%, seguindo-se os aumentos nas procedentes dos EUA, 10,8%; e América Latina e Caribe, 6,7%.

O recuo de 0,7% no valor das exportações nos onze primeiros meses de 2013, em relação a igual período do ano anterior, resultou, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de variações de -2,9% nos preços e 2,8% no *quantum*. Ocorreram reduções de preços e aumentos no volume exportado em todas as categorias de fator agregado, destacando-se o recuo de 9,9% nos preços dos bens semimanufaturados, impactado pela retração nas cotações internacionais de açúcar em bruto, e a elevação de 4,2% no *quantum* de produtos manufaturados, em especial de plataformas para extração de petróleo e automóveis de passageiros.

Na mesma base de comparação, o crescimento de 7,7% no valor das importações decorreu de variações de 9,4% no *quantum* e -1,4% nos preços. Destacaram-se os aumentos respectivos de 19,8% e 10,2% nas quantidades importadas de combustíveis e lubrificantes, e de bens de consumo não duráveis, e os recuos nos preços de combustíveis e lubrificantes, 2,2%, e matérias primas e produtos intermediários, 2,3%.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes atingiu US\$72,7 bilhões nos onze primeiros meses do ano (US\$45,8 bilhões em igual período de 2012). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$81,1 bilhões (3,66% do PIB) em novembro.

As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$43,3 bilhões de janeiro a novembro de 2013. O aumento de 17,9% em relação ao igual período de 2012 refletiu, em grande parte, a expansão de 20%, para US\$17 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais, resultado

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2012	2013	Var. %	2012	2013	Var. %	2012	2013
Total	965	954	-1,1	890	954	7,2	74	0
A.Latina e Caribe	201	208	3,4	152	162	6,7	49	46
Mercosul-5 ^{1/}	111	117	5,1	79	82	3,3	32	35
Argentina	72	79	9,1	64	66	2,3	8	12,8
Demais	39	38	-2,2	15	16	7,8	24	22
Demais	90	91	1,3	73	80	10,3	17	10
EUA ^{2/}	108	98	-9,4	130	144	10,8	-23	-47
UE	196	189	-3,3	190	202	6,4	6	-13
Europa Oriental	17	16	-5,6	15	14	-6,5	1,8	2
Oriente Médio	46	43	-7,0	31	30	-2,8	15	13
Ásia	297	308	3,5	279	292	4,7	19	16
China	165	184	11,8	137	149	8,3	27	35
Outros	133	124	-6,7	141	143	1,1	-9	-19
África	48	43	-9,1	55	69	25,1	-7	-25
Demais	52	49	-5,3	38	41	7,3	14	8

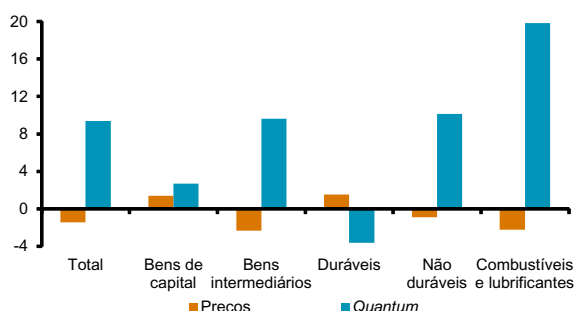
Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-novembro – 2013/2012



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões							
	2012			2013			2014	
	Nov	Jan-nov	Ano	Nov	Jan-nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	
Transações correntes	-6,3	-45,8	-54,2	-5,1	-72,7	-79,0	-78,0	
Balança comercial	-0,2	17,2	19,4	1,7	-0,1	2,0	10,0	
Exportações	20,5	222,8	242,6	20,9	221,3	241,0	255,0	
Importações	20,7	205,7	223,2	19,1	221,4	239,0	245,0	
Serviços	-3,2	-36,7	-41,0	-3,5	-43,3	-47,4	-51,7	
Transportes	-0,8	-8,0	-8,8	-0,7	-9,2	-10,0	-11,2	
Viagens internacionais	-1,3	-14,2	-15,6	-1,3	-17,0	-18,6	-19,0	
Computação e inform.	-0,2	-3,4	-3,9	-0,3	-4,1	-4,3	-5,1	
Aluguel equipamentos	-1,4	-16,9	-18,7	-1,4	-17,0	-18,8	-21,0	
Demais	0,6	5,8	5,9	0,3	4,0	4,3	4,6	
Rendas	-3,0	-28,9	-35,4	-3,5	-32,3	-36,9	-39,4	
Juros	-1,0	-9,6	-11,8	-0,7	-11,5	-13,4	-12,9	
Lucros e dividendos	-2,0	-19,7	-24,1	-2,8	-21,2	-24,0	-27,0	
Salários e ordenados	0,0	0,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,6	
Transferências correntes	0,2	2,6	2,8	0,1	3,0	3,3	3,1	

1/ Projeção.

de elevações respectivas de 0,8% e 14,2% nos gastos de turistas estrangeiros no Brasil e de brasileiros no exterior. As despesas líquidas das contas aluguel de equipamentos e transportes atingiram, na ordem, US\$17 bilhões e US\$9,2 bilhões (aumentos de 0,4% e 14,1%, respectivamente, no período).

As despesas líquidas com juros atingiram US\$11,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2013 (US\$9,6 bilhões em igual período de 2012). As receitas de juros recuaram 15,4%, para US\$4,5 bilhões (US\$3,1 bilhões relativos à remuneração das reservas internacionais), e os pagamentos de juros ao exterior cresceram 7,2%, para US\$16 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$21,2 bilhões de janeiro a novembro de 2013 (elevação de 7,5% em relação a igual período de 2012), reflexo de aumentos nas receitas (4,3%) e nas despesas (7%) que, respectivamente, somaram US\$4,5 bilhões (maior valor para o período) e US\$25,7 bilhões. As remessas brutas de lucros e dividendos relativos a Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) pelas empresas industriais e de serviços representaram, na ordem, 55,7% e 41,2% do total, no período.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$3 bilhões nos onze primeiros meses de 2013 (aumento de 13,9% em relação a igual intervalo de 2012). Os ingressos líquidos para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias de destino de migrantes brasileiros, somaram US\$922 milhões (recuo de 14,9% no período).

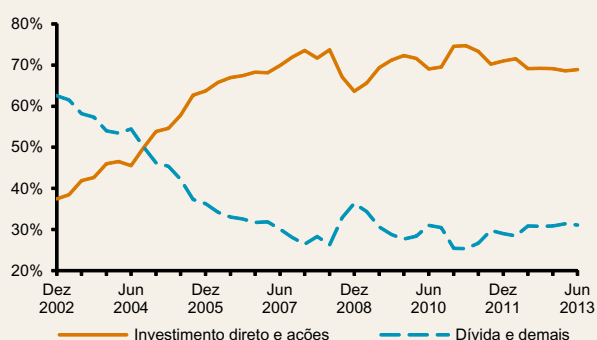
5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$69,6 bilhões nos onze primeiros meses deste ano, mesmo patamar de igual intervalo de 2012, US\$69,8 bilhões. Os retornos líquidos dos investimentos brasileiros diretos no exterior somaram US\$3,3 bilhões, com amortizações líquidas de US\$18,1 bilhões de empréstimos intercompanhia. Em relação à participação de brasileiros em empreendimentos no exterior, os novos investimentos líquidos em participação no capital de empresas subsidiárias no exterior atingiram US\$14,8 bilhões no ano, até novembro (US\$7,2 bilhões em igual intervalo de 2012).

Investimento Direto: concentração e comparação internacional

O passivo externo brasileiro sofreu transformações estruturais ao longo da última década. A participação de investimentos estrangeiros diretos e de ações passou de 37%, em dezembro de 2002, para 69%, em junho de 2013, enquanto a representatividade do endividamento externo (empréstimos, títulos e demais instrumentos) recuou de 63% para 31% (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Composição do passivo externo brasileiro



Especificamente sobre investimento estrangeiro direto na modalidade participação no capital, o estoque totalizou US\$563 bilhões em junho de 2013 (38% do total de passivos externos). Por sua vez, o estoque estimado de investimentos brasileiros diretos no exterior, na mesma modalidade, atingiu US\$254 bilhões, inferior somente às reservas internacionais, no âmbito de ativos externos brasileiros. Nesse contexto, o boxe analisa a evolução e concentração dos estoques de investimento direto de estrangeiros no Brasil (IED) e de brasileiros no exterior (Investimentos Brasileiros Diretos – IBD), e realiza breve comparação internacional.

O Brasil figura como importante país receptor de capital estrangeiro e investidor no exterior. Em 2011, os estoques de IED e de IBD atingiram US\$695 bilhões e US\$206 bilhões, respectivamente, quatro e duas vezes os valores registrados em 2005¹.

Com base no Censo de Capitais Estrangeiros, infere-se que jurisdições consideradas paraísos fiscais e centros financeiros internacionais respondiam em 2011 por US\$214 bilhões, 36,4% do estoque total do investimento estrangeiro direto – participação no capital, considerado o critério de investidor imediato.

Ainda sobre concentração, o índice de Hirschman-Herfindahl (IHH)² por país do investidor imediato atingiu

1/ A fonte de dados para o IED é o Censo de Capitais Estrangeiros: <http://www.bcb.gov.br/?CENSOCE>. Para o IBD, foram utilizados os resultados da pesquisa de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE): <http://www4.bcb.gov.br/rex/cbe/port/cbe.asp>. De forma suplementar, há dados disponíveis na série de Posição de Investimento Internacional (PII): <http://www.bcb.gov.br/?SERIEPIIH>.

2/ O IHH varia entre zero (0%), concentração nula, e um (ou 100%), concentração plena, cenário no qual apenas um país seria a origem de todo o investimento.

Gráfico 2 – Índice HH – Investimento estrangeiro direto no Brasil – Participação no capital

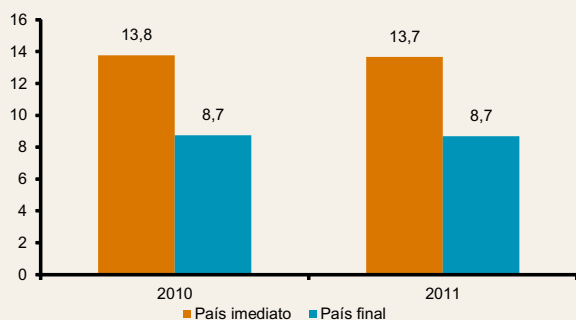


Gráfico 3 – Índice HH – Investimento direto brasileiro no exterior – Participação no capital – Por país de destino imediato

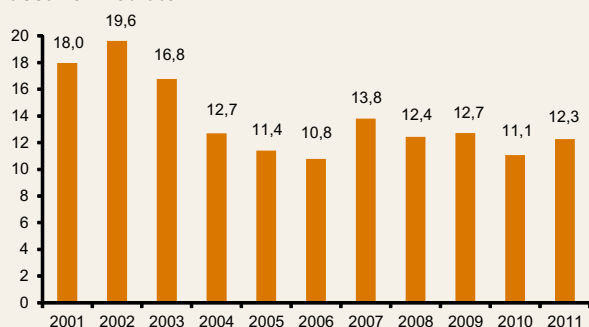


Tabela 1 – Estoques de investimento direto no país

Países selecionados

Estoque de IED no país / Estoque mundial de IED (%)				
Discriminação	2000	2005	2010	2011
Economias em desenvolvimento	24,4	26,3	35,7	36,7
Brasil	1,6	1,6	3,3	3,3
Argentina	0,9	0,5	0,4	0,5
Chile	0,6	0,7	0,8	0,8
China	2,6	2,3	2,9	3,4
Colômbia	0,1	0,3	0,4	0,5
Índia	0,2	0,4	1,0	1,0
México	1,4	1,9	1,6	1,4
Rússia	0,4	1,5	2,4	2,2
Venezuela	0,5	0,4	0,2	0,2
Economias desenvolvidas	75,6	73,7	64,3	63,3

Fonte: Unctad, <http://unctadstat.unctad.org/>

13,7%, em 2011, enquanto o IHH por país final situou-se em 8,7%. Esses valores são interpretados pela literatura como indícios de baixa concentração³ (Gráfico 2). A diferença entre os dois índices, dependendo da definição de país do investidor utilizada, evidencia a relevância dos investimentos diretos no Brasil provenientes de países que atuam como simples passagem para o capital, concentrando grande parte do investimento no Brasil.

No que se refere a investimentos brasileiros diretos no exterior, considerado o país de destino imediato, o IHH recuou de 18%, em 2001, para 12,3%, em 2011 (Gráfico 3), valores interpretados, respectivamente, como concentração moderada e não concentrado³. A redução do IHH é resultado da diversificação dos investimentos brasileiros diretos no exterior. Países que em 2001 eram irrelevantes no recebimento de investimentos brasileiros passaram a ser grandes receptores de capital brasileiro em 2011, como: Áustria, Países Baixos, Venezuela e Peru.

O índice HH do investimento estrangeiro direto no Brasil, por país imediato, é superior ao calculado para o investimento brasileiro no exterior nos anos 2010 e 2011. Há, portanto, indício de que o investimento direto de brasileiros no exterior é mais diversificado que o investimento de estrangeiros no Brasil.

A participação do IED do Brasil no total dos estoques mundiais passou de 1,6%, em 2000, para 3,3% em 2011. Note-se que a representatividade dos estoques das economias em desenvolvimento aumentou de 24,4% para 36,7%, no período, destacando-se China, Brasil, Rússia e Índia (Tabela 1).

A participação do Brasil como investidor direto no resto do mundo se deslocou de 0,6%, em 2000, para 0,9% em 2011, enquanto a das economias em desenvolvimento aumentou de 11,5% para 20,2%. Destaque-se, no período, a ampliação das participações de China, Rússia, Índia, Chile e México (Tabela 2).

A razão entre o estoque de IED e o PIB (Tabela 3) aponta aumento da importância do capital estrangeiro

3/ Em análise do *U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission*, no documento *Horizontal Merger Guidelines*, IHH de até 15% indicam mercados não concentrados: <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html>; Murthy (2012) analisou grau de concentração do IED mundial e sugeriu que índices até 18% indicam baixa concentração: http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/9037/18/18_abstract.pdf; http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/9037/13/13_chapter%205.pdf

Tabela 2 – Estoques de investimento direto no exterior

Países selecionados

Estoque de investimento direto no exterior / Estoque mundial de IDE (%)

Discriminação	2000	2005	2010	2011
Economias em desenvolvimento	11,5	12,7	18,4	20,2
Brasil	0,6	0,6	0,9	0,9
Argentina	0,3	0,2	0,1	0,1
Chile	0,1	0,2	0,3	0,4
China	0,3	0,5	1,5	2,0
Colômbia	0,0	0,1	0,1	0,1
Índia	0,0	0,1	0,5	0,5
México	0,1	0,5	0,5	0,5
Rússia	0,3	1,2	1,7	1,7
Venezuela	0,1	0,1	0,1	0,1
Economias desenvolvidas	88,5	87,3	81,6	79,8

Fonte: Unctad, <http://unctadstat.unctad.org/>

Tabela 3 – Estoques de investimento direto no país

Estoque de IED / PIB (%)

Discriminação	2000	2005	2010	2011
Economias em desenvolvimento	25,3	25,8	31,2	28,6
Brasil	19,0	20,6	31,8	28,1
Argentina	23,8	30,1	23,9	21,9
Chile	59,1	63,9	74,1	69,1
China	16,2	11,9	9,9	9,9
Colômbia	11,2	25,2	28,8	28,7
México	16,0	26,8	32,0	26,2
Rússia	12,4	23,6	33,0	24,6
Venezuela	30,3	30,6	10,5	14,1
Índia	3,5	5,2	12,2	10,9
Economias desenvolvidas	22,8	25,4	32,3	30,4

Fonte: Unctad, <http://unctadstat.unctad.org/>

Tabela 4 – Estoques de investimento direto no exterior

Estoque de IDE / PIB (%)

Discriminação	2000	2005	2010	2011
Economias em desenvolvimento	12,9	13,3	16,7	16,3
Brasil	8,1	9,0	8,8	8,2
Argentina	7,4	12,7	8,2	7,1
Chile	14,4	18,4	27,9	31,5
China	2,3	2,5	5,3	5,9
Colômbia	3,0	6,1	8,2	9,6
México	1,3	7,6	10,1	9,7
Rússia	7,8	19,2	24,6	19,5
Venezuela	6,6	6,5	4,1	5,9
Índia	0,4	1,2	5,8	5,8
Economias desenvolvidas	28,5	32,4	42,6	39,4

Fonte: Unctad, <http://unctadstat.unctad.org/>

tanto em economias em desenvolvimento quanto em desenvolvidas, nas quais a relação atingiu 28,6% e 30,4%, respectivamente, em 2011 (25,3% e 22,8%, em 2000). No mesmo período, a razão IED/PIB aumentou 9,1 p.p., para 28,1%, no Brasil, ante expansão média de 3,3 p.p. no grupo de países em desenvolvimento. Em alguns países, a exemplo de Argentina, China e Venezuela, as taxas de crescimento do estoque de IED foram inferiores às taxas de expansão do (PIB).

Como esperado, as estatísticas apontam relação entre estoques de investimento direto no exterior (IDE) e o PIB mais elevada em economias desenvolvidas do que em economias em desenvolvimento, na ordem, 39,4% e 16,3%, em 2011. Especificamente sobre o Brasil, a relação IDE/PIB não aumentou de 2000 a 2011, período em que houve elevações importantes no Chile, Colômbia, México, e nos demais países dos BRIC's (Tabela 4).

Em síntese, o estoque de IED do Brasil em relação ao total mundial aumentou no período recente, passando de 1,6% do total global, em 2000, para 3,3%, em 2011. A participação de outras economias emergentes, como China e Rússia, também cresceu no período. A análise dos estoques de IED no Brasil, por país do investidor imediato e final, indica que paraísos fiscais e centros financeiros são a origem de parcela importante dos recursos destinados ao Brasil.

O estoque de IED aumentou, no mesmo período, em relação ao total mundial (a participação do Brasil passou de 0,6% para 0,9% do total), mas se mantiveram estáveis comparativamente ao PIB do país. A evolução do IHH por economias de destino imediato indicou desconcentração deste estoque, no período, à semelhança do ocorrido com o IED.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões bilhões						
	2012			2013			2014
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	7,0	69,8	72,0	4,1	69,6	71,0	95,8
Investimentos diretos	6,1	63,0	68,1	8,8	60,8	64,0	56,0
Brasileiros no exterior	1,5	3,1	2,8	0,5	3,3	1,0	-7,0
Estrangeiros no país	4,6	59,9	65,3	8,3	57,5	63,0	63,0
Participação	2,9	47,5	52,8	5,3	38,0	42,0	45,0
Intercompanhias	1,7	12,4	12,4	3,1	19,4	21,0	18,0
Investimentos em carteira	1,8	7,6	8,8	-0,9	27,7	28,0	20,0
Ativos	-0,1	-7,1	-7,8	-0,2	-8,2	-8,5	-
Passivos	1,9	14,7	16,5	-0,8	35,9	36,5	20,0
Derivativos	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
Outros investimentos	-0,9	-1,0	-5,0	-3,8	-19,0	-21,0	19,8
Ativos	-4,4	-21,1	-24,5	-7,4	-38,1	-45,7	-9,8
Passivos	3,5	20,1	19,5	3,6	19,1	24,7	29,6

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2012			2013			2014
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	3,6	36,1	44,3	6,1	36,1	43,0	24,6
Bônus públicos	-	3,9	3,9	3,3	4,1	4,1	-
Títulos privados	1,9	11,7	13,5	0,5	7,9	10,4	6,4
Empréstimos dir.	1,7	20,5	26,9	2,4	24,1	28,6	18,2
Empréstimos CP ^{2/}	-0,1	-0,8	-4,0	-	1,5	-	-
Títulos CP (líq.)	-	-0,1	-0,1	-	-	-	-
Portfolio no país (líq.)	0,3	8,2	11,0	-1,4	36,7	36,0	20,0
Taxas de rolagem ^{3/}							
Total:	267%	196%	188%	144%	98%	100%	100%
Títulos	829%	237%	177%	54%	88%	100%	100%
Empréstimos dir.	151%	179%	194%	213%	102%	100%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$57,5 bilhões (redução de 4,1% em relação ao total dos onze primeiros meses de 2012), dos quais US\$38 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$19,4 bilhões a empréstimos intercompanhias. Destacaram-se, entre os ingressos brutos na modalidade IED – Participação no capital, empresas dos setores comércio, serviços financeiros, transportes, produtos químicos e veículos automotores.

As aplicações líquidas de investimentos de brasileiros em carteira, no exterior, atingiram US\$8,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano (US\$6,7 bilhões sob a forma de títulos estrangeiros e US\$1,5 bilhão em ações de empresas estrangeiras).

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$35,9 bilhões; os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras, US\$10,7 bilhões; e as aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$25,7 bilhões (US\$5,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2012).

Não ocorreram operações de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa de curto prazo, negociados no exterior, nos primeiros onze meses de 2013. Em relação aos papéis de médio e longo prazos, as amortizações líquidas de *notes* e *commercial papers* somaram US\$1,1 bilhão, com desembolsos de US\$7,9 bilhões e amortizações de US\$9 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 88% (237% nos onze primeiros meses de 2012). Os ingressos líquidos de bônus da República totalizaram US\$522 milhões no período, destacando-se a reabertura, em maio, do *Global 23* (captação de US\$800 milhões) e, em novembro, a emissão do *Global 25b* (US\$3,3 bilhões). O Tesouro Nacional resgatou antecipadamente US\$2,7 bilhões de bônus, dando sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público (US\$2 bilhões referentes ao valor de face dos títulos e US\$668 milhões ao ágio). No total, as amortizações somaram US\$3,5 bilhões.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aplicações líquidas no exterior de US\$38,1 bilhões no período de janeiro a novembro de 2013, com aumentos de US\$3,1 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros e de US\$8,8 bilhões nos demais setores. As concessões líquidas de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, somaram US\$26,9 bilhões.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012		2013		2014
	Jan-nov	Ano	Jan-nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	352,0	352,0	373,1	373,1	360,7
Compras líquidas do Bacen	18,2	12,7	-8,2	-10,2	15,7
A termo	7,0	7,0	-	-	-
Spot	11,2	11,2	-	-	-
Linhas com recompra	-	-5,5	-8,2	-10,2	15,7
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-6,5	-6,6	-5,1	-5,1	-3,4
Desembolsos	-	-	0,7	0,7	-
Amortizações	-3,4	-3,4	-2,9	-2,9	-0,5
Juros	-3,2	-3,2	-3,0	-3,0	-2,9
Remuneração das reservas	4,0	4,4	3,1	3,4	3,5
Outras variações	4,4	4,1	-6,4	-6,4	-
Variações por preço	1,9	1,4	-3,5	-3,5	-
Variações por paridades	0,9	0,8	-4,0	-4,0	-
Demais ^{2/}	1,6	1,8	1,2	1,2	-
Compras do Tesouro Nacional	6,5	6,6	5,8	5,8	3,4
Variação total	26,5	21,1	-10,7	-12,5	19,2
Posição das reservas – Caixa	378,6	373,1	362,4	360,7	379,9
Saldo de linhas com recompra	-	5,5	13,7	15,7	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	378,6	378,6	376,1	376,4	379,9

1/ Projeção.

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

Os desembolsos líquidos de outros investimentos estrangeiros, empréstimos junto a bancos e organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, atingiram US\$19,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2013 (US\$20,1 bilhões em igual intervalo de 2012). Os ingressos líquidos de créditos comerciais junto a fornecedores somaram US\$22,1 bilhões. A conta de empréstimos diretos junto a bancos, agências de financiamento, compradores e organismos internacionais gerou amortizações líquidas de US\$808 milhões (US\$6,9 bilhões de desembolsos líquidos nos onze primeiros meses de 2012).

Os empréstimos estrangeiros de curto prazo totalizaram desembolsos líquidos de US\$1,5 bilhão, ante amortizações líquidas de US\$778 milhões nos onze primeiros meses de 2012.

As reservas internacionais totalizaram, em novembro, US\$362,4 bilhões no conceito caixa e US\$376,1 bilhões no conceito liquidez, recuando US\$10,7 bilhões e US\$2,5 bilhões, respectivamente, em relação a dezembro de 2012. No período, houve vendas líquidas de US\$8,2 bilhões de operações de linhas com recompra; a receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$3,1 bilhões; e as variações por preços e por paridades reduziram os estoques em US\$3,5 bilhões e US\$4 bilhões, respectivamente.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais no conceito liquidez totalizariam US\$376,4 bilhões ao final de 2013. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões; despesas de juros de US\$3 bilhões; e amortizações de US\$2,9 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para novembro de 2013, o serviço da dívida externa aumentou 35,8% em relação à posição apurada de dezembro de 2012. As exportações de bens recuaram 0,6% no período e a razão entre esses indicadores aumentou para 30,5%. A dívida bruta e o PIB em dólares decresceram 0,3% e 1,5%, respectivamente, e a dívida líquida reduziu sua posição credora no período, resultando na elevação da relação dívida bruta/PIB para 14,1%, e da relação dívida líquida/PIB para -3,9%.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011 Dez	2012 Dez	2013 Jun Set Nov ^{2/}		
Exportações de bens	256,0	242,6	239,8	239,6	241,1
Exportações de bens e serviços	294,2	282,4	279,5	278,7	280,0
Serviço da dívida	52,6	54,1	61,2	75,1	73,5
Dívida externa bruta	298,2	312,9	318,0	307,7	311,9
Dívida externa líquida	-72,9	-89,7	-78,1	-90,9	-86,8
Reservas internacionais (liquidez)	352,0	378,6	371,1	376,0	376,1
Reservas internacionais (caixa)	352,0	373,1	369,4	368,7	362,4
PIB	2 475	2 247	2 231	2 221	2 214
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	12,0	13,9	14,3	13,9	14,1
Dívida líquida/PIB (%)	-2,9	-4,0	-3,5	-4,1	-3,9
Dívida bruta/exportações	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Dívida líquida/exportação	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	20,5	22,3	25,5	31,3	30,5
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	17,9	19,2	21,9	26,9	26,2
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	118,0	121,0	116,7	122,2	120,6
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	118,0	119,3	116,1	119,8	116,2

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

2/ Dados estimados.

A relação entre a dívida bruta e as exportações manteve-se em 1,3, e a razão entre a dívida líquida (superavitária) e as exportações, em -0,4. A razão entre as reservas internacionais (liquidez) e a dívida bruta passou de 121% para 120,6%, no período.

5.6 Conclusão

O *deficit* em transações correntes atingiu 3,66% do PIB no período de doze meses encerrado em novembro (3,71% em outubro). As perspectivas apontam estabilização nesse patamar, com desaceleração do *deficit* em serviços e resultados mais favoráveis na balança comercial.

O financiamento do *deficit* em transações correntes segue ocorrendo confortavelmente, com os fluxos de investimento direto consistindo na modalidade de capital estrangeiro de maior relevância. A participação de investidores internacionais em programas de concessão de infraestrutura e de exploração de petróleo sugere que, no médio prazo, os fluxos de investimento direto continuarão a ter participação significativa no financiamentos da conta corrente.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2012			2013			2014
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,3	-45,8	-54,2	-5,1	-72,7	-79,0	-78,0
Balança comercial	-0,2	17,2	19,4	1,7	-0,1	2,0	10,0
Exportações	20,5	222,8	242,6	20,9	221,3	241,0	255,0
Importações	-20,7	-205,7	-223,2	-19,1	-221,4	-239,0	-245,0
Serviços e Rendas	-6,2	-65,6	-76,5	-7,0	-75,6	-84,3	-91,1
Viagens	-1,3	-14,2	-15,6	-1,3	-17,0	-18,6	-19,0
Juros	-1,0	-9,6	-11,8	-0,7	-11,5	-13,4	-12,9
Lucros e dividendos	-2,0	-19,7	-24,1	-2,8	-21,2	-24,0	-27,0
Demais	-1,9	-22,1	-24,9	-2,2	-25,8	-28,3	-32,2
Transferências	0,2	2,6	2,8	0,1	3,0	3,3	3,1
Conta capital e finan.	7,2	67,8	70,2	4,2	70,7	72,2	97,2
Conta capital	0,1	-2,0	-1,9	0,1	1,1	1,2	1,4
Investim. brasileiros ^{2/}	-3,0	-25,1	-29,5	-7,1	-43,0	-52,5	-16,8
Investim. estrang.	7,1	80,8	90,4	9,5	94,0	99,7	87,4
IED	4,6	59,9	65,3	8,3	57,5	63,0	63,0
Ações totais ^{3/}	-0,3	2,3	5,6	0,9	10,7	10,0	10,0
Títulos no país	0,6	5,6	5,1	-2,3	25,7	26,0	10,0
Emprést. e tít. LP	2,2	13,9	18,6	2,6	-1,4	0,7	4,4
Títulos públicos	-	0,1	0,1	1,1	0,5	0,5	-
Títulos privados	1,7	6,8	6,0	-0,4	-1,1	-	-
Empréstimos dir.	0,6	9,0	13,0	1,2	0,4	-	-
Demais ^{4/}	-	-2,1	-0,5	0,6	-1,2	0,1	4,4
Emprést. e tít. CP	-0,1	-0,9	-4,1	-	1,5	-	-
Demais ^{5/}	3,0	14,1	11,1	1,7	18,5	23,8	25,3
Erros e omissões	-0,5	1,9	3,0	-	-1,2	-	-
Ativos de reserva	-0,4	-23,8	-18,9	1,0	3,2	6,8	-19,2
Memo:							
Transações corr./PIB (%)	-2,2	-2,4		-3,6	-3,6	-3,5	
IED / PIB (%)	2,9	2,9		2,8	2,9	2,9	

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 2013 e a estimativa para 2014. As revisões consideraram dados ocorridos desde o Relatório de Inflação publicado em setembro, atualizações do cenário econômico, e estatísticas mais recentes do estoque do endividamento externo do país e de seu serviço.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2013 foi elevada para US\$79 bilhões (3,6% do Produto Interno Bruto – PIB). A revisão resultou de elevação nas estimativas para as remessas líquidas de serviços e rendas, de US\$80,1 bilhões para US\$84,3 bilhões. As projeções para as exportações e importações foram mantidas em US\$241 bilhões e US\$239 bilhões, respectivamente, resultando em *superavit* anual de US\$2 bilhões.

A estimativa para o *deficit* da conta serviços passou de US\$43,1 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$47,4 bilhões, destacando-se as elevações nas estimativas para despesas líquidas com aluguel de equipamentos, de US\$17,6 bilhões para US\$18,8 bilhões, e para despesas com viagens internacionais, de US\$17,2 bilhões para US\$18,6 bilhões. A projeção das despesas líquidas com juros recuou US\$0,2 bilhão, para US\$13,4 bilhões; a relativa a lucros e dividendos permaneceu em US\$24 bilhões; e a referente a transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes, aumentou US\$200 milhões, para US\$3,3 bilhões.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2013 foi reduzido para US\$71 bilhões. As projeções para investimentos brasileiros diretos nas modalidades participação no capital (saídas líquidas de US\$17 bilhões) e empréstimos intercompanhia (ingressos líquidos de US\$18 bilhões) resultaram em retornos líquidos de US\$1 bilhão. A projeção de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) foi ampliada em US\$3 bilhões, para US\$63 bilhões,

destacando-se os fluxos relativos a leilões de campos de petróleo (do Pré-Sal).

No âmbito de investimentos em carteira, foram reduzidas em US\$4 bilhões as projeções para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em renda fixa no país (US\$26 bilhões), e mantidas as estimativas de ingressos líquidos em ações (US\$10 bilhões). A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior permaneceu em 100%.

O resultado líquido das operações de linha com recompra efetuadas pelo Banco Central, de janeiro à segunda semana de dezembro de 2013, atingiu US\$10,2 bilhões, resultantes de compras de US\$7,2 bilhões e vendas de US\$17,4 bilhões. Considerada a estimativa de *deficit* de US\$1,2 bilhão para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, os ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, aumentariam US\$9 bilhões no ano.

O *deficit* da conta corrente para 2014 está estimado em US\$78 bilhões (3,5% do PIB). Projeta-se *superavit* comercial de US\$10 bilhões, com elevações de 5,8% nas exportações, em parte, reflexo das perspectivas de intensificação do ritmo de atividade econômica em países de destino das vendas externas brasileiras, e de 2,5% nas importações.

Estima-se *deficit* na conta de serviços de US\$51,7 bilhões, com remessas respectivas de US\$21 bilhões, US\$19 bilhões e US\$11,2 bilhões relativas a despesas líquidas de aluguel de equipamentos, viagens internacionais e transportes. As remessas líquidas de lucros e dividendos e pagamentos líquidos de juros foram projetadas em US\$27 bilhões e US\$12,9 bilhões, respectivamente, e os ingressos de transferências unilaterais, em US\$3,1 bilhões.

Projetam-se ingressos líquidos de IED de US\$63 bilhões para 2014. Os investimentos brasileiros diretos no exterior, em linha com o processo de internacionalização das empresas brasileiras, de acordo com as projeções, deverão gerar aplicações líquidas de US\$7 bilhões. Os investimentos líquidos em ações e em papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico estão estimados em US\$10 bilhões, em cada uma das modalidade. As taxas de rolagem, por hipótese, deverão situar-se em 100%.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2012			2013			2014
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,6	-49,8	-58,6	-5,4	-75,9	-82,4	-81,5
Capitais (líquido)	8,8	71,1	75,3	10,4	72,6	81,2	82,0
Inv. Estrangeiro Direto	4,6	59,9	65,3	8,3	57,5	63,0	63,0
Inv. Estrangeiro carteira	0,3	7,6	10,4	-0,7	33,7	35,0	20,0
Empréstimos MLP	3,0	18,3	23,7	2,0	-1,0	0,6	3,8
Crédito comerciais	2,2	10,7	4,3	2,4	22,5	27,8	27,8
Bancos	-0,8	-6,1	-10,0	0,5	0,4	-	0,6
Demais	3,0	16,9	14,3	1,9	22,1	27,8	27,3
Inv. brasileiro no exterior	-0,7	-21,9	-25,4	-0,7	-37,6	-43,5	-32,0
Demais	-0,5	-3,6	-3,0	-0,9	-2,5	-1,8	-0,6
Hiato financeiro	2,2	21,2	16,7	5,0	-3,3	-1,2	0,5
Compras líquidas BCB	-	-18,2	-12,7	1,3	8,2	10,2	-15,7
Depósitos de bancos	-2,2	-3,1	-4,0	-6,3	-5,0	-9,0	15,2

1/ Projeção.

Admite-se ainda as hipóteses de que as recompras do Banco Central em operações de linha deverão atingir US\$15,7 bilhões em 2014, e de que o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado será superavitário em US\$500 milhões. Dessa forma, haveria redução de US\$15,2 bilhões no saldo dos depósitos mantidos, no exterior, por bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro.

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 2013. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2015 e para o crescimento do PIB até o terceiro trimestre de 2014. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 10,00% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 26 e 27 de novembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,35/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam todo o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 6 de dezembro de 2013.

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

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 5,77% em novembro, 0,24 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até novembro de 2012. O aumento da inflação deveu-se à aceleração dos preços livres, que variaram 7,31% em doze meses até novembro (1,08 p.p. acima da registrada até novembro de 2012), a despeito de alguma moderação na margem. No mesmo período, os preços administrados por contrato e monitorados apresentaram a menor taxa de variação (0,95%) da série histórica iniciada em 1994, 2,55 p.p. abaixo da registrada em novembro de 2012. No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis foi de 8,29% em doze meses, e a dos comercializáveis, de 6,20%. Ainda sobre comercializáveis, importa destacar certo arrefecimento dos preços do grupo de alimentos e bebidas, que variaram 8,63% em doze meses (1,45 p.p. abaixo da variação até novembro de 2012 e 5,37 p.p. inferior à observada até abril de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços atingiu 8,55% em doze meses até novembro (8,24% até novembro de 2012), permanecendo em patamar superior ao da variação dos preços livres. Em síntese, a inflação de serviços segue em níveis elevados, e observam-se pressões, ainda que decrescentes, no segmento de alimentos e bebidas.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado evolução similar à da inflação plena. A média das variações mensais se deslocou de 0,56% em outubro para 0,54% em novembro, quando atingiu 6,22% no acumulado em doze meses (5,37% até novembro de 2012). O núcleo do IPCA por médias aparadas sem suavização passou de 0,52% em outubro para 0,55% em novembro; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio e combustíveis, de 0,51% para 0,57%. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas com suavização, recuou de 0,58% para 0,45%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,61% para 0,52%. Já o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio manteve-se em 0,60%.

O índice de difusão do IPCA ficou em 68,2% em novembro, superando o valor observado em novembro de 2012 (62,7%). Assim, a média do índice nos últimos três meses atingiu 64,6% (1,4 p.p. abaixo da média observada entre setembro e novembro de 2012).

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparada à inflação ao consumidor, alcançou 0,28% em novembro, 0,35 p.p. abaixo da registrada em outubro. Dessa forma, o índice

acumula variação de 5,49% em doze meses até novembro (7,22% até novembro de 2012). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 5,02% em doze meses até novembro, resultado de deflação de 0,90% no segmento agropecuário e de alta de 7,44% no segmento de produtos industriais. O IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,59% em doze meses até novembro (5,89% até novembro de 2012). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 8,16% em doze meses (7,06% até novembro de 2012), com variação de 9,92% no custo de mão de obra e de 6,31% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O indicador coincidente de atividade econômica, IBC-Br, que fornece estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, avançou 3,3% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior (expansão de 1,3% em agosto na mesma base de comparação). Dessa forma, o nível de atividade nos três primeiros trimestres desse ano superou o registrado no mesmo período do ano anterior em 2,8%. Já a taxa de crescimento do IBC-Br acumulada em doze meses até setembro atingiu 2,5%.

O ICC, da FGV, aumentou em novembro, revertendo parte do recuo observado em outubro. De acordo com a série livre de influências sazonais, essa recuperação ocorreu principalmente em função de melhora na percepção em relação ao futuro, haja vista que a percepção sobre a situação atual se manteve relativamente estável. O índice de confiança do empresário industrial, medido pela FGV, mostrou ligeira recuperação em novembro, de acordo com dados dessazonalizados. Da mesma forma, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), também medido pela FGV, aumentou pelo quarto mês consecutivo em novembro, mas, ainda assim, se situa 5,2% abaixo do nível observado no mesmo mês de 2012. Por seu turno, o ICS registrou o terceiro recuo consecutivo em novembro.

A atividade fabril expandiu 0,6% em outubro, após crescer 0,5% em setembro, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. O aumento da produção em outubro foi disseminado, na medida em que houve variação positiva em 21 dos 27 ramos de atividade pesquisados. Cabe notar que a produção geral em outubro foi 0,9% superior à de outubro de 2012, resultando em avanço também de 0,9% no crescimento acumulado em doze meses. A produção de bens de capital registrou a maior taxa de expansão dentre as quatro categorias de uso (9,9% em doze meses), seguida pela de bens de consumo duráveis (1,6%). Por outro lado, houve recuo na produção de bens semiduráveis e não duráveis (-0,1%) e na de bens

intermediários (-0,2%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, de acordo com dados da CNI, houve crescimento de 4,6% nos primeiros dez meses do ano, em termos reais, em relação ao mesmo período do ano anterior, porém, ao mesmo tempo, o número de horas trabalhadas aumentou apenas 0,1%.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 84,3% em novembro (90,4% no setor de materiais de construção; 84,8% no de bens intermediários; 83,6% no de bens de consumo; e 83,5% no de bens de capital). Segundo o índice da CNI, dessazonalizado pelo Banco Central, o Nuci foi de 82,0% em outubro. Já no que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, mostrou estabilidade desde a divulgação do último Relatório. Nesse contexto, em novembro, 8,4% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo, e 1,6%, nível de estoques insuficientes, de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, o nível de estoques permanece alto nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis; e houve redução significativa do nível de estoques no setor de materiais de construção ao longo dos últimos três meses.

As vendas do comércio varejista continuam em expansão, a despeito de alguma moderação na margem. A taxa de crescimento do volume de vendas no comércio varejista restrito alcançou 4,1% em setembro, em relação a setembro de 2012; e a do comércio ampliado, 7,5%. Em doze meses até setembro, as vendas reais do comércio ampliado cresceram 4,9% – com expansão em todos os dez segmentos pesquisados pelo IBGE – e as do comércio varejista restrito, 4,8%. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial e pela expansão moderada do crédito.

O PIB a preços de mercado recuou 0,5% no terceiro trimestre de 2013, após crescer 1,8% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados e divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, houve expansão de 2,2% (ante 3,3% no segundo trimestre). Dessa forma, a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres alcançou 2,3%. O recuo do indicador da produção de bens e de serviços no terceiro trimestre se deveu, em grande parte, à diminuição de 3,5%, em relação ao trimestre anterior, da produção no setor agropecuário, de acordo com a série livre de influências sazonais. Já a atividade na indústria e no setor

de serviços se manteve estável, com crescimento de 0,1% em ambos os setores.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – cresceu 1,0% no terceiro trimestre, ante o anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012, quadragésima expansão consecutiva nessa base de comparação. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 1,2% em relação ao trimestre anterior e 2,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012. Já a FBCF recuou 2,2% em relação ao trimestre anterior, mas aumentou 7,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012. Assim, a taxa de crescimento da FBCF em quatro trimestres alcançou 3,7%, com a taxa de investimento da economia se posicionando em 18,3%. O setor externo também contribuiu negativamente para a taxa de crescimento no terceiro trimestre, com exportações diminuindo 1,4% ante o segundo trimestre e importações recuando 0,1%.

O IBGE divulgou estimativa para a taxa de desemprego referente a outubro nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação se deslocou de 5,4% em setembro para 5,3% em outubro – atingindo o mínimo da série histórica iniciada em 2002. Cabe notar que a redução da taxa de crescimento da PIA ao longo dos últimos anos tem contribuído para a manutenção da taxa de desocupação em níveis historicamente baixos. Dessa forma, em doze meses até outubro, a oferta de mão de obra, medida pela População Economicamente Ativa (PEA) nas seis regiões metropolitanas cobertas pela pesquisa, diminuiu 0,5%. Por sua vez, o rendimento médio real habitual cresceu 1,8% em outubro, em relação ao mesmo mês de 2012; e a massa salarial real, 1,4%. A evolução da renda real do trabalho tem apresentado dispersão regional considerável, com altas anuais significativas no rendimento médio real habitual em Porto Alegre (5,6%) e no Rio de Janeiro (4,6%) e, ao mesmo tempo, recuos em Recife (-2,5%) e Salvador (-5,5%). O emprego formal celetista mostra arrefecimento na margem, embora continue em expansão. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 682 mil postos de trabalho entre novembro de 2012 e outubro de 2013 (ante 954 mil nos doze meses até outubro de 2012).

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – constituiu elemento importante para a sustentação do crescimento do consumo das famílias. O saldo total de crédito

às pessoas físicas alcançou R\$1.214,9 bilhões em outubro, com crescimento nominal de 16,7% em relação a outubro de 2012. Em particular, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são financiadas principalmente com recursos direcionados, cresceu 34,5% no mesmo período e atingiu R\$326,4 bilhões, o que corresponde a 6,9% do PIB. Os indicadores de inadimplência têm mostrado recuos na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo, haja vista a gradual recuperação do ritmo de atividade econômica.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.395,1 bilhões em outubro (12,9% superior ao observado em outubro de 2012). A taxa de juros média praticada nesse segmento atingiu 14,8%, com alta de 0,8 p.p. em relação à taxa média observada em outubro de 2012. Por sua vez, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos a pessoas jurídicas pelo BNDES alcançou R\$487,2 bilhões – crescimento de 15,0% em doze meses até outubro. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$7,2 bilhões no ano e R\$10,3 bilhões nos doze meses até outubro de 2013. Por sua vez, os lançamentos de debêntures alcançaram R\$65,7 bilhões e R\$82,7 bilhões nos mesmos períodos, respectivamente, excluindo as emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*). No total, o financiamento das empresas no mercado de capitais atingiu R\$100,6 bilhões de janeiro a outubro de 2013, ante R\$98,3 bilhões no mesmo período do ano anterior.

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$2,2 bilhões em novembro (US\$21,0 bilhões em novembro de 2012). Esse resultado adveio de US\$241,1 bilhões em exportações e US\$238,9 bilhões em importações, com variações de -1,6% e 6,7%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2012. Em doze meses até outubro, o *quantum* exportado aumentou 1,8% e o preço médio das exportações recuou 3,7%, enquanto o *quantum* importado avançou 8,8% e o preço médio das importações diminuiu 1,5%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$82,2 bilhões em outubro, equivalente a 3,7% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$24,8 bilhões em termos líquidos. Já as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos”, que, em grande parte, destinam-se à exploração de petróleo e de minerais

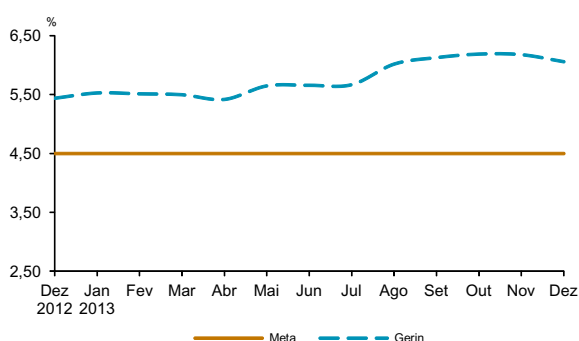
alcançaram US\$18,8 bilhões em doze meses até outubro (US\$18,6 bilhões em outubro de 2012). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados no mencionado período alcançaram US\$42,0 bilhões (US\$34,4 bilhões em outubro de 2012). Note-se que os investimentos estrangeiros diretos – que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos – totalizaram US\$59,1 bilhões em doze meses até outubro, equivalente a 2,6% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do último Relatório, indicadores de volatilidade e de aversão ao risco se apresentaram mais moderados. Em certa medida, a perspectiva de manutenção de posturas acomodáticas em importantes economias maduras no médio prazo contribuiu para reduzir a volatilidade e a aversão ao risco.

Sobre atividade global, desde o último Relatório, indicadores antecedentes apontam ritmo de atividade se consolidando em economias maduras, em particular nos Estados Unidos, e em economias emergentes. Cabe notar, porém, que a economia global ainda enfrenta período de incerteza acima da usual, com desequilíbrios fiscais persistentes, notadamente na Área do Euro.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent*, desde a divulgação do último Relatório, apresentou-se volátil e recuou para patamar próximo a US\$110. A complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, houve alta de 1,7% nos preços das metálicas e recuo de 6,1% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 6 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava recuo de 2,5% em relação ao registrado na data de corte do último Relatório.

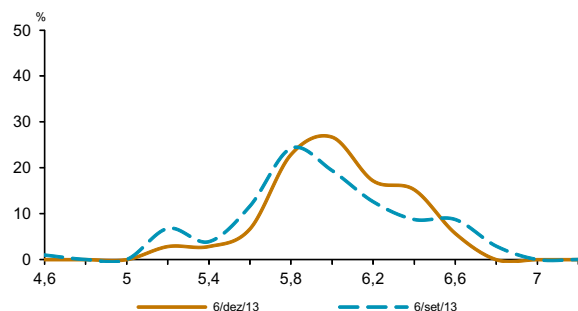
Gráfico 6.1 – Evolução das expectativas de mercado e das metas referentes à inflação doze meses à frente



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2013 manteve-se em 2,35%, entre 6 de setembro, data de corte do último Relatório, e 6 de dezembro. Para 2014, a taxa de crescimento recuou de 2,28% para 2,10%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 5,82% para 5,70% para 2013; de 5,85% para 5,92%, para 2014; permanecendo em 5,50%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,13% para 6,04%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde

Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014

Frequência relativa



a divulgação do último Relatório, houve diminuição da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2014, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções recuou de 0,41% para 0,31%.

6.2 Riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário central com base no qual o Comitê toma decisões.

Do lado externo, em linhas gerais, desde o último Relatório, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global moderada no curto prazo. De fato, as evidências ainda apontam taxas de crescimento para este ano, em economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial. No horizonte relevante para a política monetária, entretanto, as perspectivas apontam intensificação do ritmo da atividade global. Nos mercados internacionais, os preços de *commodities* têm mostrado certa acomodação e tem se observado maior volatilidade e tendência de apreciação do dólar dos Estados Unidos. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade relativamente estável no próximo ano, em comparação a 2013. Cabe notar que progressos adicionais em termos de ganhos esperados dependem do fortalecimento da confiança de firmas e famílias. Também se apresenta como aspecto importante do contexto doméstico a dinâmica do mercado de trabalho, bem como a natural e esperada correção de preços relativos, resultante da depreciação e da volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres, que constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos.

No âmbito internacional, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal, as perspectivas de recuperação de economias maduras continuam amparadas em dados positivos sobre o nível de atividade, inclusive para países da Área do Euro. Nos Estados Unidos, reafirmam-se sinais positivos advindos do mercado imobiliário e, principalmente, do mercado de trabalho, em ambiente que combina níveis moderados de inflação e recuperação no ritmo de atividade. Em relação a riscos para a atividade global, cabe mencionar

os decorrentes da estratégia de remoção, pelo *Federal Reserve*, de incentivos monetários introduzidos via ações convencionais e não convencionais de política no pós-crise de 2008. Na Área do Euro, altas taxas de desemprego, aliadas aos esforços de consolidação fiscal e a incertezas políticas, ainda se traduzem em recuo de investimentos e em baixo crescimento. No horizonte relevante, ainda pesam riscos para a atividade associados ao ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros, à corrente de comércio e aos fluxos de capitais. Nesse sentido, eventos recentes – a melhora no ritmo de atividade global e a elevada volatilidade nos mercados financeiros internacionais – constituem forças que se contrapõem. O Comitê também destaca a relevância da transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários; e consumo, no caso das famílias. Nesse contexto, nas principais economias emergentes, a despeito da resiliência da demanda doméstica, de modo geral tem-se observado crescimento abaixo das expectativas. Entretanto, indicadores recentes sugerem esgotamento do processo de acomodação da atividade nessas economias e que, no horizonte relevante para a política monetária, as taxas de crescimento tendem a permanecer relativamente elevadas, todavia, em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

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

O Copom considera que, desde o último Relatório, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, como os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos e da forte inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Nesse período, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos de economias maduras permaneceram em patamares historicamente elevados, especialmente no caso da Área do Euro. No que se refere a economias emergentes, de modo geral, os prêmios de risco implícitos em ativos financeiros permaneceram em patamares elevados. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a volatilidade dos mercados financeiros tende a reagir à publicação de novos indicadores e/ou a sinalizações feitas por autoridades que apontem para o início (ou sua

iminência) do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Na Área do Euro, têm sido foco de atenção os baixos níveis de inflação e a avaliação do sistema bancário, aspectos que, eventualmente, podem demandar ações do BCE. Em resumo, apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Nos mercados internacionais, os índices de preços de *commodities* têm mostrado certa acomodação, em que pesem discrepâncias entre as dinâmicas dos preços dos três grandes segmentos (energia, metálico e agrícola), com os preços agrícolas em declínio e os de energia em elevação no acumulado em doze meses. Note-se que, desde o último Relatório, tanto o IC-Br medido em dólares dos Estados Unidos, quanto o CRB, mostraram ligeiro recuo. Especificamente sobre o preço do petróleo, é importante ressaltar que sua influência sobre a inflação doméstica não se materializa exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas de consumidores e de empresários.

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

No âmbito doméstico, após forte crescimento observado no segundo trimestre deste ano, a atividade recuou no terceiro. Não obstante o crescimento do consumo e o recuo do investimento, na margem, a variação acumulada em doze meses dessas variáveis continua apoiando a visão de que estaria em curso mudança na composição da demanda agregada. Nesse sentido, o consumo tenderia a continuar em crescimento, porém, em ritmo mais moderado; e, em contrapartida, os investimentos e as exportações líquidas ganhariam impulso. Pelo lado da oferta, apesar do recuo

da produção agropecuária e da estabilidade da produção industrial, na margem, a variação acumulada em doze meses dessas variáveis sugere que também estaria em curso mudança na composição da oferta agregada. Nesse contexto, ao tempo em que emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária, o setor de serviços tende a mostrar algum grau de acomodação no horizonte relevante, com taxas de crescimento menores do que as observadas em anos anteriores.

O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a ser beneficiado por fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos. O Comitê, entretanto, nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional, em que pesem perspectivas de progressos no horizonte relevante.

No mercado de fatores, o Copom pondera que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho, que mostra margem estreita de ociosidade. O Comitê reafirma que um aspecto crucial nessas circunstâncias é a possibilidade de concessão de aumentos reais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria – no que é respaldada pela experiência internacional – ensina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, derivados da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura. Nesse contexto, embora, para a economia como um todo, no primeiro semestre as variações salariais tenham se aproximado de níveis mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos. Entretanto, no horizonte relevante para a política monetária, antecipam-se desenvolvimentos que tendem a contribuir para o arrefecimento de riscos originados no mercado de trabalho, como menores reajustes do salário mínimo e dos salários dos servidores públicos. Esses desenvolvimentos tendem

a suavizar a dinâmica dos salários de um modo geral, com repercussões sobre os custos de produção, sobretudo em segmentos intensivos em mão de obra.

Sobre o fator capital, desde o último Relatório, a utilização da capacidade permaneceu estável e o IBGE divulgou a informação de que houve recuo dos investimentos no terceiro trimestre de 2013. Não obstante, a taxa de investimento acumulada em doze meses aumentou pelo segundo trimestre consecutivo e se posicionou em 18,3% do PIB. Para o Comitê, condições financeiras favoráveis, os programas de concessão de serviços públicos – em especial, no segmento de infraestrutura e logística – e as permissões para exploração do petróleo da camada do Pré-Sal sugerem intensificação dos investimentos nos próximos semestres.

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

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

O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres ensejam um natural e esperado processo de correção de preços

relativos, ou seja, de preços domésticos em relação a preços praticados no resto do mundo. Por outro lado, a materialização desse processo se torna mais complexa pelo fato de os preços administrados, em parte de bens e serviços não comercializáveis, encontrarem-se desalinhados, em patamares baixos. O Comitê entende que esses movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, são parte de fenômeno global e refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Para o Comitê, o citado processo de correção de preços relativos constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dele decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.

O Copom entende que uma fonte relevante de risco para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação, impactadas negativamente nos últimos meses pelo nível da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços e por incertezas que cercam a trajetória de preços com grande visibilidade, como o da gasolina e os de alguns serviços públicos. A esse respeito, o Comitê tem agido no sentido de fazer com que a elevada variação dos índices de preços observada nos últimos doze meses seja percebida pelos agentes econômicos como um processo de curta duração. Com isso, a persistência da inflação tenderia a diminuir, bem como os danos que a mesma causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos.

O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, em particular, no caso do segmento de pessoas físicas, que tende a crescer em ritmo condizente com o do crescimento da renda disponível das famílias. Para o Copom, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. Além disso, importa destacar que o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom lembra que a transmissão das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens. Neste processo, diversos canais – por exemplo, da demanda, do crédito, do câmbio, e das expectativas – estão envolvidos, e operam não necessariamente na mesma intensidade e de forma simultânea. Considerando ainda que, antes de alcançar os preços, as ações de política monetária interferem nas decisões de consumo e de investimento de

famílias e firmas, em qualquer circunstância, há certo grau de incerteza sobre a intensidade com que a inflação reage às ações de política. Para o Comitê, essa incerteza pode aumentar – e de fato tem aumentado – em ambiente como o atual, em que a volatilidade dos mercados financeiros tem sido ampliada pela forte inclinação da curva de juros nas economias maduras, em particular, nos Estados Unidos. Por outro lado, o Copom considera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido.

Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 9,50% a.a., sem viés, na reunião de outubro; e para 10,00% a.a., sem viés, na reunião de novembro.

Votaram pela elevação da taxa Selic para 9,50% a.a. e para 10,00% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

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

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

Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que a transmissão dos efeitos das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

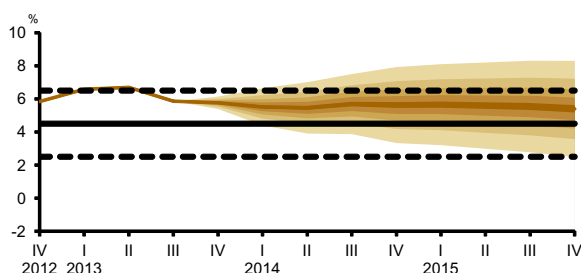
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 6 de dezembro de 2013 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,35/US\$, e a meta para a taxa Selic em 10,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de novembro de 2013 – ante R\$2,35/US\$ e 9,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de setembro de 2013.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média diminuíram para 2013 e permaneceram estáveis para 2014, em comparação aos valores divulgados no Relatório de setembro de 2013. Para o último trimestre de 2013, a taxa média passou de R\$2,37/US\$ para R\$2,26/US\$. Para o quarto trimestre de 2014, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,40/US\$, mesmo valor considerado no último Relatório. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,43/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2013 e 2014 elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2013, a expectativa para a taxa Selic média deslocou-se de 9,54% a.a. para 9,57% a.a. e, para o quarto trimestre de 2014, de 9,75% a.a. para 10,33% a.a. Para o quarto trimestre de 2015, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,29% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 58 p.b., de 34 p.b. e de 161 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (10,00% a.a.), no quarto trimestre de 2013, 2014 e 2015, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 1,3% para 2013 e de 4,5% para 2014, ante 1,8% e 4,5%, respectivamente, considerados no Relatório anterior. Essa projeção se baseia, para o acumulado de

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 10,00% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



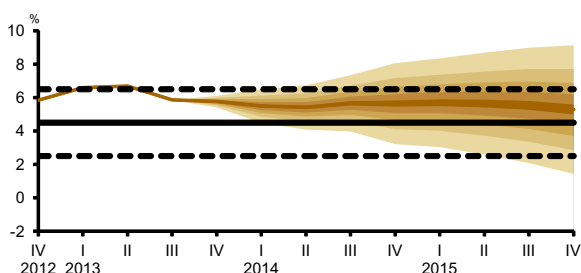
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 10,00% a.a. (Cenário de referência)

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

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

Gráfico 6.4 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



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

2013, nas hipóteses de reajuste de 5,4% dos preços da gasolina; aumento de 6,2% nos preços do gás de bujão; variação de -0,9% nas tarifas de telefonia fixa; e recuo de aproximadamente 16% nos preços da eletricidade, que leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano. Para o acumulado de 2014, a projeção considera hipóteses de estabilidade dos preços da gasolina, do gás de bujão e das tarifas de telefonia fixa, bem como aumento de 7,5% das tarifas de eletricidade. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 4,5% para 2015, mesmo valor considerado no último Relatório.

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário para 2013, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2013; e, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2014. Conforme explicitado nos últimos Relatórios, para determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior. Considerando ainda trajetórias estimadas para o produto efetivo e para o produto potencial, infere-se que a política fiscal pode se deslocar para a neutralidade no horizonte relevante para a política monetária.

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 5,8% em 2013, mesmo valor projetado no Relatório de setembro de 2013, acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção parte de 5,8% no quarto trimestre de 2013; recua para 5,5% no primeiro e segundo trimestres de 2014; desloca-se para 5,7% no terceiro trimestre e encerra o ano

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

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

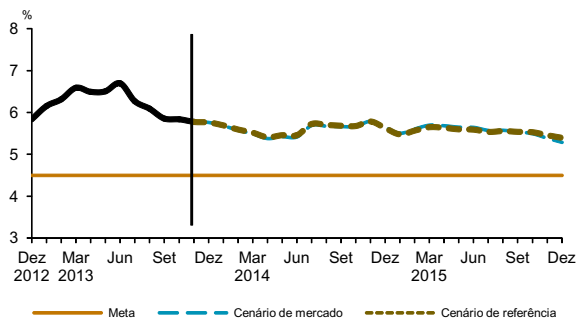
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2013 III	5,9	5,9
2013 IV	5,8	5,8
2014 I	5,8	5,8
2014 II	5,6	5,6
2014 III	5,8	5,8
2014 IV	5,7	5,7
2015 I	5,6	5,6
2015 II	5,6	5,5
2015 III	5,5	5,4

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



em 5,6%. Para o primeiro trimestre de 2015, a projeção se encontra em 5,7%; e recua para 5,4% ao final do horizonte de projeção.

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

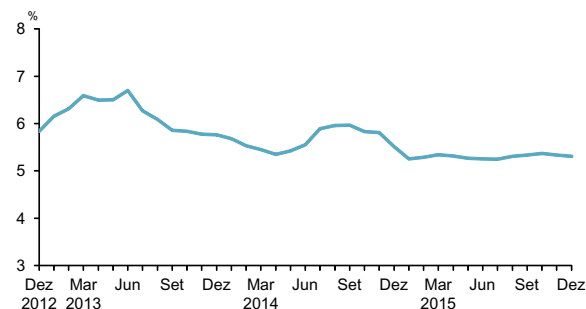
No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2013 se encontra em 5,8%, mesmo valor projetado no último Relatório e no cenário de referência. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses, assim como no cenário de referência, encerra o ano de 2013 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 5,8% no quarto trimestre de 2013; recua para 5,5% e 5,4% no primeiro e segundo trimestres de 2014, respectivamente; e encerra o ano em 5,6%. A projeção se encontra em 5,7% no primeiro trimestre de 2015; e recua para 5,3% no último trimestre de 2015.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 situa-se em torno de 28%, e em 2015, de 30%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra estabilidade na projeção de inflação para 2013 e diminuição na projeção para 2014. Esse recuo ocorre, em parte, devido à elevação da taxa Selic considerada nesse cenário e ao ritmo de atividade doméstica menos intenso do que o considerado no último Relatório. No cenário de mercado, a projeção para o final de 2013 também se apresenta estável e a projeção para o final de 2014 diminui.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o quarto trimestre de 2015, e a trajetória de metas. Até novembro de 2013, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, as trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. Nos dois cenários, as projeções indicam inflação acumulada em doze meses partindo de patamar acima da meta, com leve tendência de declínio, mas se posicionando acima da meta em todo o horizonte de projeção, em ambos os cenários.

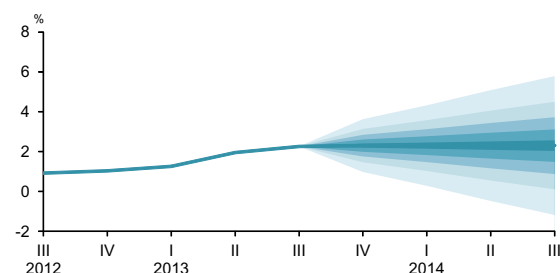
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 10,00% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.6. Até novembro de 2013, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação apresenta trajetória com tendência declinante a partir de dezembro de 2013, parcialmente revertida em meados de 2014, convergindo para a média incondicional ao final do horizonte de projeção.

O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o exercício de projeção do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento projetado do PIB acumulado em quatro trimestres é de 2,3% para 2013 (0,2 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 2,3% para o acumulado em quatro trimestres até o terceiro trimestre de 2014.

Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança

A situação corrente da atividade econômica tem papel central na tomada de decisões dos agentes econômicos. Porém, medidas de atividade costumam ser divulgadas com defasagens, o que leva à procura por indicadores antecedentes e/ou coincidentes a fim de subsidiar tais decisões. Nesse sentido, uma fonte de informação relevante são índices de confiança, medidas numéricas que visam, por construção, refletir a percepção de determinados grupos de agentes econômicos sobre o presente e sobre o futuro.

No Brasil, a publicação de índices de confiança tem aumentado e a repercussão de cada divulgação reflete a importância crescente a eles atribuída. Entretanto, faltam trabalhos que busquem avaliar até que ponto os indicadores de confiança contribuem com informação relevante sobre a situação atual e prospectiva da economia¹.

Dada a importância do tema, este box² procura avaliar o poder preditivo dos principais índices de confiança disponíveis no Brasil.

Na Tabela 1, apresentam-se os indicadores de confiança bem como indicadores e variáveis relacionados ao nível de atividade, incluindo-se também o período inicial da amostra de cada uma das séries (o período final da amostra é julho de 2013).

Em geral, cabe notar, índices de confiança são construídos com base em respostas qualitativas e são sumarizados em escala de 0 a 100, na qual valores acima de 50 indicam otimismo. Porém, há exceções, como o Índice de Gerente de Compras (PMI) e o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI), com escala de 0 a 100, tal que valores acima de 50 indicam otimismo.

1/ Um exemplo é o de Bentes (2006), que procura verificar a capacidade preditiva do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da Fecomercio de São Paulo com relação a diferentes categorias de consumo controladas por algumas variáveis macroeconômicas como desemprego, produção industrial e inflação. Os resultados obtidos pelo autor são bastante distintos, destacando-se o efeito positivo para o comércio automotivo.

2/ Este box é uma versão reduzida de de Mello e Figueiredo (2013).

Tabela 1 – Índices de confiança e medidas do nível de atividade utilizadas na análise

Variável ^{1/}	Sigla	Fonte	Frequência	Início da amostra
Índices de Confiança				
Índice de Confiança da Indústria	ICI	FGV	Mensal	abr/1995
Índice de Confiança da Indústria – Bens de Capital	BK.ICI	FGV	Mensal	abr/1995
Índice de Confiança da Indústria – Materiais de Construção	MC.ICI	FGV	Mensal	abr/1995
Índice de Confiança do Consumidor	ICC	FGV	Mensal	set/2005
Indicador Coincidente de Desemprego	ICD	FGV	Mensal	set/2008
Índice de Gerentes de Compras	PMI	Markit	Mensal	nov/2005
Índice Nacional de Confiança	INC	ACSP	Mensal	abr/2005
Índice Nacional de Expectativa do Consumidor ^{2/}	INEC	CNI	Trimestral ^{2/}	1ºT/2001
Índice de Confiança do Empresário Industrial ^{2/}	ICEI	CNI	Trimestral ^{2/}	2ºT/1999
Variáveis do nível de atividade				
Índice da Produção Física da Indústria de Transformação	PIM – Transformação	PIM/IBGE	Mensal	jan/1995
Índice da Produção Física de Insumos Típicos da Construção Civil	PIM – Construção	PIM/IBGE	Mensal	jan/1995
Índice da Produção Física de Bens de Capital	PIM – Bens de Capital	PIM/IBGE	Mensal	jan/1995
Taxa de Desocupação	Desemprego	PME/IBGE	Mensal	mar/2002
Índice de Volume de Vendas no Comércio Varejista	PMC – Restrita	PMC/IBGE	Mensal	jan/2000
Índice de Volume de Vendas no Comércio Varejista Ampliado	PMC – Ampliada	PMC/IBGE	Mensal	jan/2003
Consumo das Famílias no Produto Interno Bruto (PIB)	PIB – Consumo	SCN/IBGE	Trimestral	1ºT/1996
Indústria de Transformação no PIB	PIB – Transformação	SCN/IBGE	Trimestral	1ºT/1996
Indústria de Construção no PIB	PIB – Construção	SCN/IBGE	Trimestral	1ºT/1996
Formação Bruta de Capital Físico (FBCF) no PIB	PIB – FBCF	SCN/IBGE	Trimestral	1ºT/1996

Fontes: Fundação Getúlio Vargas (FGV), Markit, Associação Comercial de São Paulo (ACSP) e as pesquisas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE): Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM), Pesquisa Mensal de Emprego (PME), Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) e o Sistema de Contas Nacionais (SCN).

1/ Dados Dessazonalizados. INC, INEC e ICEI dessazonalizados usando X12-ARIMA.

2/ Trimestralizados desde 2010 utilizando média do trimestre.

Os exercícios levam em conta indicadores de atividade econômica e, para cada um, comparam o poder preditivo de um modelo autorregressivo univariado com o poder preditivo de um modelo semelhante, mas que também contenha o índice de confiança correspondente entre as variáveis explicativas. As estimações foram obtidas usando janelas móveis e a escolha das defasagens obedeceu a critério de informação bayesiana. A partir de previsões contemporâneas e um passo à frente, foram obtidos os erros quadráticos médios das projeções de cada especificação e, então, computada a estatística de Diebold e Mariano (1995) para testar a capacidade preditiva dos modelos.

A Tabela 2 resume os resultados obtidos para previsão contemporânea e um passo à frente, para dados mensais e trimestrais.

As evidências indicam ganho de poder preditivo contemporâneo ao se utilizar o ICI e seus componentes. Mais ainda, no caso dos outros índices, independente da frequência amostral, a não significância pode ser consequência do menor poder do teste devido ao menor número de observações.

No caso de previsão um passo à frente, os resultados são semelhantes. Note-se ainda que não existem casos em que a utilização do índice de confiança tenha trazido benefícios para um passo à frente sem tê-lo também trazido para o presente.

Tabela 2 – Resultados dos testes de capacidade preditiva^{1/}

		Contemporânea			Um passo à frente			
		Índice	Agregado ^{2/}	ISA	IE	Agregado ^{2/}	ISA	IE
Mensais								
PIM								
Bens de Capital	BK.ICI	X	XX	-	-	-	-	
Materiais de Construção	MC.ICI	XXX	XX	XX	XX	X	XX	
Indústria de Transformação	PMI	-			-			
Taxa de Desemprego	ICD	-			-			
PMC								
Ampliada	ICC	-	-	-	-	-	-	
Ampliada	INC	-			-			
Restrita	ICC	-	-	-	-	-	-	
Restrita	INC	-			-			
Trimestrais								
PMC								
Restrita	INEC	-			-			
Ampliada	INEC	-			-			
PIB								
Consumo das famílias	INEC	-			-			
Indústria de transformação	ICEI	-			-			
Indústria de transformação	ICI	XX	XX	XX	XX	XX	XX	
Indústria da construção	MC.ICI	XXX	XX	XX	-	-	-	
FBCF	ICI	XX	XX	XX	X	X	-	

1/ "XXX", "XX" e "X" representam resultados significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente, e "-" indica ausência de significância a 10%. Interpreta-se a ocorrência de um valor significativo para tal estatística como indicação da existência de ganho preditivo de se utilizar o modelo com o índice de confiança.

2/ Tanto o ICI para indústria de transformação quanto para os setores são compostos do Índice de Situação Atual (ISA) e o Índice de Expectativas (IE), que também são usados individualmente nas regressões.

Para a produção da indústria de bens de capital na PIM, a estatística de Diebold-Mariano indica que tanto o índice completo quanto sua parte referente à situação atual contribuem para a previsão do período corrente, mas, em relação à projeção um passo à frente, não foram encontrados resultados significativos.

Já para a variável PIB – FBCF, o índice de expectativas não se mostrou significativo para a previsão um passo à frente, embora tanto o índice completo quanto seu componente referente à situação atual tenham se mostrado significantes. Esse resultado pode advir do fato de que decisões sobre investimento tendem a se materializar com alguma defasagem.

Em resumo, os exercícios apresentados neste box indicam que, dentre os índices de confiança analisados, o ICI e seus componentes se destacam ao fornecer informação tanto para o presente quanto para o futuro próximo sobre a dinâmica de diferentes variáveis de interesse para os agentes econômicos.

Referências

BENTES, F. G. M. (2006). *O Poder Preditivo do Índice de Confiança do Consumidor no Brasil: Uma Análise através de Vetores Autorregressivos*. Rio de Janeiro.

de MELLO, E. P. G. e FIGUEIREDO, F. M. R. (2013). *Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança*. mimeo.

DIEBOLD, F. X.; MARIANO, R. S. (1995). *Comparing Predictive Accuracy*. *Journal of Business & Economic Statistics*, 13, 253-263.

Impacto de Megaeventos Esportivos na Inflação ao Consumidor

Megaeventos esportivos, como Jogos Olímpicos e Copa do Mundo de Futebol, podem ter impactos significativos na economia do país anfitrião¹. Enquanto o evento em si tem duração de algumas semanas, os preparativos têm início vários anos antes e envolvem investimentos que podem ter efeitos econômicos de longo prazo. Dada a importância para o Brasil, o objetivo deste box é avaliar eventual impacto, sobre a inflação ao consumidor, da realização da Copa do Mundo de Futebol de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016.

Em linhas gerais, exercícios que analisam impactos econômicos desse tipo de evento levam em conta as seguintes dimensões²: (i) custo total; (ii) benefícios indiretos advindos da maior exposição internacional (turismo, comércio etc.); (iii) efeito antecipação, compreendendo o quanto a economia reage à notícia de que o país foi selecionado para sediar o evento; e (iv) legado, quanto a economia pode ser permanentemente alterada.

O exercício a seguir, baseado em Areosa e Areosa (2013) – por sua vez, uma adaptação do estudo de Brückner e Pappa (2013) – utiliza dados sobre 179 países, no período de 1948 a 2012, abrangendo 47 eventos: 16 Copas do Mundo de Futebol e 31 Jogos Olímpicos, dos quais 15 Jogos de Inverno (Tabela 1)³.

1/ Na literatura, os eventos esportivos são divididos em categorias baseadas em sua escala e na capacidade de gerar benefícios econômicos. Megaeventos têm dimensão global e um impacto econômico significativo sobre a atividade. Ver, por exemplo, Roche (2000) e Gratton *et al.* (2000).

2/ Alguns exemplos são Rose e Spiegel (2011), Owen (2005) e Preuss (2004).

3/ Neste box, utilizaram-se dados de inflação ao consumidor da *International Financial Statistics* (IFS) do Fundo Monetário Internacional.

Tabela 1 – Lista de países-sede dos megaeventos considerados

Evento	Ano	País sede	Países candidatos
Copa do Mundo de Futebol (16)	1950	Brasil	---
	1954	Suiça	---
	1958	Suécia	---
	1962	Chile	Argentina
	1966	Inglaterra	Alemanha
	1970	México	Argentina
	1974	Alemanha	---
	1978	Argentina	---
	1982	Espanha	---
	1986	México	Canadá, EUA
	1990	Itália	Rússia
	1994	EUA	Brasil, Marrocos
	1998	França	Marrocos, Suiça
	2002	Japão/Coréia do Sul	México
	2006	Alemanha	África do Sul, Brasil, Inglaterra, Marrocos
	2010	África do Sul	Egito, Marrocos
Jogos Olímpicos de Verão (17)	1948	Inglaterra	EUA, Suiça
	1952	Finlândia	EUA, Holanda
	1956	Austrália	Argentina, EUA, México
	1960	Itália	Bélgica, Bulgária, EUA, Japão, México, Suiça
	1964	Japão	Áustria, Bélgica, EUA
	1968	México	Argentina, EUA, França
	1972	Alemanha	Canadá, Espanha, EUA
	1976	Canadá	EUA, Rússia
	1980	Rússia	EUA
	1984	EUA	---
	1988	Coréia do Sul	Japão
	1992	Espanha	Austrália, França, Holanda, Inglaterra, Iugoslávia
	1996	EUA	Austrália, Canadá, Grécia, Inglaterra, Iugoslávia
	2000	Austrália	Alemanha, China, Inglaterra, Turquia
	2004	Grécia	África do Sul, Argentina, Itália, Suécia
	2008	China	Canadá, França, Japão, Turquia
	2012	Inglaterra	Espanha, EUA, França, Rússia
Jogos Olímpicos de Inverno (17)	1948	Suiça	EUA
	1952	Noruega	EUA, Itália
	1956	Itália	Canadá, EUA
	1960	EUA	Alemanha, Áustria, Suiça
	1964	Áustria	Canadá, Finlândia
	1968	França	Canadá, EUA, Finlândia, Japão, Noruega
	1972	Japão	Canadá, EUA, Finlândia
	1976	Áustria	Canadá, Finlândia, Suiça
	1980	EUA	---
	1984	Iugoslávia	Japão, Suécia
	1988	Canadá	Itália, Suécia
	1992	França	Alemanha, Bulgária, EUA, Itália, Noruega, Suécia
	1994	Noruega	Bulgária, EUA, Suécia
	1998	Japão	Espanha, EUA, Itália, Suécia
	2002	EUA	Canadá, Suécia, Suiça
	2006	Itália	Suiça
	2010	Canadá	Áustria, Coreia do Sul

Formalmente, estima-se por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) a seguinte especificação econométrica para um painel desbalanceado:

$$\pi_{it} = a_0 Host_{it} + A(L) Host_{it} + B(F) Host_{it} + c_0 Bid_{it} + C(L) Bid_{it} + D(F) Bid_{it} + G(L) \pi_{it} + \alpha_i + \beta_t + e_{it} \quad (1),$$

no qual $Host_{it}$ é uma variável indicadora que assume o valor unitário se o país i sediou os Jogos Olímpicos ou a Copa do Mundo de Futebol no ano t e valor zero nos demais casos. Já Bid_{it} é uma variável indicadora que assume o valor unitário se o país i se candidatou a sediar os Jogos Olímpicos ou a Copa do Mundo de Futebol, que foram realizados em outro país, no ano t . Uma vez que, ao longo do período de 1948 a 2012, o processo de candidatura para sediar os Jogos Olímpicos ou a Copa do Mundo de Futebol começa cerca de oito a dez anos antes da realização dos eventos, incluíram-se até dez *leads* das variáveis indicadoras Bid e $Host$ no lado direito da Equação (1), de modo que $B(F) = b_1 L^{-1} + b_2 L^{-2} + \dots + b_{10} L^{-10}$ e $D(F) = d_1 L^{-1} + d_2 L^{-2} + \dots + d_{10} L^{-10}$, sendo L o operador *lag* e L^{-1} o operador *lead*. Os coeficientes do polinômio $B(F)$ e $D(F)$ capturam os efeitos *ex-ante* de sediar e de se candidatar para os eventos. Da mesma forma, examinam-se os efeitos *ex-post*, incluindo-se até dez *lags* no lado direito da Equação (1), de tal forma que $A(L) = a_1 L + a_2 L^2 + \dots + a_{10} L^{10}$ e $C(L) = c_1 L + c_2 L^2 + \dots + c_{10} L^{10}$. Os efeitos contemporâneos de sediar e de se candidatar para os eventos são capturados pelos coeficientes a_0 e c_0 .

Existem três tipos de variáveis de controle na Equação (1). Para controlar os efeitos da inércia inflacionária, incluíram-se três defasagens da inflação, $G(L) = g_1 L + g_2 L^2 + g_3 L^3$, definidos pelo critério de informação de Schwarz. Além disso, consideraram-se efeitos fixos⁴ para país, α_i , e ano, β_t .

O impacto acumulado, em pontos percentuais (p.p.), de um megaevento sobre a inflação ao consumidor pode ser visualizado no Gráfico 1. De acordo com o exercício, o choque incide sobre a dinâmica dos preços no ano

4/ Os efeitos fixos para país capturam características específicas, não observáveis e invariantes no tempo, de cada país que podem afetar a probabilidade de sediar e de se candidatar para os eventos, bem como afetar a inflação ao consumidor, como clima, continente, língua ou diferenças na renda média *per capita*. Já os efeitos fixos para ano respondem por fatores comuns específicos, como o ciclo de negócios do mundo. Como os processos de desinflação ocorreram em datas diferentes para cada país, não são capturados pelo efeito fixo de ano. Dessa forma, foram excluídos da amostra períodos de inflação extrema, ou seja, acumulado em cinco anos superior a 100%.

Gráfico 1 – Estimativa do efeito acumulado de um megaevento sobre a inflação ao consumidor

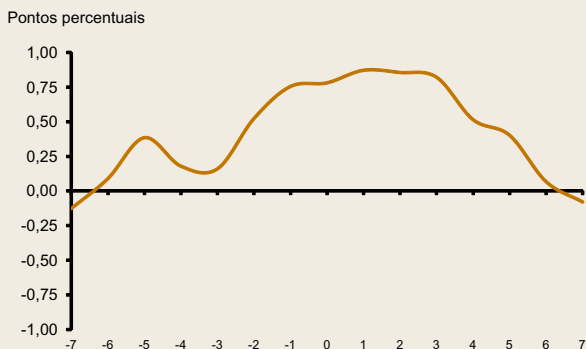
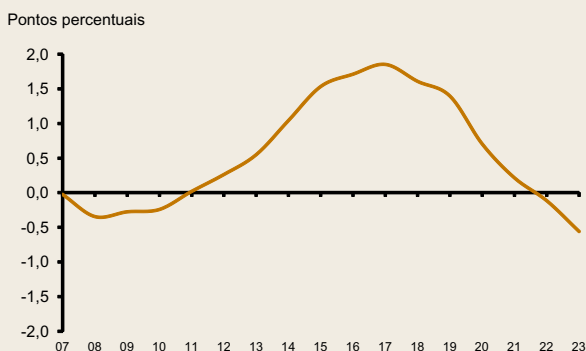


Gráfico 2 – Estimativa do efeito acumulado da Copa do Mundo de Futebol de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016 sobre o IPCA



em que o nome do país sede é anunciado – em torno de sete anos antes do início do evento. Inicialmente a inflação diminui⁵, a seguir aumenta e o efeito máximo do choque se verifica no ano seguinte ao da ocorrência do megaevento. O impacto do choque desapareceria seis anos após a realização do evento⁶.

Especificamente sobre possíveis efeitos da Copa do Mundo de Futebol de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016, realizou-se o seguinte procedimento: (i) projetou-se a Equação (1) para o Brasil, sem considerar a ocorrência dos dois eventos; (ii) projetou-se a Equação (1) para o Brasil considerando a ocorrência dos dois eventos na *dummy host*; e (iii) calculou-se a diferença das trajetórias.

Os resultados podem ser visualizados no Gráfico 2, que apresenta a estimativa de impacto acumulado – decorrente dos dois megaeventos: Copa do Mundo de Futebol de 2014 e Jogos Olímpicos de 2016 no Brasil – de 2007 (ano do anúncio de que o Brasil sediaria a Copa do Mundo de Futebol de 2014) a 2023 (sete anos após a realização dos Jogos Olímpicos de 2016). De modo geral, as estimativas se aproximam das apresentadas no Gráfico 1. Note-se que o efeito anúncio duraria três anos (ao passo que, no Gráfico 1, restringe-se ao ano de sua ocorrência), o que poderia ser atribuído ao anúncio, em 2009, de que o Rio de Janeiro sediaria os Jogos Olímpicos de 2016. Além disso, de acordo com o Gráfico 2, em consequência do choque decorrente da realização dos dois megaeventos, o IPCA acumularia cerca de 2 p.p. de aumento de 2007 a 2017. A diferença em relação à trajetória constante do Gráfico 1 pode ser atribuída, em parte, à sobreposição de efeitos dos dois megaeventos.

Em resumo, este box apresenta estimativas de impacto de megaeventos esportivos sobre a dinâmica dos preços ao consumidor do país sede. Nesse sentido, sugere que choques decorrentes da realização de megaeventos podem ser ligeiramente inflacionários.

5/ Intuitivamente, pode-se atribuir esse recuo ao entendimento de que ser escolhido para sediar um megaevento implica o reconhecimento de que o país possui estabilidade macroeconômica e que tem envergadura para levar o projeto a bom termo.

6/ Esses valores, a depender da forma de cálculo dos erros-padrão, podem ser considerados estatisticamente diferentes de zero.

Referências

AREOSA, W.; AREOSA, M. (2013). *Impacto na Inflação ao Consumidor da Copa do Mundo de Futebol de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016*. Mimeo.

BRÜCKNER, M.; PAPPA, E. (2013). *News shocks in the data: Olympic Games and their macroeconomic effects*. Mimeo.

GRATTON, C.; DOBSON, N.; SHIBLI, S. (2000). *The economic importance of major sports events: a case-study of six events*. *Managing Leisure* 5: 17-28.

HESTON, A.; SUMMERS, R.; ATEN, B. (2011). *Penn World Table Version 7.0*. Center for International Comparisons of Production, Income, and Prices, University of Pennsylvania.

IM, K. S.; PESARAN, M. H.; SHIN, Y. (2003). *Testing for unit roots in heterogeneous panels*. *Journal of Econometrics* 115: 53-74.

OWEN, J. (2005). *Estimating the cost and benefit of hosting Olympic Games*. *The Industrial Geographer* 1: 1-18.

PREUSS, H. (2004). *The economics of staging the Olympics: a comparison of the games, 1972-2008*. Edward Elgar Publishing.

ROCHE, M. (2000). *Mega-events and modernity: Olympics and expos in the growth of global culture*, New York: Routledge.

ROSE, A.; SPIEGEL, M. (2011). *The Olympic effect*. *Economic Journal* 121: 652-677.

Anexo

Notas da 178ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 8 e 9/10/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (8/10) e do 20º andar (9/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h11 (8/10) e 17h04 (9/10)

Horário de término: 19h53 (8/10) e 19h57 (9/10)

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

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 8/10)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 9/10)

Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

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

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento das Reservas Internacionais

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 8/10)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,35% em setembro, após alta de 0,24%

em agosto. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses recuou para 5,86% em setembro (5,28% até setembro de 2012), com os preços livres aumentando 7,37% (5,93% até setembro de 2012), e os preços administrados registrando a menor variação (1,12%) da série histórica iniciada em 1994 (3,44% até setembro de 2012). Especificamente sobre preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 6,43% (3,37% até setembro de 2012), e os dos bens não comercializáveis, 8,20% (8,28% até setembro de 2012). Os preços do grupo alimentos e bebidas registraram inflação de 0,14% em setembro, mas ainda acumulam alta de 9,23% em doze meses (9,53% até setembro de 2012). Por sua vez, os preços dos serviços aumentaram 8,73% em doze meses (7,89% até setembro de 2012). Em síntese, a inflação de monitorados recua, ao mesmo tempo, a de não comercializáveis segue elevada, e a de comercializáveis, em elevação.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, passou de 0,41% em agosto para 0,46% em setembro. Assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,22% (0,99 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até setembro de 2012). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,42% em agosto para 0,43% em setembro; o núcleo por dupla ponderação, de 0,42% para 0,46%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,45% para 0,52%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,34% para 0,40%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,41% para 0,48%. O índice de difusão ficou em 57,8% em setembro (ante 66,3% no mesmo mês do ano anterior).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 1,36% em setembro e acumula 4,47% em doze meses (8,17% até setembro de 2012). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 3,62% (ante 9,18% até setembro de 2012). Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, em doze meses, queda de 0,80% nos preços de matérias-primas brutas, alta de 6,45% nos preços de bens intermediários e de 4,70% nos de bens finais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,29% em doze meses até setembro (5,73% até setembro de 2012); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 8,09% (7,49% até setembro de 2012), em parte reflexo de preços de mão de obra, que variaram 9,88% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1,48% em agosto, acumulando alta de 5,97% em doze meses. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br recuou 0,3% em julho, após crescimento de 1,0% em junho. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, o IBC-Br aumentou 2,4% em junho e 3,4% em julho. Em doze meses, o indicador aponta crescimento de 2,1%. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), avançou novamente em setembro, em função de melhoras tanto na percepção em relação à situação atual como nas expectativas em relação ao futuro. A confiança do consumidor atingiu o maior nível desde fevereiro. Já o Índice de Confiança do Setor de Serviços (ICS) apontou estabilidade em setembro, situando-se abaixo da média histórica recente. Por sua vez, a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), diminuiu em setembro, atingindo o menor nível desde julho de 2009. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta crescimento de 15,5% na produção de grãos em 2013, em relação a 2012.
5. A economia brasileira cresceu 1,5% no segundo trimestre de 2013, após expansão de 0,6% no trimestre anterior,

de acordo com dados dessazonalizados divulgados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a expansão alcançou 3,3% (ante 1,9% no primeiro trimestre). Dessa forma, o Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro semestre superou em 2,6% o registrado no primeiro semestre de 2012, e a taxa de crescimento acumulada ao longo dos quatro últimos trimestres alcançou 1,9%. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias – maior componente da demanda agregada – cresceu 0,3% na margem, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,3% em relação ao mesmo trimestre de 2012. Essa foi a trigésima nona expansão consecutiva na comparação interanual. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 0,5% em relação ao trimestre anterior e 1,0% em relação ao mesmo trimestre de 2012. O ritmo de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) apontou expansão de 3,6% na margem, e de 9,0% em relação ao segundo trimestre de 2012, indicando aumento na taxa de investimento da economia.

6. Os Indicadores de Condições de Crédito, construídos pelo Banco Central com base em consulta trimestral realizada junto a instituições representativas de cada segmento do mercado de crédito, evidenciaram, para o quarto trimestre de 2013, a expectativa de manutenção do volume de concessões de novas operações de crédito, tanto para o segmento de grandes empresas, como para o de micro, pequenas e médias empresas. Igualmente, em relação ao crédito às pessoas físicas, a análise sugere certa estabilidade no ritmo de concessões das linhas de crédito voltadas ao consumo – que foram afetadas pelo efeito combinado da elevação das taxas de juros, da melhoria dos indicadores de inadimplência e por certo arrefecimento no mercado de trabalho. Já para o crédito habitacional, que possui maior componente inercial, é esperada elevação nos níveis de concessão.
7. A atividade fabril mostrou estabilidade em agosto, de acordo com a série livre de influências sazonais divulgada pelo IBGE, após queda de 2,4% em julho. Em agosto, a produção industrial cresceu em 15 dos 27 ramos de atividade pesquisados, na comparação mensal. A produção no mês foi 1,2% inferior à registrada em agosto de 2012, resultando em avanço de 0,7% no acumulado em doze meses. Dessa forma, a produção física nos oito primeiros meses do ano superou em 1,6% a registrada no mesmo período do ano anterior, com destaque positivo para a produção de veículos automotores que expandiu 11,0% nessa base de comparação. Por sua vez, o indicador *Purchasing Managers Index* (PMI) do setor industrial referente ao Brasil indicou melhora em setembro. Já de acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 4,6% nos oito primeiros meses do ano, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, enquanto o número de horas trabalhadas não variou.
8. Entre as categorias de uso da indústria, a produção de bens de capital cresceu 11,8% em agosto, em relação ao mesmo mês do ano anterior; enquanto a de bens intermediários recuou 2,0%; a de bens de consumo duráveis, 6,3%; e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 1,6%. Relativamente a julho, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital em agosto aumentou 2,6%, a de bens intermediários 0,6% e a de bens de consumo duráveis, 0,2%, enquanto a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis recuou 0,3%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até agosto, houve avanço de 4,6% na produção de bens de capital e de 3,2% na produção de bens de consumo duráveis. Por sua vez, a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis avançou 0,2%, e a de bens intermediários recuou 0,2%, nessa base de comparação.
9. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, recuou para 5,3% em agosto, repetindo a taxa observada em agosto de 2012. Assim, de acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação em agosto atingiu novamente o mínimo da série histórica (5,3%), iniciada em março de 2002. A redução da taxa de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para a manutenção da taxa de

desocupação em patamares historicamente baixos. Já a taxa de atividade mostrou estabilidade em agosto, na medida em que o contingente da população economicamente ativa representou 57,2% da PIA (ante 57,0% em agosto de 2012). Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 1,3% em agosto, comparado a igual mês do ano anterior, enquanto a massa salarial real aumentou 2,7% nessa mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 127,6 mil postos de trabalho formais em agosto (100,9 mil em agosto de 2012). Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora existam alguns sinais de moderação na margem.

10. O comércio varejista apresentou desempenho positivo em julho. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio cresceu 6,0%, quando comparado a julho de 2012. Já o comércio varejista ampliado cresceu 3,7% na mesma base de comparação. Ajustada sazonalmente, a variação mês a mês foi de 1,9% nas vendas do comércio varejista restrito e de 0,6% nas do comércio ampliado. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado alcançou 5,8%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, aumentou no trimestre findo em setembro, a exemplo do que havia ocorrido no mês anterior. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.
11. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 85,0% em setembro (84,9% em setembro de 2012) e, na série dessazonalizada pela FGV, 84,2%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital, de acordo com a série livre de influências sazonais, ficou em 83,1%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização da capacidade se posicionou em 82,7%, 86,2% e 89,1%, respectivamente. Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 5,3% no período de doze meses encerrado em agosto.
12. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$2,1 bilhões em setembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$239,6 bilhões e de importações de US\$237,5 bilhões, com recuo de 2,8% e avanço de 6,0%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes, acumulado em doze meses, atingiu US\$80,6 bilhões em agosto, equivalente a 3,6% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$61,1 bilhões em doze meses até agosto, equivalentes a 2,7% do PIB.
13. Na economia global, ainda prevalece cenário de baixo crescimento neste ano em importantes economias maduras, notadamente na Zona do Euro, e indicadores de volatilidade respondem às perspectivas de mudanças na política monetária e aos impasses na política fiscal dos Estados Unidos. Altas taxas de desemprego na Europa, aliadas aos esforços de consolidação fiscal e a incertezas políticas, traduzem-se em recuo dos investimentos e em baixo crescimento. O indicador antecedente composto, divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a agosto, e os indicadores coincidentes PMI, referentes a setembro, no entanto, apontam melhoras na margem em diversas economias avançadas, com perspectivas de crescimento acima da tendência, ao contrário do que ocorre em economias emergentes. Em relação à política monetária, nas economias maduras prevalecem posturas acomodatórias. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta expansionista. A inflação continua em níveis moderados nos EUA e na Zona do Euro, e, no Japão, consolida-se acima de zero.
14. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* apresentou ligeiro recuo desde a última reunião, refletindo certo arrefecimento de riscos geopolíticos. 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. Desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 2,1%, enquanto os preços das *commodities* metálicas apresentaram queda de 1,0%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou -7,8% em doze meses até setembro de 2013.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

15. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:
 - a) a projeção de reajuste no preço da gasolina, para o acumulado de 2013, foi mantida em 5%, valor considerado na reunião do Copom de agosto;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 16% na tarifa residencial de eletricidade, mesmo valor considerado na reunião do Copom de agosto. Essa estimativa leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano;
 - c) projeta-se aumento de 2,5% no preço do gás de bujão e redução de 1,0% na tarifa de telefonia fixa para o acumulado de 2013, mesmos valores considerados na reunião do Copom de agosto, respectivamente;
 - d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2013, recuou para 1,5%, 0,3 p.p. menor do que o valor considerado na reunião do Copom de agosto; e
 - e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de agosto. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).
16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 115 pontos base (p.b.) e 4 p.b. para o quarto trimestre de 2013 e de 2014, respectivamente.
17. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário para 2013, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2013; e, para 2014, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2014. Dessa forma, em determinado período, a projeção de inflação considera impulso fiscal a variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.
18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2013 elevou-se ligeiramente, de 5,80% para 5,82%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,84% para 5,95%.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,20/US\$ e da taxa Selic em 9,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação

de 2013 diminuiu em relação ao valor considerado na última reunião, porém, permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2013 também diminuiu em relação ao valor considerado na reunião de agosto e também permanece acima da meta para a inflação. Para 2014, no cenário de referência, a projeção de inflação recuou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de agosto e aumentou no cenário de mercado, posicionando-se, nos dois casos, acima da meta de 4,5%. No terceiro trimestre de 2015, a inflação se posiciona acima da meta nos dois cenários.

Implementação da política monetária

20. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
21. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. O Comitê avalia que, de modo geral, mantiveram-se perspectivas de atividade global moderada este ano, com tendência de intensificação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Há avanços localizados nas economias maduras, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal neste e nos próximos anos. Já em importantes economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca evidências de acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais; bem como que, desde a última reunião, houve certo arrefecimento nas tensões e na volatilidade que então se observavam nos mercados de moeda.
22. O Copom pondera que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano. Informações recentes indicam retomada dos investimentos e continuidade do crescimento do consumo das famílias, esse último favorecido pelas transferências públicas e pelo vigor do mercado de trabalho – que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários. De modo geral, a absorção interna vem se expandindo a taxas maiores do que as de crescimento do PIB e tende a ser beneficiada pelos efeitos de ações de política fiscal, pela expansão da oferta de crédito para pessoas físicas e empresas, e pelo programa de concessão de serviços públicos, entre outros fatores. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário central antecipa trajetória mais benigna do que a registrada em anos recentes. No entanto, o Comitê nota que a velocidade de materialização desses

ganhos esperados depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

23. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Para o Comitê, criam-se condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.
24. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
25. No mercado de fatores, o Copom destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e pondera que, em tais circunstâncias, um risco significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a inflação. Não obstante sinais de moderação, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.
26. O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, esses movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.
27. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido.
28. Nesse contexto, o Copom entende ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições monetárias ora em curso.
29. Diante disso, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 9,50% ao ano, sem viés. O Comitê avalia que essa decisão contribuirá para colocar a inflação em declínio e assegurar que essa tendência persista no próximo ano.
30. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.
31. O Copom avalia que a demanda doméstica tende a se apresentar relativamente robusta, especialmente o

consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. Esse ambiente tende a prevalecer neste e nos próximos semestres, quando a demanda doméstica será impactada pelos efeitos remanescentes das ações de política implementadas recentemente. Esses efeitos, os programas de concessão de serviços públicos, as permissões para exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos e para a produção industrial. Por outro lado, o Comitê nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional, em que pese as perspectivas de progresso no horizonte relevante. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

32. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.
33. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.
34. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 26 de novembro de 2013, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 22.665, de 27 de junho de 2012.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

35. O IPCA variou 0,35% em setembro, ante 0,24% em agosto, de acordo com o IBGE. A aceleração mensal refletiu os avanços de 0,12 p.p., para 0,41%, na variação dos preços livres, e de 0,07 p.p., para 0,16%, nos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu acelerações dos preços dos bens comercializáveis, de 0,39% para 0,61%, e dos não comercializáveis, de 0,20% para 0,23%, com aceleração nos preços de serviços, de 0,60% para 0,63%. A aceleração mensal do IPCA foi favorecida, principalmente, pelo avanço, de -0,06% para 0,44%, nos preços do grupo transportes, com contribuição de 0,08 p.p. para o índice, ante -0,01 p.p. em agosto. O índice de difusão atingiu 57,81% em setembro, ante 58,63% em agosto.
36. Considerados períodos de doze meses, o IPCA aumentou 5,86% em setembro, ante 6,09% em agosto. Os preços livres desaceleraram de 7,64% para 7,37%, reflexo de arrefecimentos, de 6,75% para 6,43%, na variação dos preços dos produtos comercializáveis, e de 8,42% para 8,20%, na relativa aos bens não comercializáveis. A variação dos preços monitorados atingiu 1,12%, ante 1,27% no período de doze meses encerrado em agosto. Os preços dos serviços aumentaram 8,73%, ante variações de 8,60% e de 8,48% nos períodos de doze meses finalizados em agosto e julho, respectivamente.
37. O IGP-DI variou 1,36% em setembro, após alta de 0,46% em agosto, de acordo com a FGV, resultado das acelerações do IPA, do IPC e do INCC. O indicador acumula aumentos de 3,86% no ano, ante elevação de

7,46% no mesmo período de 2012, e de 4,47% em doze meses, comparativamente a 3,98% até agosto.

38. O IPA-DI avançou 1,90% em setembro, ante 0,58% em agosto, acumulando altas de 3,39% no ano e de 3,62% em doze meses. Os preços dos produtos industriais aumentaram 1,85% no mês, ante 0,67% em agosto, acumulando altas de 5,91% no ano e de 6,06% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários avançaram 2,04% em setembro, ante 0,36% no mês anterior, acumulando quedas de 2,74% no ano e de 2,35% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou, em especial, o aumento nos preços dos itens óleos e gorduras vegetais, 9,52%, e minerais metálicos, 4,59%, que exerceram contribuições de 0,27 p.p. e 0,25 p.p., respectivamente. Em relação aos produtos agropecuários, ressaltam-se as variações dos itens soja, 7,51%; aves, 8,49%; e bovinos, 2,46%; com contribuições de 0,40 p.p., 0,14 p.p. e 0,09 p.p., respectivamente.
39. O IPC-DI variou 0,30% em setembro, ante 0,20% em agosto, acumulando alta de 3,63% no ano, ante 4,07% no mesmo período do ano anterior, e de 5,29% em doze meses. A aceleração do IPC-DI em setembro repercutiu as elevações nos grupos habitação, 0,51%, ante 0,35% em agosto; vestuário, 0,86%, ante 0,34%; e transportes, 0,07%, ante -0,26%; com contribuições respectivas de 0,13 p.p., 0,05 p.p. e 0,01 p.p. O INCC-DI variou 0,43% em setembro, ante 0,31% em agosto, com aceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,66% para 0,91%, e estabilidade nos custos de mão de obra, repetindo o resultado do mês anterior. O INCC acumulou variações de 7,33% no ano e de 8,09% em doze meses.
40. O IPP/IT aumentou 1,48% em agosto, ante 1,21% em julho, acumulando 4,3% no ano, ante 5,59% no mesmo período de 2012. O resultado mensal do IPP/IT refletiu, principalmente, as elevações de 3,15%, 1,34% e 1,80%, respectivamente, nos preços dos segmentos alimentos, outros produtos químicos e metalurgia, com contribuições para o índice de 0,63 p.p., 0,15 p.p. e 0,14 p.p., nessa ordem. Em doze meses, o IPP/IT variou 5,97% em agosto, ante 4,98% em julho, destacando-se as contribuições dos itens outros produtos químicos, 1,44 p.p.; alimentos, 0,95 p.p.; e coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, 0,61 p.p.
41. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 2,82% em setembro, após avanço de 3,77% em agosto, ocorrendo quedas respectivas de 2,69%, 3,95% e 2,39% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. O IC-Br acumulou elevação de 0,62% no ano, até setembro, resultado de desvalorização de 0,73% no segmento de agropecuárias e de valorizações de 0,30% e 7,05%, na ordem, nas *commodities* metálicas e energéticas.

Atividade econômica

42. O IBC-Br recuou 0,33% em julho, em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. O indicador variou 0,07% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia aumentado 1,29% no mesmo tipo de comparação. Na série com dados observados, o IBC-Br variou 3,38%, em relação a julho de 2012, ante 2,35% em junho, na mesma base de comparação, e acumulou elevações de 2,97% no ano e de 2,11% no período de doze meses finalizado em julho.
43. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceram 0,6% em julho em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC, do IBGE, após variações de 0,9% em junho e de -1,6% em maio. As vendas aumentaram 0,6% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando haviam crescido 0,5%, no mesmo tipo de comparação. Ocorreram elevações mensais nas vendas de oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para tecidos, vestuário e calçados, 5,4%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 3,9%; e equipamentos e materiais para escritório, 3,5%. Em oposição, ressaltam-se a retração nas vendas de veículos e motos, partes e peças, 3,5%. As vendas

do comércio varejista cresceram 1,9% em julho, comparativamente ao mês anterior, após altas de 0,4% em junho e de 0,3% em maio, acumulando expansão de 1,6% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril. Na comparação interanual e no período de doze meses encerrado em julho, o comércio varejista cresceu 6% e 5,4%, respectivamente.

44. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram expansão interanual de 3,7% em julho, com ênfase no crescimento de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 12%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 11,6%; móveis e eletroeletrônicos, 11%; e material de construção, 10,6%. O comércio ampliado cresceu 5,8% no período de doze meses encerrado em julho, destacando-se o aumento das vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 10,7%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,2%; combustíveis e lubrificantes, 7,5%; material de construção, 7,2%; móveis e eletrodomésticos, 7,1%; e veículos e motos, partes e peças, 6,2%.
45. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 309,9 mil unidades em setembro, queda de 1% em relação a agosto, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas vendas recuaram 5,1% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, quando declinaram 1% no mesmo tipo de comparação. Considerados períodos de doze meses, as vendas de autoveículos variaram -0,4% em setembro, resultado da retração de 1,9% em automóveis. Em oposição, as vendas de caminhões, ônibus e comerciais leves cresceram 7,7%, 5,8% e 3,4%, respectivamente.
46. O índice de *quantum* das importações de bens de capital, divulgado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e ajustado sazonalmente pelo Banco Central, reduziu 10,3% em agosto, na comparação com o mês anterior. A análise dos dados observados indicou variações de -6,1% em relação a agosto de 2012, de 4,3% no ano, e de 2,5% no intervalo de doze meses terminado em agosto.
47. A produção de bens de capital cresceu 2,6% em agosto, acumulando expansão de 2,9% no trimestre encerrado em agosto, relativamente ao finalizado em maio, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal refletiu, sobretudo, o aumento da produção da indústria de equipamentos de transporte, 7,1%; de bens de capital para o setor de energia elétrica, 5,5%; e de equipamentos para fins industriais não seriados, 4,9%. Em oposição, destacaram-se as retrações de 3,2% e 2,3% nos segmentos de peças agrícolas e de bens agrícolas, respectivamente. Considerando dados observados, a expansão de 11,8%, em relação a agosto de 2012, repercutiu o crescimento da produção de bens de capital para a construção, 46,9%; de equipamentos agrícolas, 25,2%; e de peças agrícolas, 24,4%.
48. A produção de insumos típicos da construção civil recuou 0,4% em agosto, registrando estabilidade no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, considerando dados dessazonalizados. No acumulado em doze meses encerrados em agosto, a produção do segmento cresceu 0,7%.
49. Os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$190,2 bilhões no intervalo de doze meses encerrado em julho, elevação de 38,3% em relação a igual período de 2012. Aumentaram os recursos destinados a todos os segmentos: agropecuária, 76%; comércio e serviços, 62%; indústria, 30%; e infraestrutura, 22%. No período, o setor de infraestrutura absorveu 32% do total dos recursos liberados, seguido pela indústria, 31%; comércio e serviços, 28%; e agropecuária, 9%.
50. A produção física da indústria geral manteve-se estável em agosto, em relação ao mês anterior, de acordo com

dados dessazonalizados do IBGE, após retração de 2,4% em julho. A indústria extrativa e a de transformação cresceram igualmente 0,2% no mês. Entre as categorias de uso, destaque para a produção de bens de capital, com elevação de 2,6% em agosto, seguida pelas expansões de 0,6% em bens intermediários e de 0,2% em bens de consumo duráveis. Em oposição, a indústria de bens de consumo semi e não duráveis recuou 0,3% no período analisado. Catorze das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa aumentaram, com destaque para a indústria de vestuário, 7,2%; diversos, 2,7%; e de alimentos, 2,5%; contrapondo-se às retrações de 7,7%, 5,6% e 5,1% nas indústrias de fumo, farmacêutica e de perfumaria, sabões, detergentes e produtos de limpeza, respectivamente. A produção da indústria declinou 0,3% no trimestre encerrado em agosto, ante o trimestre anterior, quando aumentara 0,7%, resultado de variações de 3% na indústria extrativa e de -0,5% na de transformação. Destacaram-se os aumentos das indústrias de fumo, 4,5%; de calçados e couro, 3,8%; de outros equipamentos de transporte, 3,4%; e de produtos de metal, 3,2%; e as retrações das indústrias de mobiliário, 6,3%; de máquinas de escritório e equipamentos de informática, 5,8%; e de perfumaria, sabões, detergentes e outros produtos de limpeza, 5,5%. Considerados dados observados, a produção física da indústria geral recuou 1,2%, em relação a agosto de 2012, refletindo retrações de 2% na indústria extrativa e de 1,2% na de transformação, com destaque para a diminuição de 6,3% da produção de bens de consumo duráveis e de 2% na de bens intermediários, em contraposição ao aumento de 11,8% na produção de bens de capital. A elevação de 1,1% registrada no trimestre encerrado em agosto, em relação a igual período do ano anterior, decorreu, sobretudo, do crescimento de 14,3% da indústria de bens de capital enquanto a alta de 0,7% no período de doze meses encerrado em agosto foi motivada, sobretudo, pelas expansões respectivas de 4,6% e 3,1% das indústrias de bens de capital e de consumo duráveis.

51. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,2% em setembro, resultado estável em relação ao observado em agosto, segundo dados dessazonalizados pela FGV. Ocorreram elevações de 1,6 p.p. na indústria de bens de consumo não duráveis, de 1,2 p.p. na de bens de capital, e de 0,1 p.p. na de bens intermediários; e retrações de 1,8 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis e de 1,7 p.p. na de material de construção. Considerada a série observada, o Nuci aumentou 0,1 p.p. em relação a setembro de 2012, atingindo 85%, resultado de elevações de 2,9 p.p. em material de construção, 1,8 p.p. em bens de capital, e 1,2 p.p. em bens intermediários, além das reduções respectivas de 5,5 p.p. e 0,6 p.p. nos segmentos de bens de consumo duráveis e não duráveis.
52. A produção de autoveículos atingiu 332 mil unidades em setembro, alta de 5,5% em relação a agosto, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. No terceiro trimestre, a produção de autoveículos recuou 5,8% em relação ao trimestre anterior, quando aumentara 11,8%. Considerando dados observados, a produção elevou-se 15,2% em relação a setembro de 2012, 13,9% no acumulado do ano e 13,2% no período de doze meses encerrado em setembro.
53. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais cresceu 2,4% em relação a agosto e contraiu 5,7% no terceiro trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve variações de 7,1% em relação a setembro de 2012, de 3,1% no acumulado do ano e de 6,5% em doze meses. As exportações de autoveículos montados somaram 45,5 mil unidades em setembro, aumentando 66,6% em relação a igual mês do ano anterior, 31,6% no acumulado do ano e 13% em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações recuaram 15,6% em relação a agosto, acumulando expansão de 10% no terceiro trimestre, em relação ao segundo.
54. De acordo com o LSPA, do IBGE, referente a setembro, a safra de grãos do país deverá totalizar 187 milhões de toneladas em 2013, variando 15,5% em relação a 2012 e -0,2% em relação ao levantamento de agosto.

A projeção para o ano reflete, principalmente, o aumento de 23,8% estimado para a produção de soja, seguindo-se as estimativas de crescimento de 13,2%, 10,3%, 4,4% e 2,7% para as culturas de milho, trigo, feijão e arroz, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, elevação de 6,9% na safra de cana-de-açúcar, na mesma base de comparação.

55. De acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE, a receita nominal do setor cresceu 9% em julho, ante igual mês de 2012, após variações de 8,8% em junho e de 7,6% em maio. O crescimento interanual de julho repercutiu, em especial, o desempenho do segmento transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 12,4%. No acumulado do ano até julho, a receita nominal do setor de serviços aumentou 8,6%, com destaque para o segmento de transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 11,1%.

Expectativas e sondagens

56. O ICC, considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, atingiu 114,2 pontos em setembro. A elevação de 1% em relação a agosto refletiu variações de 3,5% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,4% no Índice de Expectativas (IE). O ICC recuou 6,5% em relação a setembro de 2012, refletindo retrações de 11,3% no ISA e de 3,5% no IE.
57. O ICS, da FGV, considerados dados dessazonalizados, atingiu 116,3 pontos em setembro. A retração de 0,2% em relação a agosto refletiu variações de -1,4% no ISA e de 0,7% no IE. O ICS recuou 3,8% em relação a setembro de 2012, resultado das reduções de 5,6% no ISA e de 2,5% no IE.
58. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 125,2 pontos em setembro. A retração mensal de 5,7%, em relação ao mesmo mês de 2012, decorreu dos recuos de 6,9%, no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 5% no Índice de Expectativas (IE-COM). O ICOM contraiu 3,6% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao mesmo período de 2012, resultado das quedas de 4,6% no ISA-COM e de 3% no IE-COM.
59. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, atingiu 98 pontos em setembro, retração de 1% comparativamente ao mês anterior, dados ajustados sazonalmente. O resultado decorreu de quedas de 1,4% no IE e de 0,6% no ISA. O indicador recuou 6,3% em relação a setembro de 2012, refletindo retrações de 7,1% no IE e de 5,6% no ISA.
60. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 117 pontos em setembro, registrando retração de 4,6% em relação a igual mês de 2012. O resultado refletiu redução de 5% no Índice de Expectativas (IE-ICST) e de 4,1% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST). O ICST também registrou retração de 4,6% no trimestre finalizado em setembro comparativamente ao mesmo período de 2012, em decorrência da contração de 6,7% no ISA-ICST e de 2,8% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

61. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram gerados 127,6 mil empregos formais em agosto, ante 100,9 mil em igual mês de 2012, dos quais 64,3 mil no setor de serviços e 50,1 mil no comércio. No acumulado do ano foram abertos 826,7 mil postos e no período de doze meses encerrado em agosto, 593,2 mil, ante 1,1 milhão para ambos os períodos equivalentes em 2012. O nível de emprego formal registrou aumento mensal de 0,3% em relação a julho, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.

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

Crédito e inadimplência

63. O saldo total de crédito do sistema financeiro, incluindo-se as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.578 bilhões em agosto, com expansões de 1,3% no mês e 16,1% em doze meses. A relação crédito/PIB alcançou 55,5%, ante 55,2% em julho e 51,5% em agosto de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 56,3% do estoque total do sistema financeiro, cresceu 0,5% no mês e 8,8% em doze meses, refletindo variações de 0,6% e 7,7%, respectivamente, no saldo das operações com pessoas físicas e de 0,5% e 9,9% no relativo a pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 2,3% e 27,2% nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 2,7% e 35,1%, respectivamente, dos financiamentos imobiliários destinados a pessoas físicas, e de 2% e 19,2%, na ordem, dos financiamentos do BNDES, entre as operações destinadas a pessoas jurídicas.

64. A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 19,3% a.a. em agosto, elevação de 0,2 p.p. em relação a julho e queda de 0,3 p.p. ante agosto de 2012. A taxa média atingiu 25,2% nas operações com pessoas físicas, variações de 0,1 p.p. no mês e de -0,5 p.p. em doze meses, e 14,7% no segmento de pessoas jurídicas, com expansão de 0,3 p.p. e recuo de 0,2 p.p., nas mesmas bases de comparação.

65. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu 98 meses em agosto, aumentando 4,1 meses em relação a julho e 14,6 meses na comparação com agosto de 2012. No segmento de pessoas físicas, o prazo médio situou-se em 134,6 meses, elevando-se 0,7 mês e 18,9 meses, respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas, o prazo médio alcançou 69,6 meses, acréscimos de 6,6 meses em relação a julho e de 11,1 meses relativamente a igual mês de 2012.

66. A taxa de inadimplência do sistema financeiro, correspondente às operações com atraso superior a noventa dias, situou-se em 3,3% em agosto, estável em relação a julho e com queda de 0,6 p.p. em relação a agosto de 2012. Os indicadores referentes às operações com pessoas físicas e jurídicas atingiram 4,8% e 2%, respectivamente, em agosto, com recuo de 0,2 p.p. e estabilidade, na ordem, em relação a julho, e reduções de 1,1 p.p. e 0,3 p.p., em doze meses.

Ambiente externo

67. A recuperação da economia mundial se mantém em ritmo moderado, ressaltando-se a aceleração nas economias avançadas. O PMI composto global para o terceiro trimestre atingiu o maior nível desde o primeiro trimestre de 2012, sugerindo aumento na taxa de crescimento global no período. Nos EUA, o PMI da manufatura avançou para 56,2 em setembro, de 55,7 no mês anterior, enquanto que o PMI de serviços recuou para 54,4 de 58,6 nas mesmas datas. A taxa de desemprego recuou para 7,3% em agosto, permanecendo em nível elevado, e a geração de postos de trabalho não rurais alcançou média de 148 mil

no trimestre encerrado em agosto, a menor média desde agosto de 2012. O setor imobiliário residencial permanece em recuperação e o índice de confiança das construtoras alcançou, em setembro, o maior valor desde novembro de 2005. No entanto, a elevação, a partir de maio, da taxa média das hipotecas prefixadas de 30 anos representa risco para essa recuperação. Na Área do Euro, o PMI composto atingiu em setembro o maior patamar em 27 meses, 52,2. A confiança do consumidor, em ascensão desde janeiro, favoreceu a recuperação das vendas no varejo em julho e agosto, com altas mensais respectivas de 0,5% e 0,7%. No Japão, a variação do PIB do segundo trimestre foi revisada para 3,8% de 2,6% na estimativa anterior. O PMI de setembro subiu para 53,2, o maior valor em quatro meses. Na China, as exportações cresceram 7,1% em agosto, na comparação interanual. O PMI manufatureiro avançou para 50,2, em setembro, segunda alta consecutiva, favorecido pela melhora da demanda externa proveniente da Europa e EUA.

68. No período, os mercados acionários registraram ganhos expressivos tanto nas economias desenvolvidas quanto nas emergentes, em que pesem as incertezas associadas ao início da redução dos estímulos monetários por parte do *Federal Reserve* (Fed) e ao impasse para a aprovação do orçamento e ampliação do teto da dívida federal nos EUA. Nesse ambiente, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos do Tesouro dos EUA seguiram em alta até 5 de setembro, quando atingiram 2,99%, recuando na sequência. O dólar recuou frente às moedas da África do Sul, Austrália, Brasil, Chile, Índia e Turquia, devolvendo parte dos ganhos observados frente a essas mesmas moedas no período anterior.
69. No mercado internacional de *commodities*, as agropecuárias apresentaram trajetórias díspares, com os preços do milho e da soja recuando fortemente em contraposição às altas do açúcar, algodão, trigo e das carnes bovina e suína. Nas *commodities* metálicas, destaque-se o avanço no preço do estanho e o recuo no do minério de ferro. No segmento de energéticas, ressaltou-se a redução do preço do barril do tipo *Brent*, fruto do arrefecimento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e da retomada da produção na Líbia.
70. De acordo com o *International Financial Statistics*, do Fundo Monetário Internacional (FMI), a variação anual do IPC global elevou-se para 3,6% em julho, de 3,5% em junho, resultado da manutenção da variação da inflação nas economias emergentes em 6,6% e do aumento nas economias desenvolvidas para 1,6%, de 1,5%. Em agosto, a variação da inflação nas economias desenvolvidas recuou para 1,3%. Os bancos centrais dos EUA, da Área do Euro, do Japão e do Reino Unido mantiveram as respectivas taxas de juro oficiais nas mínimas históricas, assim como o tamanho dos seus programas de compras de ativos, ao tempo em que as autoridades monetárias de Hungria, Israel, México e Romênia voltaram a ampliar a postura expansionista de suas políticas, reduzindo suas respectivas taxas básicas. Em sentido contrário, os bancos centrais da Índia e da Indonésia elevaram suas taxas de juro básicas.

Comércio exterior e reservas internacionais

71. A balança comercial brasileira apresentou *superavit* de US\$2,1 bilhões em setembro, resultado de exportações de US\$21 bilhões e importações de US\$18,8 bilhões. O *deficit* acumulado no ano somou US\$1,6 bilhão, ante *superavit* de US\$15,7 bilhões em igual período de 2012, refletindo retração de 1,6% das exportações e aumento de 8,7% das importações, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio totalizou US\$356,9 bilhões nos nove primeiros meses do ano, expansão de 3,3% na comparação com o mesmo período de 2012, pelo critério de média diária.
72. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra, totalizaram US\$376 bilhões em setembro, aumento de US\$3,2 bilhões no mês e redução de US\$2,6 bilhões no ano. No conceito caixa, o estoque totalizou US\$368,7 bilhões, elevação de US\$1,7 bilhão em relação a agosto e recuo de US\$4,5 bilhões comparativamente a dezembro de 2012. Em setembro, o fluxo de operações de linhas com

compromisso de recompra somou vendas líquidas de US\$1,6 bilhão, enquanto o estoque totalizou US\$7,4 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

73. No período que se seguiu à reunião do Copom de agosto, houve significativa oscilação das taxas de juros domésticas, notadamente as de médio e longo prazo, influenciadas principalmente por fatores externos. Enquanto o trecho curto da curva de juros manteve sempre a tendência de elevação, as taxas para prazos acima de dois anos em um primeiro momento se elevaram, mas reverteram o movimento a partir de meados de setembro, recuando para patamares abaixo do registrado no período anterior. Contribuíram para a alta das taxas domésticas de curto prazo a divulgação do Relatório de Inflação, considerado mais conservador, e a expectativa do mercado para a continuidade do ciclo de aperto monetário. O movimento de redução das taxas de longo prazo foi influenciado pela manutenção dos leilões diários de *swap* cambial, pela queda nas cotações do dólar ante as diversas moedas, sobretudo o real, e pela redução dos juros dos títulos do tesouro norte-americano, após a decisão do FOMC do dia 18 de setembro, de manutenção dos estímulos monetários nos Estados Unidos. Entre 26 de agosto e 7 de outubro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses aumentaram 0,55 p.p., 0,39 p.p. e 0,18 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos recuaram 0,04 p.p., 0,15 p.p. e 0,25 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, apresentou queda, de 3,72% em 26 de agosto para 3,54% em 7 de outubro, principalmente devido à elevação da expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses.
74. No período de 27 de agosto a 7 de outubro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial tradicional com vencimentos entre novembro de 2013 e outubro de 2014. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$21,2 bilhões, dos quais US\$5,6 bilhões referentes à rolagem de contratos de vencimento em 1º de outubro de 2013. Em 7 de outubro, o saldo líquido passivo em câmbio do Banco Central, nesse instrumento, alcançou o equivalente a US\$55,5 bilhões em valor nominal.
75. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 27 de agosto a 7 de outubro, diariamente, operações compromissadas de prazo de três meses, tomando recursos no valor total de R\$88,6 bilhões e, semanalmente, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$32,9 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo recuou de R\$294,8 bilhões, entre 9 de julho e 26 de agosto, para R\$265,9 bilhões, entre 27 de agosto e 7 de outubro. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 30 dias úteis, no montante de R\$328,1 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas tomadoras de recursos de curtíssimo prazo, em 30 ocasiões. Realizou, também, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. O saldo diário médio tomador dessas operações de curtíssimo prazo foi de R\$106,3 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central recuou de R\$706,7 bilhões, entre 9 de julho e 26 de agosto, para R\$700,3 bilhões, entre 27 de agosto e 7 de outubro. Considerando-se o período entre 26 de agosto e 7 de outubro, o estoque dos compromissos de recompra aumentou de R\$659,2 bilhões para R\$691,7 bilhões. Os principais fatores que contribuíram para a expansão da liquidez no período foram as despesas líquidas da União e resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional.

Notas da 179ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 26 e 27/11/2013

Local: Sala de reuniões do 8º andar (26/11) e do 20º andar (27/11) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h11 (26/11) e 16h55 (27/11)

Horário de término: 20h12 (26/11) e 20h07 (27/11)

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

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 26/11)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 27/11)

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

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 26/11)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Lilian Carla dos Reis Arquete – Chefe de Subunidade do Departamento Econômico

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 0,57% em outubro, 0,02 pontos percentuais (p.p.) abaixo da registrada em outubro de 2012. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses recuou para 5,84% em outubro (5,45% até outubro de 2012), com os preços livres aumentando 7,37% (6,23% até outubro de 2012), e os preços administrados registrando a menor variação (1,01%) da série histórica iniciada em 1994 (3,23% até outubro de 2012). Especificamente sobre preços livres, os dos bens comercializáveis aumentaram 6,38% (4,00% até outubro de 2012), e os dos bens não comercializáveis, 8,24% (8,27% até outubro de 2012). Os preços do grupo alimentos e bebidas registraram inflação de 1,03% em outubro, acumulando alta de 8,88% em doze meses (10,40% até outubro de 2012).

Por sua vez, os preços dos serviços aumentaram 8,74% em doze meses (7,99% até outubro de 2012). Em síntese, a inflação de monitorados recua, a de não comercializáveis segue elevada e a de comercializáveis em elevação.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, passou de 0,46% em setembro para 0,56% em outubro. Assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,28% (1,03 p.p. acima da registrada até outubro de 2012). Especificamente, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,43% em setembro para 0,58% em outubro; o núcleo por dupla ponderação, de 0,46% para 0,61%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,52% para 0,60%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,40% para 0,52%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,48% para 0,51%. O índice de difusão ficou em 67,7% em outubro (ante 68,8% no mesmo mês do ano anterior).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,63% em outubro, após alta de 1,36% em setembro. Em doze meses o índice variou 5,46% (7,41% até outubro de 2012). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 5,07% (7,92% até outubro de 2012). Na desagregação segundo o estágio da produção, observou-se, em doze meses, alta de 2,79% nos preços de matérias-primas brutas, de 6,49% nos preços de bens intermediários e de 5,68% nos de bens finais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,36% em doze meses até outubro (5,97% até outubro de 2012); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 8,14% (7,47% até outubro de 2012), em parte reflexo de preços de mão de obra, que variaram 9,87% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/ Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), aumentou 0,62% em setembro, acumulando alta de 5,86% em doze meses. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativa para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Considerando-se os dados ajustados sazonalmente, o IBC-Br permaneceu inalterado em setembro, após crescimento de 0,1% em agosto. Já em relação ao mesmo mês do ano anterior, o IBC-Br aumentou 1,3% em agosto e 3,3% em setembro. Em doze meses, o IBC-Br aponta crescimento de 2,5%. Já o indicador *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto referente ao Brasil apontou intensificação da atividade econômica em outubro, quando atingiu o maior nível desde fevereiro. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), avançou em novembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, revertendo parte do recuo observado em outubro. Também a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), apontou recuperação em novembro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta crescimento de 15,4% na produção de grãos em 2013, em relação a 2012.
5. A atividade fabril, após estabilidade em agosto, expandiu 0,7% em setembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, a produção industrial em setembro foi 2,0% superior à observada em setembro de 2012 (avanço de 1,1% no acumulado em doze meses). A produção física entre janeiro e setembro superou em 1,6% a registrada no mesmo período do ano anterior, com destaque para a produção de veículos automotores, com expansão de 11,2%, bem como para refino de petróleo e produção de álcool, com 7,7%. O ritmo da produção cresceu em 16 dos 27 ramos de atividade pesquisados, nessa

mesma base de comparação. O indicador PMI do setor industrial referente ao Brasil mostra nova melhora em outubro. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 4,9% nos três primeiros trimestres do ano, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, e o número de horas trabalhadas cresceu 0,1%.

6. Entre as categorias de uso, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital cresceu 4,0% em setembro; a de bens de consumo duráveis, 2,3%; a de bens intermediários permaneceu inalterada e a de bens de consumo semiduráveis e não duráveis recuou 1,4%. No que se refere ao crescimento acumulado em doze meses até setembro, houve avanço de 7,8% na produção de bens de capital; de 3,1% na de bens de consumo duráveis; de 0,2% na de bens de consumo semiduráveis e não duráveis; e de 0,1% na de bens intermediários.
7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), sem ajuste sazonal, recuou para 5,2% em outubro. Além disso, de acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa de desocupação em outubro atingiu novamente o mínimo da série histórica iniciada em 2002 (5,3%). Cabe notar que a redução da taxa de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) ao longo dos últimos anos tem contribuído para manutenção da taxa de desocupação em patamares historicamente baixos. Adicionalmente, em outubro, o contingente da população economicamente ativa representou 57,1% da PIA (1,0 p.p. inferior ao observado em outubro de 2012). Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 1,8% em outubro, comparado a igual mês do ano anterior, enquanto a massa salarial real aumentou 1,4% na mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 95 mil postos de trabalho formais em outubro (ante 67 mil em outubro de 2012). Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora existam alguns sinais de moderação na margem.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista ampliado cresceu 7,5% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior e o do comércio varejista restrito, 4,1%. Ajustada sazonalmente, a variação mês a mês foi de -0,7% nas vendas do comércio varejista ampliado e de 0,5% nas do comércio restrito. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 4,9%, com expansão em todos os dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, registrou a terceira alta consecutiva em outubro, em função de melhoras tanto na percepção da situação atual como nas expectativas. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará sendo influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 85,5% em novembro (85,2% em novembro de 2012) e, na série dessazonalizada pela FGV, 84,3%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital, de acordo com a série livre de influências sazonais, ficou em 82,8%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização da capacidade se posicionou em 84,7%, 85,4% e 91,4%, respectivamente. Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 8,0% no período de doze meses encerrado em setembro.
10. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$218 milhões em outubro. Esse resultado adveio de exportações de US\$240,7 bilhões e de importações de US\$240,5 bilhões, com recuo de 2,3% e avanço de 7,1%, respectivamente, em relação aos doze meses anteriores. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$82,2 bilhões em outubro, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$59,1 bilhões em doze meses até outubro, equivalentes a 2,6% do PIB.

11. Na economia global, ainda prevalece cenário de baixo crescimento neste ano em importantes economias maduras, notadamente na Zona do Euro, mas, de modo geral, antecipa-se cenário mais benigno para o próximo ano. Altas taxas de desemprego na Europa, aliadas à consolidação fiscal e incertezas políticas, traduzem-se em recuo dos investimentos e em baixo crescimento. Por outro lado, o indicador antecedente composto, divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a setembro, e os indicadores coincidentes PMI, referentes a outubro e novembro, apontam melhoras na margem em diversas economias avançadas e emergentes, com perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência ou acima desta. Em relação à política monetária, nas economias maduras prevalecem posturas acomodáticas. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta expansionista. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nos EUA, na Zona do Euro e no Japão.
12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* esteve volátil e aumentou ligeiramente desde a última reunião do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Desde a última reunião do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 4,0%, enquanto os preços das *commodities* metálicas aumentaram 1,7%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), variou -5,3% em doze meses até outubro de 2013.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:
- a) a projeção de reajuste no preço da gasolina, para o acumulado de 2013, foi mantida em 5%, valor considerado na reunião do Copom de outubro;
 - b) a projeção aponta recuo de aproximadamente 16% na tarifa residencial de eletricidade, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Essa estimativa leva em conta os impactos diretos das reduções de encargos setoriais anunciadas, bem como reajustes e revisões tarifárias ordinários programados para este ano;
 - c) projeta-se aumento de 2,5% no preço do gás de bujão e redução de 1,0% na tarifa de telefonia fixa para o acumulado de 2013, mesmos valores considerados na reunião do Copom de outubro;
 - d) a projeção de reajuste, construída item a item, para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2013, recuou para 1,2%, 0,3 p.p. menor do que o valor considerado na reunião do Copom de outubro; e
 - e) a projeção de reajuste para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, para o acumulado de 2014, foi mantida em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Essas projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP).
14. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de

referência, de 103 pontos base (p.b.) e 5 p.b. para o quarto trimestre de 2013 e de 2014, respectivamente.

15. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário para 2013, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2013; e, para 2014, conforme parâmetros constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2014. Dessa forma, em determinado período, a projeção de inflação considera impulso fiscal a variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.
16. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2013 manteve-se em 5,82%. Para 2014, a mediana das projeções de inflação reduziu-se de 5,95% para 5,92%.
17. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,30/US\$ e da taxa Selic em 9,50% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2013 diminuiu em relação ao valor considerado na última reunião, porém, permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2013 também diminuiu em relação ao valor considerado na reunião de outubro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2014, a projeção se manteve estável no cenário de referência e recuou no de mercado, em relação aos respectivos valores considerados na reunião do Copom de outubro, posicionando-se, em ambos os casos, acima da meta de 4,5%. Para o terceiro trimestre de 2015, nos dois cenários, a inflação se posiciona acima da meta.

Implementação da política monetária

18. 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.
19. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. O Comitê avalia que, de modo geral, mantiveram-se perspectivas de atividade global moderada este ano, com tendência de intensificação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Há avanços nas economias maduras, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal neste e nos próximos anos. Já em importantes economias emergentes, o ritmo

de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca evidências de acomodação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais bem como a ocorrência, desde a última reunião, de focos de tensão e de volatilidade nos mercados de moeda.

20. O Copom pondera que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano. Informações recentes indicam retomada dos investimentos e continuidade do crescimento do consumo das famílias, esse último favorecido pelas transferências públicas e pelo vigor do mercado de trabalho – que se reflete em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários. De modo geral, a absorção interna vem se expandindo a taxas maiores do que as de crescimento do PIB e tende a ser beneficiada pelos efeitos de ações de política fiscal, da expansão da oferta de crédito, do programa de concessão de serviços públicos e do programa de permissão para exploração de petróleo, entre outros fatores. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário central antecipa trajetória mais benigna do que a registrada em anos recentes. No entanto, o Comitê nota que a velocidade de materialização desses ganhos esperados depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.
21. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Para o Comitê, criam-se condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.
22. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Ainda sobre esse mercado, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
23. No mercado de fatores, o Copom destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e pondera que, em tais circunstâncias, um risco significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a inflação. Não obstante sinais de moderação, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.
24. O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, esses movimentos nos mercados domésticos de divisas, em certa medida, refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.
25. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Nesse contexto, o Copom entende ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições

monetárias ora em curso.

26. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,00% ao ano, sem viés.
27. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.
28. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, criam boas perspectivas para os investimentos. O Comitê, entretanto, nota que ainda se apresenta como fator de contenção da demanda agregada o frágil cenário internacional, em que pese perspectivas de progresso no horizonte relevante. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.
29. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.
30. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que a transmissão dos efeitos das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens.
31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 14 de janeiro de 2014, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 24.064, de 12 de junho de 2013.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

32. O IPCA-15 variou 0,57% em novembro, ante 0,48% em outubro, de acordo com o IBGE. A aceleração mensal refletiu os avanços de 0,07 p.p., para 0,66%, na variação dos preços livres, e de 0,16 p.p., para 0,28%, na dos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu aceleração dos preços dos bens não comercializáveis, de 0,28% para 0,59%, com destaque para serviços, com variação de 0,63% ante 0,49% no mês anterior, e desaceleração em produtos comercializáveis, de 0,94% para 0,73%. A aceleração mensal do IPCA-15 foi favorecida, principalmente, pelos avanços de 0,08% para 0,39% nos preços do grupo transportes, com contribuição de 0,07 p.p. para o índice, ante 0,02 p.p. em outubro, e de 0,70% para 0,84% no grupo alimentação e bebidas, com contribuição de 0,21 p.p. ante 0,17 p.p. no mês anterior. O

índice de difusão atingiu 70,68% em novembro ante 65,75% em outubro.

33. Considerados períodos de doze meses, o IPCA-15 aumentou 5,78% em novembro, ante 5,75% em outubro. Os preços livres aceleraram de 7,26% para 7,33%, reflexo da evolução de 8,22% para 8,40% na variação dos preços dos bens não comercializáveis, enquanto os preços dos bens comercializáveis desaceleraram de 6,20% para 6,14%. A elevação dos preços monitorados atingiu 0,93%, ante 1,01% no período de doze meses encerrado em outubro. Os preços dos serviços aumentaram 8,70%, ante variações de 8,79% e de 8,73% nos períodos de doze meses finalizados em outubro e setembro, respectivamente.
34. O IGP-10 variou 0,44% em novembro, após alta de 1,11% em outubro, de acordo com a FGV, resultado das desacelerações do IPA e do INCC, e da aceleração do IPC. O indicador acumula aumentos de 4,93% no ano, ante elevação de 6,75% no mesmo período de 2012, e de 5,59% em doze meses, comparativamente a 4,84% até outubro.
35. O IPA-10 avançou 0,40% em novembro, ante 1,48% em outubro, acumulando altas de 4,57% no ano e de 5,26% em doze meses. Os preços dos produtos industriais aumentaram 0,45% no mês, ante 1,57% em outubro, acumulando altas de 7,12% no ano e de 7,59% em doze meses. Os preços dos produtos agropecuários avançaram 0,27% em novembro, ante 1,24% no mês anterior, acumulando quedas de 1,64% no ano e de 0,45% em doze meses. O desempenho mensal dos preços dos produtos industriais evidenciou o aumento dos preços de minerais metálicos, 3,90%, com contribuição de 0,22 p.p. para o índice. Em relação aos produtos agropecuários, ressaltam-se as variações dos itens tomate, 48,77%; e suínos, 11,25%; exercendo contribuições de 0,08 p.p. e 0,07 p.p., respectivamente.
36. O IPC-10 variou 0,61% em novembro, ante 0,33% em outubro, acumulando alta de 4,76% no ano, ante 5,05% no mesmo período do ano anterior, e de 5,44% em doze meses. A aceleração do IPC-10 em novembro repercutiu especialmente as elevações nos grupos alimentação, 1,06%, ante 0,18% em outubro; habitação, 0,66%, ante 0,54%; e saúde e cuidados pessoais, 0,59%, ante 0,40%; com contribuições respectivas de 0,26 p.p., 0,16 p.p. e 0,07 p.p. O INCC-10 variou 0,32% em novembro, ante 0,44% em outubro, com desaceleração nos preços de materiais, equipamentos e serviços, de 0,93% para 0,52%, e alta de 0,14% nos custos de mão de obra, ante estabilidade no mês anterior. O INCC acumulou variações de 7,69% no ano e de 8,07% em doze meses.
37. O IPP/IT aumentou 0,62% em setembro, ante 1,43% em agosto, acumulando variação de 4,91% no ano, ante 6,31% no mesmo período de 2012. O resultado mensal do IPP/IT refletiu, principalmente, as elevações de 1,58%, 1,16%, 0,96% e 3,61%, nos preços dos segmentos alimentos, coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, outros produtos químicos, e bebidas, com contribuições respectivas para o índice de 0,32 p.p., 0,13 p.p., 0,11 p.p., e 0,10 p.p. Em doze meses, o IPP/IT variou 5,86% em setembro, ante 5,92% em agosto, destacando-se as contribuições dos itens alimentos, 1,15 p.p.; outros produtos químicos, 1,10 p.p.; e coque, derivados do petróleo e biocombustíveis, 0,69 p.p.
38. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 2,67% em outubro, após declínio de 2,82% em setembro, ocorrendo quedas respectivas de 2,83%, 2,03% e 2,78% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, energéticas e metálicas. O IC-Br acumulou retração de 2,07% no ano, até outubro, resultado de desvalorizações de 3,54% e 1,74%, na ordem, nas *commodities* agropecuárias e metálicas, e de valorização de 4,07% no segmento de energéticas.

Atividade econômica

39. O IBC-Br permaneceu praticamente estável em setembro, variação de -0,01% em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. O indicador recuou 0,12% no terceiro trimestre, ante o segundo, quando havia aumentado 0,84% no mesmo tipo de comparação. Na série com dados observados, o IBC-Br variou 3,33%, em relação a setembro de 2012, ante 1,32% em agosto, na mesma base de comparação, e acumulou elevações de 2,82% no ano e de 2,49% no período de doze meses finalizado em setembro.
40. As vendas do comércio ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, recuaram 0,7% em setembro em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados da PMC do IBGE, após estabilidade em agosto e alta de 0,5% em julho. As vendas aumentaram 0,2% no terceiro trimestre do ano, em relação ao segundo, quando haviam crescido 1%, no mesmo tipo de comparação. Ocorreram elevações mensais nas vendas de seis dos dez segmentos pesquisados, com destaque para outros artigos de uso pessoal e doméstico, 2,4%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 1,3%. Em oposição, ressaltou-se a retração nas vendas de veículos e motos, partes e peças, 5,1%. As vendas do comércio varejista cresceram 0,5% em setembro, comparativamente ao mês anterior, após altas de 0,9% em agosto e de 2,1% em julho, acumulando expansão de 3,2% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho.
41. Considerados os dados observados, as vendas do comércio ampliado apresentaram expansão interanual de 7,5% em setembro, com ênfase no crescimento de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 16,5%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 14,8%; veículos e motos, partes e peças, 13,9%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 11,9%; e material de construção, 10,1%. O comércio ampliado cresceu 4,8% no período de doze meses encerrado em setembro, destacando-se o aumento das vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico, 11,1%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos, 9,3%; e material de construção, 7,6%. Na comparação interanual e no período de doze meses encerrado em setembro, o comércio varejista cresceu 4,1% e 4,8%, respectivamente.
42. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, incluindo automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, atingiram 330,2 mil unidades em outubro, queda de 5,6% em relação a setembro, de acordo com dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas vendas recuaram 5,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando cresceram 2,2% no mesmo tipo de comparação. Considerados períodos de doze meses, as vendas de autoveículos variaram -1,2%, resultado da retração de 2,9% em automóveis. Em oposição, as vendas de ônibus, caminhões e comerciais leves cresceram 11,7%, 9,1% e 2,5%, respectivamente.
43. 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, aumentou 0,9% em outubro, na comparação com o mês anterior. A análise dos dados observados indicou crescimento de 2,4% em relação a outubro de 2012, de 3,5% no ano e de 2,1% no intervalo de doze meses terminado em outubro.
44. A produção de bens de capital cresceu 4% em setembro, acumulando expansão de 1,4% no terceiro trimestre do ano, relativamente ao segundo, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. O resultado mensal refletiu, sobretudo, o aumento da produção da indústria de equipamentos de transporte, 7%; de bens de capital para construção, 4,4%; e de equipamentos para fins industriais seriados, 4,1%. Em oposição, destacaram-se as retrações de 4,2% e 3,8% nos segmentos de bens de capital para fins industriais não seriados e para o setor de energia elétrica, respectivamente.

Considerando dados observados, a expansão de 24,1%, em relação a setembro de 2012, repercutiu, especialmente, o crescimento da produção de bens de capital para construção, 78,9%; de equipamentos agrícolas, 32,2%; de equipamentos de transporte, 23,8%; e de bens de capital para fins industriais seriados, 22,5%.

45. A produção de insumos típicos da construção civil elevou-se 0,3% em setembro, retraindo 0,2% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, considerando dados dessazonalizados. No acumulado em doze meses encerrados em setembro, a produção do segmento cresceu 1,4%.
46. A produção física da indústria geral aumentou 0,7% em setembro, em relação ao mês anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE, após registrar estabilidade em agosto. A indústria extrativa e a de transformação cresceram 0,8% e 0,5%, respectivamente, no mês. Entre as categorias de uso, destaque para a produção de bens de capital, que aumentou 4% em setembro, seguida pela expansão de 2,3% em bens de consumo duráveis e pela estabilidade em bens intermediários. Em oposição, a indústria de bens de consumo semi e não duráveis recuou 1,4% no período analisado. Doze das 26 atividades da indústria de transformação consideradas na pesquisa aumentaram, com destaque para a indústria de outros equipamentos de transporte, 8,6%; perfumaria, sabões, detergentes e outros produtos de limpeza, 8,4%; e veículos automotores, 6,2%; contrapondo-se às retrações de 12,2% e 10,5% nas indústrias de edição, impressão e reprodução e de vestuário, respectivamente. A produção da indústria declinou 1,4% no terceiro trimestre do ano, ante o segundo, quando aumentara 0,9%, resultado de variações de 2,2% na indústria extrativa e de -1,8% na de transformação. Destacaram-se os aumentos das indústrias de diversos, 5,4%; de fumo, 4,7%; e de produtos de metal, 3,3%; e as retrações das indústrias farmacêutica, 10,5%; de máquinas de escritório e equipamentos de informática, 7,4%; de edição, impressão e reprodução, 6,3%; e de veículos automotores, 4,6%. Considerados dados observados, a produção física da indústria geral aumentou 2%, em relação a setembro de 2012, refletindo elevações de 0,7% na indústria extrativa e de 2% na de transformação, com destaque para a expansão de 24,1% da produção de bens de capital, seguida pelos crescimentos respectivos de 1,5% e 0,4% nas indústrias de bens de consumo duráveis e de bens intermediários, em contraposição à retração de 1,6% da produção de bens de consumo semi e não duráveis. A elevação de 0,8% registrada no trimestre encerrado em setembro, em relação a igual período do ano anterior, decorreu, sobretudo, do crescimento de 15,9% da indústria de bens de capital, enquanto a alta de 1,1% no período de doze meses encerrado em setembro foi motivada, principalmente, pelas expansões respectivas de 7,8% e 3,1% nas indústrias de bens de capital e de consumo duráveis.
47. O Nuci da indústria de transformação atingiu 84,1% em outubro, queda de 0,1 p.p. em relação ao observado em setembro, segundo dados dessazonalizados pela FGV. Ocorreram retrações de 1,1 p.p. na indústria de bens intermediários e de 0,6 p.p. na de bens de capital; e elevações de 1,9 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis, de 0,8 p.p. na de material de construção, e de 0,7 p.p. na de bens de consumo não duráveis. Considerada a série observada, o Nuci apresentou retração de 0,1 p.p. em relação a outubro de 2012, atingindo 85,3%, resultado das reduções de 3,8 p.p. em bens de consumo duráveis e 0,1 p.p. em bens intermediários, e das elevações respectivas de 2,9 p.p., 0,8 p.p., e 0,4 p.p. nos segmentos de material de construção, bens de capital e bens de consumo não duráveis.
48. A produção de autoveículos atingiu 323,8 mil unidades em outubro, redução de 8,3% em relação a setembro, de acordo com dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), dessazonalizados pelo Banco Central. No trimestre encerrado em outubro, a produção de autoveículos cresceu 1,9% em relação ao trimestre finalizado em julho, quando aumentara 4,5%, no mesmo tipo de comparação. Considerando dados observados, a produção expandiu 0,5% em relação a outubro de 2012, 12,4% no acumulado do ano e 11,3% no período de doze meses encerrado em outubro.

49. Ainda segundo a Anfavea, o licenciamento de autoveículos nacionais declinou 2,8% em relação a setembro e 4,9% no trimestre encerrado em outubro, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Considerados dados observados, houve variações de -4,9% em relação a outubro de 2012, de 2,2% no acumulado do ano e de 3,4% em doze meses. As exportações de autoveículos montados somaram 51,8 mil unidades em outubro, aumentando 22,9% em relação a igual mês do ano anterior, 30,6% no acumulado do ano e 17,6% em doze meses. Considerada a série dessazonalizada pelo Banco Central, as exportações recuaram 6,3% em relação a setembro, acumulando contração de 0,2% no trimestre finalizado em outubro, ante o encerrado em julho.
50. De acordo com o LSPA, do IBGE, referente a outubro, a safra de grãos do país deverá totalizar 186,8 milhões de toneladas em 2013, variando 15,4% em relação a 2012 e -0,1% em relação ao levantamento de setembro. A projeção para o ano reflete, principalmente, o aumento de 23,8% estimado para a produção de soja, seguindo-se os prognósticos de crescimento de 12,9%, 11,5%, 4,9% e 2,7% para as culturas de milho, trigo, feijão e arroz, respectivamente. Projeta-se, adicionalmente, elevação de 6,2% na safra de cana-de-açúcar e retrações respectivas de 14,2% e 6,9% nas de laranja e de café, na mesma base de comparação. Ainda segundo o IBGE, que elaborou o primeiro prognóstico para a safra de 2014, estima-se que a produção de grãos atingirá 184,2 milhões de toneladas, 1,4% inferior à projetada para 2013, influenciada principalmente pela retração esperada de 10,3% na produção de milho, parcialmente compensada pela elevação estimada de 6,1% para a cultura da soja.
51. De acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE, a receita nominal do setor cresceu 9,6% em setembro, ante igual mês de 2012, após variações de 6,6% em agosto e de 9,1% em julho. O crescimento interanual de setembro repercutiu, em especial, o desempenho do segmento transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 12,1%. No acumulado do ano até setembro, a receita nominal do setor de serviços aumentou 8,4%, com destaque para o segmento de transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, 10,9%, e serviços prestados às famílias, 10%.

Expectativas e sondagens

52. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), considerados os dados dessazonalizados da Sondagem de Expectativas do Consumidor, da FGV, de abrangência nacional, atingiu 112,8 pontos em novembro. A elevação de 1% em relação a outubro refletiu variações de 1,4% no Índice de Expectativas (IE) e de -0,2% no Índice da Situação Atual (ISA). O ICC recuou 6,1% em relação a novembro de 2012, resultado das quedas de 11,6% no ISA e de 2,5% no IE.
53. O ICS, da FGV, considerados dados dessazonalizados, atingiu 116,1 pontos em outubro. A retração de 0,2% em relação a setembro refletiu variações de -0,5% no IE e de 0,3% no ISA. O ICS recuou 4,7% em relação a outubro de 2012, resultado das reduções de 5,3% no IE e de 4,1% no ISA.
54. O ICOM, calculado pela Sondagem Conjuntural do Comércio, da FGV, atingiu 125,2 pontos em outubro. A retração mensal de 4,9%, em relação ao mesmo mês de 2012, decorreu dos recuos de 10,2%, no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 1,4% no Índice de Expectativas (IE-COM). O ICOM registrou contração de 3,9% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao mesmo período de 2012, resultado das quedas de 5,6% no ISA-COM e de 2,9% no IE-COM.
55. O ICI, considerados dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, atingiu 99 pontos em novembro. A expansão mensal de 1,2% foi resultado dos aumentos de 1,8%

no ISA e de 0,6% no IE. O indicador recuou 6,5% em relação a novembro de 2012, refletindo retrações de 5,9% no ISA e de 7,1% no IE.

56. O Índice de Confiança da Construção (ICST), calculado pela Sondagem Conjuntural da Construção, da FGV, atingiu 115,9 pontos em novembro. A retração de 3,7% em relação a igual mês de 2012 refletiu reduções de 5,7% no Índice de Situação Atual (ISA-ICST) e de 1,8% no Índice de Expectativas (IE-ICST). O ICST também registrou retração de 3,7% no trimestre finalizado em novembro comparativamente ao mesmo período de 2012, em decorrência das contrações de 5,9% no ISA-ICST e de 1,7% no IE-ICST.

Mercado de trabalho

57. Segundo dados divulgados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram gerados 94,9 mil empregos formais em outubro, ante 67 mil em igual mês de 2012, dos quais 52,2 mil no comércio, 33,5 mil na indústria de transformação e 32,1 mil em serviços, parcialmente compensados pela contração de 22,7 mil postos na agropecuária. No acumulado do ano foram abertos 1,1 milhão de empregos e no período de doze meses encerrado em outubro, 681,8 mil, ante 1,3 milhão e 953,7 mil, respectivamente, para períodos equivalentes em 2012. O nível de emprego formal registrou aumento mensal de 0,2% em relação a setembro, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central.
58. A taxa de desemprego atingiu 5,2% em outubro, redução de 0,2 p.p. em relação a setembro e de 0,1 p.p. comparativamente a outubro de 2012, de acordo com a PME do IBGE, realizada nas seis principais regiões metropolitanas do país. O resultado mensal refletiu aumentos de 0,4% da população ocupada, superior ao da População Economicamente Ativa (PEA), 0,1%. Em relação a outubro de 2012, a ocupação recuou 0,4%, ante elevação de 0,1% em setembro, na mesma base de comparação. A taxa de desemprego, ajustada sazonalmente, diminuiu de 5,4% em setembro para 5,3% em outubro. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores declinou 0,1% no mês e aumentou 1,8% na comparação interanual, enquanto a massa salarial real - definida como o produto do número de pessoas ocupadas pelo rendimento médio real habitual do trabalho principal - variou 0,2% e 1,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

Crédito e inadimplência

59. O saldo total de crédito do sistema financeiro, incluindo-se as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.610 bilhões em outubro, com expansões de 0,5% no mês e de 14,7% em doze meses. A relação crédito/PIB recuou 0,1 p.p. em relação a setembro, ao alcançar 55,4%, e cresceu 3 p.p. comparativamente a outubro de 2012. O saldo de operações com recursos livres, equivalente a 56,2% do estoque total do sistema financeiro, cresceu 0,2% no mês e 8% em doze meses, refletindo variações de 0,6% e 8,1%, respectivamente, no saldo das operações com pessoas físicas, e de -0,3% e 7,8% no relativo a pessoas jurídicas. Os financiamentos com recursos direcionados apresentaram acréscimos respectivos de 0,9% e 24,6%, nas mesmas bases comparativas, com destaque para os aumentos de 1,9% e 28,8%, respectivamente, do crédito rural, e de 2,2% e 34,5% dos financiamentos imobiliários, destinados a pessoas físicas, e de 1,7% e 25,9%, na ordem, dos financiamentos imobiliários, entre as operações destinadas a pessoas jurídicas.
60. A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 19,8% a.a. em outubro, elevação de 0,4 p.p. em relação a setembro e de 0,8 p.p. ante outubro de 2012. A taxa média atingiu 26,1% nas operações com pessoas físicas, com variação de 0,6 p.p. no mês e em doze meses, e 14,8% no segmento de pessoas jurídicas, com expansões de 0,1 p.p. no mês e 0,8 p.p. ante igual mês de 2012.

61. O prazo médio geral das concessões de operações de crédito atingiu 95,6 meses em outubro, recuando 1,1 mês em relação a setembro e aumentando 8 meses na comparação com outubro de 2012. No segmento de pessoas físicas, o prazo médio situou-se em 136,1 meses, elevando-se 1,2 mês e 17,1 meses, respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas, o prazo médio alcançou 63,7 meses, com retração de 3,3 meses em relação a setembro e acréscimo de 0,2 mês relativamente a outubro de 2012.
62. A taxa de inadimplência do sistema financeiro, correspondente às operações com atrasos superiores a noventa dias, atingiu em 3,2% em outubro, recuando 0,1 p.p. em relação a setembro e 0,7 p.p. ante outubro de 2012. Os indicadores referentes às operações com pessoas físicas e jurídicas situaram-se em 4,6% e 2%, respectivamente, em outubro, com redução de 0,2 p.p. e estabilidade em relação a setembro e com recuos de 1,2 p.p. e 0,4 p.p., na ordem, em doze meses.

Ambiente externo

63. A recuperação da economia mundial se mantém em ritmo moderado, ressaltando-se a aceleração nos EUA, no Reino Unido e na China. No terceiro trimestre, as variações trimestrais anualizadas do PIB atingiram 9,1% na China, 3,2% no Reino Unido, 2,8% nos EUA, 1,9% no Japão e 0,4% na Área do Euro, ante variações respectivas de 7,8%, 2,7%, 2,5%, 3,8% e 1,1% no trimestre anterior. O PMI composto global atingiu 55,5 em outubro, maior nível desde fevereiro de 2011, sugerindo aumento na taxa de crescimento global. Nos EUA, o mercado de trabalho segue em lenta recuperação. Em outubro, a despeito da geração de 204 mil postos de trabalho não rurais, a taxa de desemprego elevou-se para 7,3%, de 7,2% em setembro. No mercado imobiliário registra-se contínua elevação nos preços dos imóveis residenciais. No entanto, a alta nas taxas das hipotecas representa risco para essa recuperação. A Área do Euro cresceu pelo segundo trimestre consecutivo, embora em menor ritmo. A taxa de desemprego seguiu na máxima histórica, 12,2% em setembro. Em outubro, o PMI composto recuou para 51,9, de 52,2 em setembro, permanecendo, pelo quarto mês consecutivo, em nível indicativo de expansão, enquanto o índice de sentimento econômico, ainda em patamar baixo, expandiu-se pelo sexto mês consecutivo. No Japão, o crescimento do PIB desacelerou-se pelo segundo trimestre consecutivo, no entanto, as exportações recuperaram-se em outubro, beneficiadas pelo aumento das vendas para EUA, União Europeia e China. Ao mesmo tempo, o PMI composto japonês, em 56 pontos, alcançou o maior valor da série histórica. Os investimentos fixos do setor empresarial registraram alta, beneficiados pelo crescimento dos lucros corporativos, mas o consumo privado continuou em desaceleração. Na China, o PMI manufatureiro registrou média de 50,7 no bimestre outubro-novembro, ante 49,3 no trimestre encerrado em setembro.
64. Desde a última reunião do Copom, os mercados acionários registraram ganhos expressivos nas economias avançadas, enquanto nas economias emergentes o comportamento foi mais volátil, fruto de incertezas associadas ao crescimento nessas economias e ao início da redução dos estímulos monetários (*tapering*) por parte do *Federal Reserve* (Fed) dos EUA. Nesse ambiente de incertezas, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos do Tesouro dos EUA seguiram em tendência de baixa até a solução, ainda que parcial, do impasse fiscal naquele país, quando alcançaram 2,50% em 23 de outubro retornando a uma trajetória de alta na sequência, tendo atingido 2,80% em 20 de novembro. O dólar recuou ante as moedas da Coreia, México e Reino Unido; e valorizou-se em relação às moedas da Austrália, Japão, África do Sul, Brasil, Chile, Índia e Turquia.
65. No mercado internacional de *commodities*, as agropecuárias recuaram, refletindo o progresso da colheita de grãos nos Estados Unidos e do plantio de grãos na América do Sul, e a oferta global confortável de açúcar, café e algodão. Nas *commodities* metálicas, destaque-se o avanço nos preços de minério de ferro e o recuo nos de alumínio. No segmento de energéticas, ressalte-se o aumento do preço do barril de petróleo do tipo

Brent, refletindo a redução da produção na Líbia e o recrudescimento das tensões no Iraque.

66. De acordo com o *International Financial Statistics*, do Fundo Monetário Internacional (FMI), a variação anual do IPC global declinou para 3,2% em setembro, de 3,6% em julho, refletindo a desaceleração nos aumentos de preços nas economias avançadas, de 1,6% para 1,2%, e nas em desenvolvimento, de 6,6% para 6,2%, respectivamente, em julho e setembro. Em 7 de novembro, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu a sua principal taxa de juro (*main refinancing rate*) em 0,25 p.p., para a nova mínima histórica de 0,25% ao ano. Os bancos centrais de EUA, Japão e Reino Unido conservaram as respectivas taxas de juro oficiais nas mínimas históricas, assim como o tamanho dos seus programas de compras de ativos, ao tempo em que as autoridades monetárias de Chile, Hungria, México, Peru, Romênia e Tailândia ampliaram a postura expansionista de suas políticas, reduzindo suas respectivas taxas básicas. Em sentido contrário, os bancos centrais da Índia e da Indonésia elevaram suas taxas de juro básicas.

Comércio exterior e reservas internacionais

67. A balança comercial brasileira apresentou *deficit* de US\$224 milhões em outubro, resultado de exportações de US\$22,8 bilhões e importações de US\$23 bilhões. O *deficit* acumulado no ano somou US\$1,8 bilhão ante *superavit* de US\$17,3 bilhões em igual período de 2012, refletindo retração de 1,4% das exportações e aumento de 8,8% das importações, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio totalizou US\$402,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, expansão de 3,5% na comparação com o mesmo período de 2012, pelo critério de média diária.
68. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra, totalizaram US\$376,9 bilhões em outubro, aumento de US\$851 milhões no mês e redução de US\$1,7 bilhão no ano. No conceito caixa, o estoque totalizou US\$364,5 bilhões, redução de US\$4,1 bilhões em relação a setembro e de US\$8,6 bilhões comparativamente a dezembro de 2012. Em outubro, as liquidações de operações de linhas com compromisso de recompra somaram vendas de US\$5 bilhões, enquanto o estoque dessas operações totalizou US\$12,4 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

69. Após a reunião do Copom de outubro, a curva de juros doméstica apresentou elevação em toda a sua extensão, com destaque para o trecho longo. No âmbito interno, a expectativa do mercado para a continuidade do ciclo de ajuste da taxa básica, preocupações em relação à condução da política fiscal e rumores de revisão da nota de crédito do Brasil pelas agências de classificação de risco influenciaram a alta das taxas. No cenário externo, contribuíram para o movimento a expectativa de alteração da política monetária nos Estados Unidos, a valorização do dólar em âmbito global e a elevação das taxas dos títulos do Tesouro norte-americano. Entre 7 de outubro e 25 de novembro, as taxas de juros de um, de três e de seis meses aumentaram 0,48 p.p., 0,54 p.p. e 0,69 p.p., respectivamente. As taxas para os prazos de um, de dois e de três anos subiram 0,82 p.p., 1,04 p.p. e 0,99 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, apresentou elevação, de 3,54% em 7 de outubro para 4,42% em 25 de novembro, devido, principalmente, à elevação das taxas de juros nominais.
70. No período de 8 de outubro a 25 de novembro, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial tradicional com vencimentos entre março e outubro de 2014. Essas operações totalizaram o equivalente a US\$27,5 bilhões, dos quais US\$14,0 bilhões referentes à rolagem de contratos de vencimento em 1º de novembro e 2 de dezembro de 2013. Em 25 de novembro, o saldo líquido passivo em câmbio do Banco Central, nesse

instrumento, alcançou o equivalente a US\$66,1 bilhões em valor nocional.

71. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 8 de outubro a 25 de novembro, diariamente, operações compromissadas de prazo de três meses, tomando recursos no valor total de R\$55,3 bilhões e, semanalmente, operações compromissadas de prazo de seis meses, tomando recursos no valor total de R\$1,6 bilhão. O saldo diário médio do estoque das operações de longo prazo aumentou de R\$265,9 bilhões, entre 27 de agosto e 7 de outubro, para R\$267,4 bilhões, entre 8 de outubro e 25 de novembro. No mesmo período, realizou operação compromissada com prazo de 34 dias úteis, no montante de R\$311,7 bilhões. O Banco Central atuou, ainda, por meio de operações compromissadas tomadoras de recursos de curtíssimo prazo, em 34 ocasiões. O saldo diário médio tomador dessas operações de curtíssimo prazo foi de R\$84,7 bilhões no período. O saldo diário médio do estoque total dos compromissos de recompra do Banco Central recuou de R\$700,3 bilhões, entre 27 de agosto e 7 de outubro, para R\$666,7 bilhões, entre 8 de outubro e 25 de novembro. Considerando-se o período entre 7 de outubro a 25 de novembro, o estoque dos compromissos de recompra diminuiu de R\$691,7 bilhões para R\$631,9 bilhões. Os principais fatores que contribuíram para a contração da liquidez foram a emissão líquida de títulos pelo Tesouro Nacional e as receitas líquidas da União.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Alexandre Antonio Tombini

Presidente

Aldo Luiz Mendes

Diretor

Altamir Lopes

Diretor

Anthero de Moraes Meirelles

Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva

Diretor

Luiz Edson Feltrim

Diretor

Sidnei Correa Marques

Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico – Depec

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

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

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

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

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

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBE	Capitais Brasileiros no Exterior
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDE	Conta de Desenvolvimento Energético
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPC	Despesas Pessoais de Consumo
DPGE	Depósitos a Prazo com Garantia Especial
Embi+	Emerging Markets Bond Index Plus
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IDE	Investimento Direto no Exterior
IE	Índice de Expectativas
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IHH	Índice de Herfindahl-Hirschman
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
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	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
ISA	Índice da Situação Atual
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Câmbio Imobiliária
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LF	Letras Financeiras
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
LOA	Lei Orçamentária Anual
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LTRO	<i>Long-Term Refinancing Operation</i>
MRO	Operações Principais de Refinanciamento
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-A	Nota do Tesouro Nacional – Série A
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional – Série F
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PEA	População Economicamente Ativa
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto

PII	Posição Internacional de Investimento
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNEA	População Não Economicamente Ativa
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RDB	Recibo de Depósito Bancário
Refis	Programa de Recuperação Fiscal
RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TR	Taxa Referencial
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>