



**BB DTVM S.A.**

**Gestão de Recursos**

**Conjuntura  
Macroeconômica**

**Fevereiro/2012**

## INTRODUÇÃO

A ação dos principais bancos centrais – em especial do Banco Central Europeu (BCE) – ao longo das últimas semanas induziu a uma melhora do ambiente nos mercados financeiros em janeiro. Assim, em meio a dados macroeconômicos mistos, a manutenção de políticas monetárias frouxas em apoio à atividade e o fornecimento de liquidez ao mercado bancário na Europa levaram à redução da aversão entre os investidores e permitiram que o primeiro mês do ano fosse marcado por avanço nos principais mercados de risco ao redor do globo. No Brasil, o Comitê de Política Monetária (Copom) explicitou na ata da sua última reunião que levará a taxa Selic ao patamar de um dígito ainda no corrente ciclo.

As pressões nos mercados de dívida soberana na Europa diminuíram nas primeiras semanas do ano. Aparentemente, tal dinâmica está relacionada à linha de liquidez de três anos disponibilizada pelo BCE em dezembro, que levou a uma melhora nas condições de oferta e demanda pelos títulos soberanos e reduziram os custos de rolagem (*yields*) dos *bonds*. Entretanto, as incertezas sobre a consistência dos avanços obtidos ainda persiste, sobretudo diante dos riscos oriundos da renegociação da dívida grega e a crescente tensão com Portugal, além de uma agenda volumosa de leilões ao longo das próximas semanas, em especial de Itália e Espanha. Além do BCE, o Federal Reserve (Fed, o BC dos Estados Unidos), diante de uma projeção de ritmo de crescimento apenas modesto para a economia no curto prazo e com a inflação contida, estendeu para o segundo semestre de 2014 o prazo de manutenção de taxas de juros em patamares extremamente baixos no país. Dessa forma, o posicionamento ativo dos BC's permitiu importantes ganhos nos mercados de risco em janeiro, com recuperação do euro ante o dólar e avanço nos mercados de *commodities*.

Em termos de atividade econômica, os primeiros dados de janeiro mostraram fortalecimento da indústria global. Apesar da decepção com os dados

do PIB do 4º trimestre dos Estados Unidos – alta de 2,8%, porém com substancial incremento de estoques e fraqueza dos números de consumo e investimento – o PMI de janeiro (indicador cujo número acima/abaixo de 50 denota expansão/contração da atividade) apontou adicional avanço na maior economia global, subindo a 54,1 (de 53,1 em dezembro). Na Europa, apesar das projeções ainda indicarem contração da atividade no 1º semestre do ano, os PMI's da Zona do Euro apontaram melhora nas condições de negócios (de 46,9 em dezembro para 48,8), sugerindo um recuo menos intenso do PIB e possível estabilização nos meses seguintes.

Na China, apesar do PIB divulgado do 4º trimestre sinalizar um crescimento de 9% frente ao trimestre anterior (com ajuste sazonal), os dados mais recentes (entre eles o PMI da indústria local de 48,8 em janeiro) sugerem um ritmo de atividade mais fraco, abaixo do potencial chinês. Dessa forma, aumentaram as chances de um afrouxamento creditício e monetário na segundo maior economia global neste início de 2012.

No Brasil, os dados de atividade mais recentes sugerem que o pior momento em termos de crescimento parece ter ficado para trás. Os mais recentes *surveys* industriais sinalizaram gradual melhora do setor após três trimestres consecutivos em contração, e a expectativa é que os estímulos fiscais (corte de impostos para consumo), ganhos de renda (reajuste do salário mínimo) e os recentes cortes de juros impulsionem a atividade, que encontra-se em gradual aceleração. Tal visão sobre a atividade doméstica também foi corroborada pelo BC em sua última Ata do Copom, que de forma surpreendente indicou que levará a taxa Selic a patamares de um dígito ainda no corrente ciclo, sob a principal justificativa de que a taxa de juros neutra da economia brasileira é substancialmente menor que no passado.

## 2 - ECONOMIA BRASILEIRA

### ATIVIDADE

A produção industrial avançou 0,9% em dezembro (na série livre de influências sazonais). Tal desempenho ajudou a indústria a fechar 2011 com crescimento acumulado de 0,3%, mas não foi suficiente para modificar o quadro negativo do último trimestre do ano, no qual cedeu 1,4% ante o 3º trimestre e decretou o terceiro trimestre consecutivo de contração. Já na comparação com o mesmo período do ano anterior, a variação foi de -1,2% (de -2,7% no mês anterior). Por outro lado, dado o crescimento dos últimos dois meses de 2011, a média móvel trimestral reverteu sua trajetória e agora apresenta desempenho positivo de 0,2%, fato que fornece suporte para o quadro de alguma recuperação no presente trimestre.

O desempenho positivo de dezembro foi corroborado por um detalhamento também favorável: o índice de difusão (% de setores que apresentaram expansão) situou-se em 62%, mantendo a melhora observada em novembro e levando a sua média móvel trimestral para 53%, de 44% no mês anterior. Além disso, todas as quatro categorias apresentaram desempenho positivo: destaque para bens de consumo duráveis (sobretudo puxado pelo setor automotivo) e também para o forte crescimento dos bens de capital (segmento no qual também sofreu forte queda no 3º trimestre/11). Ademais, bens intermediários apresentou a segunda alta consecutiva depois de seis meses de contração.

### CONTAS EXTERNAS

O balanço de pagamentos registrou superávit de US\$525 milhões, em dezembro, e de US\$58,6 bilhões em 2011. As transações correntes apresentaram déficit de US\$6 bilhões no mês. No ano, o resultado em conta corrente foi negativo em

US\$52,6 bilhões, equivalentes a 2,12% do PIB, comparativamente a déficit de US\$47,3 bilhões, 2,21% do PIB, em 2010. Em dezembro, a conta financeira apresentou ingressos líquidos de US\$6,7 bilhões, com destaque para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED), US\$6,6 bilhões. No ano, a conta financeira acumulou saldo de US\$110,3 bilhões, destacando-se novamente os ingressos líquidos de IED, que atingiram US\$66,7 bilhões.

As reservas internacionais atingiram US\$352 bilhões em dezembro, retração de US\$61 milhões em relação ao mês anterior. Nesse mês, não houve operações por parte da autoridade monetária no mercado doméstico de câmbio. A receita de remuneração das reservas totalizou US\$397 milhões, enquanto as demais operações externas, relacionadas principalmente a variações de preços e de paridades, reduziram o estoque em US\$458 milhões.

A posição estimada da dívida externa total em dezembro totalizou US\$297,3 bilhões, redução de US\$870 milhões em relação ao montante apurado para setembro. A dívida de longo prazo alcançou US\$258,3 bilhões, aumento de US\$6 bilhões, enquanto a de curto prazo atingiu US\$39 bilhões, retração de US\$6,9 bilhões no período comparativo.

### INFLAÇÃO

O IPCA de dezembro desacelerou em relação ao IPCA de novembro (0,52%) para 0,50%. Em 12 meses, a inflação caiu de 6,64% para 6,50%, terminando o ano exatamente no teto da meta. A ligeira menor inflação foi causada principalmente pela desaceleração dos grupos Artigos de Residência (-0,87%, ante 0,05% em novembro) e Despesas Pessoais (0,68%, ante 0,88%). Nessa leitura, o IPCA fechado não seguiu o movimento antecipado pelo IPCA-15: os grupos Alimentação e Bebidas e



Vestuários, que vinham acelerando, acabaram revertendo o movimento de alta no final do mês. Todos os demais grupos apresentaram variações dentro do esperado. O detalhamento melhorou na margem mas mantém a tese de maior inércia inflacionária. Em outras palavras, o detalhamento sinaliza um IPCA acima da meta nos meses seguintes. Particularmente, a média dos núcleos foi 0,51%, de 0,53% em novembro, com variação em 12 meses de 6,77%, ao passo que a inflação dos serviços desacelerou de 0,59% para 0,51% – em 12 meses, continua acima de 9%. Para os próximos meses, apesar da inflação em 12 meses continuar cedendo, entendemos que a variação mensal do IPCA tende a acelerar. As pressões inflacionárias permanecem elevadas, não visualizamos uma ruptura no ambiente externo e a sazonalidade dos próximos meses tende a elevar os preços para além das expectativas.

O IPCA-15 de janeiro acelerou bastante em relação ao último IPCA de dezembro para 0,65%. Em 12 meses, a inflação passou de 6,56% para 6,44%. A principal surpresa foi a variação de 10,54% das passagens aéreas, para a qual esperávamos uma deflação. Essa trajetória de queda da inflação acumulada continuará até abril/maio de 2012, mas a inflação mensal continuará em níveis elevados. A maior inflação em janeiro foi causada, fundamentalmente, pela aceleração do grupo Transportes (0,79%, ante -0,08% em dezembro), com participação de 0,06 p.p. no total do indicador no que se refere às passagens aéreas. Esse grupo continuará acelerando devido à alta das tarifas de ônibus. Vale destacar também a manutenção da forte alta do grupo Alimentação, mas com possibilidade de arrefecimento. Já o grupo Vestuário desacelerou e pode passar a deflação até o final do mês. Os demais grupos apresentaram variações dentro da esperada. Muito importante, o detalhamento continua incompatível com a convergência da

inflação à meta nos próximos meses. Particularmente, a inflação dos serviços mantém-se elevada e apresenta variação próxima a 8,8% em 12 meses (0,71%, ante 0,51% no último IPCA), ao passo que a média dos núcleos acelerou de 0,51% para 0,63%, com variação em 12 meses em torno de 6,7%. Já o índice de difusão da cesta sem alimentos subiu de 61,78% no IPCA de dezembro para 67,56% (70,22% em janeiro/2011). Em suma, com núcleos e serviços elevados, há indicação de que a persistência inflacionária se mantém.

O IGP-M de janeiro acelerou em relação a dezembro: 0,25%, ante -0,12%. Em 12 meses, passou de 5,10% para 4,53%, variação ainda com tendência de queda nos próximos meses. Nessa leitura, os preços agrícolas subiram (1,10%), com destaque para a reversão da deflação das Lavouras Temporárias (milho, soja, batata, tomate e cana-de-açúcar). Por outro lado, houve nova deflação dos itens industriais (de -0,36% para -0,49%) devido em grande parte à queda do minério de ferro (-5,44%). Já o IPC foi influenciado pela aceleração dos Alimentos e Educação. Por fim, o INCC foi de 0,67%. Os números citados vieram acompanhados de um detalhamento benigno: a) o % de preços em alta passou de 39,43% para 45,71% ante média histórica de 49,08%; b) sob a ótica do estágio de processamento, houve menor aceleração da inflação mensal na cadeia bens de consumo não duráveis exceto energia, e a variação em 12 meses passou de 6,88% para 5,87%; por sua vez, observou-se nova desaceleração da inflação dos custos industriais de 2,13% para 1,65% em 12 meses. No curtíssimo prazo, a inflação mensal no atacado será mais elevada porém mais baixa que o mesmo período do ano anterior e levará o acumulado em 12 meses rapidamente para baixo de 4%.

## **MERCADO DE TRABALHO**

A taxa de desemprego da economia brasileira apresentou novo e expressivo recuo em dezembro ao

atingir 4,7% (ante 5,2% no mês anterior). Em um mês onde a sazonalidade é bastante forte, a taxa de desemprego renovou o piso histórico pelo segundo mês consecutivo. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a taxa registrou recuo de 0,6 p.p.. A queda da taxa foi provocada pela forte redução de 0,89% (-0,27% com ajuste) da população economicamente ativa (PEA), comum aos meses de dezembro. Por outro lado, a população ocupada (PO) cedeu 0,42% (-0,4% com ajuste), devolvendo parte do forte e surpreendente incremento que apresentou no mês de novembro. Por isso, observou-se um aumento da taxa de desemprego na série ajustada sazonalmente por nós, passando de 5,65% para 5,8% (patamar ainda muito baixo).

No mesmo sentido, a proxy de demanda por mão de obra com ajuste sazonal apresentou queda em relação ao mês anterior, embora ainda situando-se próxima a patamares recordes. Essa queda reflete em parte a devolução da expressiva alta observada no mês passado, ao mesmo tempo em que se alinha a outros indicadores de demanda por trabalho (surveys e Caged). O rendimento médio real habitual dos ocupados cresceu 1,1% em relação ao mês anterior e registrou o mais alto valor para os meses desde 2002 (R\$1.650,00). Em relação ao mesmo mês do ano anterior, o crescimento foi de 2,6%. A massa salarial atingiu R\$37,8 bilhões, alta de 0,7% relação a outubro e +3,4% em relação ao ano anterior.

Assim, julgamos que o mercado de trabalho continua relativamente robusto, apresentando sinais apenas limitados do impacto da desaceleração da economia ocorrida ao longo do semestre passado. Portanto, mantém-se um quadro de baixa ociosidade, traduzindo-se em um risco inflacionário importante

## CONTAS PÚBLICAS

Em dezembro, o superávit primário do setor público consolidado alcançou R\$1,9 bilhão. O Governo Central registrou superávit de R\$2,5 bilhões, e os governos regionais e as empresas estatais, déficits de R\$508 milhões e R\$61 milhões, respectivamente. No ano, o superávit primário acumulado do setor público atingiu R\$128,7 bilhões (3,11% do PIB), comparativamente a R\$101,7 bilhões (2,70% do PIB) no ano anterior. Com esse resultado, cumpriu-se integralmente a meta de superávit primário estipulada para o ano, de R\$127,9 bilhões.

Os juros nominais, apropriados por competência, alcançaram R\$20,6 bilhões em dezembro, elevando-se R\$2,2 bilhões em relação ao mês anterior. Contribuiu para esse aumento o maior número de dias úteis no mês. No ano, os juros nominais apropriados totalizaram R\$236,7 bilhões (5,72% do PIB), elevando-se 0,54 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Esse comportamento foi influenciado pela maior variação do IPCA e pelo patamar mais elevado da taxa Selic acumulada no ano, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais.

O resultado nominal, que inclui o superávit primário e os juros nominais apropriados, registrou déficit de R\$18,6 bilhões em dezembro. No acumulado no ano o déficit nominal atingiu R\$108 bilhões (2,61% do PIB), comparativamente a R\$93,7 bilhões (2,48% do PIB) em 2010.

## DÍVIDA PÚBLICA

A dívida mobiliária federal, fora do Banco Central, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.783,1 bilhões (43,1% do PIB) em dezembro, registrando acréscimo de R\$30,4 bilhões em relação ao mês anterior. O resultado refletiu emissões líquidas de R\$13 bilhões, acréscimo de R\$0,4 bilhão em razão da depreciação cambial e incorporação de juros de R\$17,1 bilhões. Destacaram-se emissões

líquidas de R\$17,6 bilhões em LTN, de R\$10,6 bilhões em NTN-F e de R\$5 bilhões em NTN-B; e os resgates de R\$21,1 bilhões em LFT.

A participação por indexador registrou a seguinte evolução, em relação a novembro: a porcentagem dos títulos indexados a câmbio permaneceu em 0,5%; a dos títulos vinculados à taxa Selic caiu de 26,9% para 26,2% devido a resgates líquidos de LFT; a dos títulos prefixados evoluiu de 30,8% para 32,6%, dada as emissões líquidas de LTN e NTN-F; a dos títulos vinculados a índices de preços elevou-se de 24,6% para 25,2%, motivada pelas emissões líquidas de NTN-B. A participação das operações compromissadas declinou de 16,6% para 14,9%, apresentando compras líquidas de R\$40,6 bilhões no mercado secundário.

Ao final de dezembro, a estrutura de vencimento da dívida mobiliária em mercado era a seguinte: R\$346 bilhões, 19,4% do total, com vencimento em 2012; R\$400,5 bilhões, 22,5% do total, com vencimento em 2013; e R\$1.036,5 bilhões, 58,1% do total, vencendo a partir de janeiro de 2014.

## 3 - MERCADOS

### BOLSA

A Bolsa de Valores de São Paulo iniciou o ano de 2012 com um desempenho exuberante. O Ibovespa, principal índice do mercado bursátil doméstico, teve alta de 11,1%, fechando o mês de janeiro aos 63.072 pontos, de volta ao patamar que fora perdido em junho de 2011. Nos últimos doze meses, porém, o desempenho ainda é negativo: o Ibovespa apresenta queda de 5,2%.

O comportamento do Ibovespa acompanhou o desempenho dos principais mercados emergentes, impulsionados pelo recuo dos níveis de aversão ao risco dos investidores neste início de ano – entre os BRICs, as bolsas subiram em média 9% em janeiro. A atuação dos principais bancos centrais globais, com o afrouxamento de suas políticas monetárias, e o suporte do BCE fornecendo liquidez ao mercado bancário europeu foram os principais vetores que determinaram a melhora do ambiente nos mercados em janeiro. No período, as principais *commodities* tiveram um desempenho positivo – CRB *spot* avançou 3,5%, enquanto que o CRB metais saltou mais de 14% – favorecendo os mercados altamente correlacionados, como o brasileiro. Ademais, papéis com grande peso no índice Ibovespa, como os da Petrobras, também tiveram altas expressivas no mês, neste caso específicos favorecidos pela troca no comando da empresa. No exterior, o recuo dos *yields* nos mercados de dívida da Europa e dados macroeconômicos relativamente satisfatórios também deram ânimo às bolsas: o S&P500 nos Estados Unidos subiu 4,3%, mesmo desempenho do índice Stoxx 50 (composto pelos papéis mais representativos dos mercados europeus)

### JUROS

Após o movimento altista feito pela curva de juros ao final do ano passado, o mês de janeiro – mais especificamente na segunda quinzena do mês, após a divulgação da Ata da reunião de janeiro do Comitê de Política Monetária (Copom) – foi marcado por expressivo fechamento, em especial nos vértices mais curtos da estrutura a termo.

Tal movimento destoou do comportamento do mês anterior, quando o mercado passou a precificar um ciclo de cortes mais curto, em especial após a divulgação do último Relatório de Inflação (RI) do Banco Central, em dezembro. Na ocasião, a ampla maioria dos analistas identificou no tom do documento uma postura mais cautelosa por parte da autoridade monetária em relação ao atual ciclo de cortes de juros, o que levou o mercado a promover uma correção altista nas taxas. Entretanto, a Ata da última reunião do Copom (na qual o BC cortou em mais 0,5 p.p. a taxa Selic para 10,5%) explicitou que o Banco Central pretende situar a taxa básica em um dígito ainda no corrente ciclo, levando o mercado a trabalhar com a continuidade dos cortes pelo menos até a reunião de abril.

Assim, entre os contratos futuros de juros mais negociados na BM&F, o contrato com vencimento em julho de 2012 encerrou o último dia do mês de janeiro com taxa de 9,74% (de 10,15% do mês anterior); o vencimento janeiro/2013 projetava 9,53% (de 10,04%) e o com vencimento em janeiro/2014 encerrou com taxa de 9,98% (de 10,48% no último dia do mês passado).

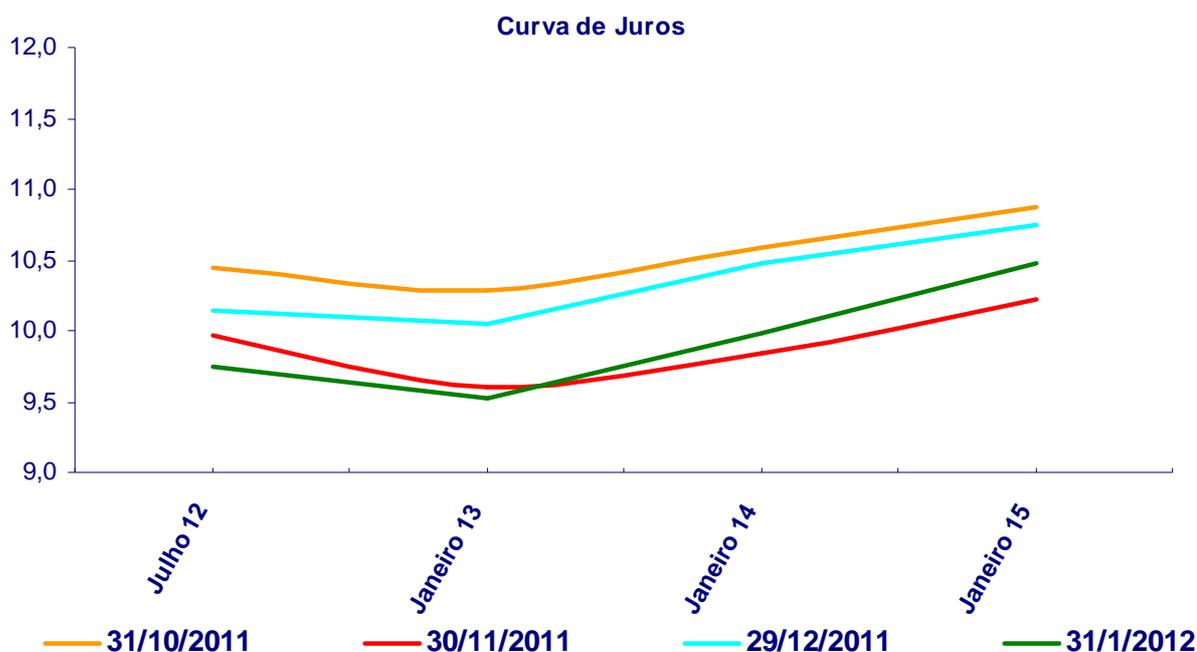
### CÂMBIO

A taxa de câmbio doméstica abriu 2012 registrando uma valorização de 7,3%. Após fechar o ano passado cotado a R\$1,88, o dólar encerrou janeiro a R\$1,74, menor patamar desde outubro de



2011, quando fechou o mês a R\$1,69. Nos últimos doze meses, o real acumula desvalorização de 3,9%.

Bastante correlacionado com o comportamento das *commodities* e com os níveis de aversão ao risco nos mercados internacionais, o real favoreceu-se de um melhor ambiente global neste início de ano. O posicionamento dos principais bancos centrais – em especial do Fed, que em janeiro reforçou a perspectiva de manutenção da taxa de juros de sua economia em patamares próximos de zero pelo menos até meados de 2014 e mostrou disposto a novas ações de suporte à economia – e a melhora do ambiente na Europa foram os principais fatores. Além disso, janeiro foi marcado por uma série de captações realizadas por grandes empresas brasileiras no exterior, favorecendo o fluxo de dólares para o país e permitindo uma maior valorização do real.



## 4 – ECONOMIA INTERNACIONAL

### ESTADOS UNIDOS

#### Crescimento

A 1ª prévia do PIB dos Estados Unidos apontou um avanço de 2,8% (taxa anualizada) no 1º trimestre de 2012. O número veio abaixo do esperado pelos economistas, e o próprio detalhamento do dado não agradou: o consumo das famílias e o investimento privado expandiram-se algo abaixo do esperado, os gastos do governo continuaram pesando negativamente e, mais importante, o dado reportou uma aceleração relevante no acúmulo dos estoques no período. Assim, a prévia do PIB norte-americano desapontou e indica uma perspectiva negativa para o crescimento econômico americano nos primeiros meses de 2012.

#### Inflação

Em dezembro, a inflação ao consumidor nos Estados Unidos ficou mais uma vez estável. Com isso, o indicador encerrou o ano de 2011 em 3,0%, desacelerando frente ao acumulado em novembro (3,4%). O núcleo do indicador avançou 0,1%, contra 0,2% do mês passado, e encontra-se em 2,2% no acumulado do ano. Já no atacado, a inflação ao produtor (PPI) registrou deflação de 0,1%, levando o índice acumulado em doze meses a desacelerar de 5,7% em novembro para 4,8%.

#### Juros

Em sua última reunião, o Comitê de Política Monetária dos EUA (FOMC) foi ainda mais enfático em sinalizar a manutenção do atual nível de acomodação das condições monetárias no

país. Mantendo sua avaliação de que o ritmo de expansão da economia norte-americana no curtíssimo prazo permanecerá apenas modesto (e sujeito a riscos oriundos das tensões nos mercados financeiros globais) e ainda mais convicto de que a inflação se manterá alinhada aos seus objetivos no médio prazo, o FOMC optou por estender o prazo no qual pretende manter os juros praticamente nulos (entre zero e 0,25%) para até ao menos o segundo semestre de 2014, e não mais até meados de 2013 como divulgado no último comunicado. Assim, o FOMC reforça sua avaliação de que os avanços esperados para a economia americana nos próximos trimestres (particularmente para o nível do desemprego), bem como o contexto inflacionário de médio prazo, justificam a manutenção dos juros ultra baixos por um longo período.

#### Mercado de Trabalho

O Relatório Mensal de Emprego contabilizou uma geração líquida de 243 mil postos de trabalho na economia norte-americana em janeiro, número bastante acima do consenso das estimativas, que se situava em 125 mil. Adicionalmente, o dado de dezembro foi revisado para cima – de 200 mil para 203 mil. A taxa de desemprego, por sua vez, recuou de 8,5% para 8,3%.

### ZONA DO EURO

#### Crescimento

Após as surpresas positivas de dezembro, os indicadores de atividade industrial na Zona do Euro tornaram a surpreender positivamente os analistas. O PMI cheio da região registrou importante avanço, saindo de 46,9 para 48,8. Nesse sentido, as previsões de recuo intenso do PIB na região ao longo de 2012 não devem se concretizar, apontando para um recuo mais moderado do crescimento.

### **Inflação**

Em dezembro, o Índice de Preços ao Consumidor da Zona do Euro acusou uma alta 0,3%, fazendo com que o acumulado em 2011 recuasse para 2,70%. Já o PPI fechou o ano passado acusando uma inflação de 4,30%

### **Juros**

O Banco Central Europeu confirmou as expectativas dos analistas e, na reunião de janeiro, manteve a taxa básica de juros da região inalterada em 1,0%.

**BB DTVM Gestão de Recursos S.A.**  
**Divisão de Macroeconomia**

Texto elaborado com informações disponíveis até 03/02/2012

Fontes : BBDTVM, FGV, BACEN, BNDES, Broadcast, Bloomberg e instituições, sites, jornais e revistas, nacionais e internacionais.

Notas : A UTILIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES AQUI FORNECIDAS É DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDADE DOS USUÁRIOS.