

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 Relatório de dezembro de 2013. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 10,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 25 e 26 de fevereiro, 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 14 de março de 2014.

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 precípua.

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 5,68% em fevereiro, 0,63 p.p. abaixo da registrada até fevereiro de 2013. O recuo da inflação acumulada em doze meses reflete a menor variação dos preços livres, 6,28% até fevereiro (1,58 p.p. abaixo da registrada até fevereiro de 2013). Já os preços administrados por contrato e monitorados variaram 3,71% (2,18 p.p. acima da inflação acumulada até fevereiro de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,19% em doze meses, e a dos comercializáveis, 5,25%. Dentre os bens comercializáveis, em doze meses até fevereiro, a inflação no segmento de alimentos e bebidas recuou para 6,31% (6,18 p.p. abaixo da variação até fevereiro de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços – cerca de 35% da cesta de consumo do IPCA – atingiu 8,20% (8,66% até fevereiro de 2013), e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres. Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

As medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm apresentado dinâmica diferente comparativamente à da inflação plena. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,53% em janeiro, para 0,70% em fevereiro. Dessa forma, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,18% (0,21 p.p. acima da registrada em fevereiro de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação, passou de 0,55% em janeiro para 0,69% em fevereiro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,52% para 0,92%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,54% para 0,57%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,50% para 0,79%. Por sua vez, o núcleo do IPCA por médias aparadas com suavização passou de 0,55% para 0,51%. O índice de difusão do IPCA alcançou 63,8% em fevereiro (8,5 p.p. abaixo do registrado em fevereiro de 2013), e média nos últimos três meses de 68,4% (4,3 p.p. abaixo da média observada entre dezembro de 2012 e fevereiro de 2013).

A inflação mais ampla, medida pela variação do IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparada à inflação ao consumidor, avançou para 0,85% em fevereiro, após variação de 0,40% em janeiro. Assim, o índice atingiu 6,30% em doze meses até fevereiro (1,94 p.p. abaixo da variação até fevereiro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 6,15% em doze meses até fevereiro,

resultado de inflação de 0,47% no segmento agropecuário e de alta de 8,41% no segmento de produtos industriais. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 5,95% em doze meses até fevereiro (ante 6,04% até fevereiro de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 8,04% em doze meses (0,86 p.p. acima da variação até fevereiro de 2013), com variação de 9,57% no custo de mão de obra e de 6,43% 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, aumentou 1,3% em janeiro, em relação ao mês anterior, após recuar 1,4% em dezembro, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br ao longo dos últimos doze meses se deslocou para 2,5%. Neste início de ano, o PMI para o Brasil apontou expansão da atividade no setor manufatureiro, ao passo que, no setor de serviços, indicou contração em janeiro e expansão em fevereiro.

O ICC, da FGV, recuou em fevereiro, a exemplo do que havia ocorrido nos dois meses anteriores, permanecendo abaixo da média histórica do índice. O ICI também recuou em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados. Por outro lado, o ICS aumentou em fevereiro, impulsionado por melhora na percepção dos empresários sobre a situação corrente. Por seu turno, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), também medido pela FGV, registrou o segundo recuo consecutivo em fevereiro.

A atividade fabril expandiu 2,9% em janeiro, quando houve aumento da produção em todas as categorias de uso, bem como em 17 dos 27 ramos de atividade pesquisados, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. A produção geral foi 2,4% inferior à registrada em janeiro de 2013, mas, no acumulado em doze meses, observa crescimento de 0,5%. A produção de bens de capital registrou significativa taxa de expansão em doze meses (12,1%). Por outro lado, diminuiu a produção de bens duráveis (0,2%), semiduráveis e não duráveis (1,0%) e intermediários (0,5%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, de acordo com dados da CNI, houve crescimento de 2,4% no período de doze meses até janeiro, em termos reais, ao mesmo tempo que se observou recuo de 0,9% no número de horas trabalhadas.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 84,6% em fevereiro. Em termos de distribuição

setorial, a utilização da capacidade se apresenta mais intensa no de materiais de construção (88,8%, de acordo com a série livre de influências sazonais), apesar de recuos na margem, e menos no de bens de capital (81,1%). Já no setor de bens de consumo, o Nuci atingiu 84,4% em fevereiro, e no de bens intermediários, 85,6%. No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, mostrou estabilidade desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013. Em fevereiro, 8,7% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo, e 1,4%, nível de estoques insuficiente, 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.

O volume de vendas do comércio varejista restrito aumentou 6,2% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Já as vendas do comércio ampliado tiveram expansão de 3,5% na mesma base de comparação. Dessa forma, a taxa de crescimento das vendas nos últimos doze meses foi de 4,3% para o comércio varejista restrito e de 3,3% para o comércio varejista ampliado. Houve expansão do volume de vendas em todos os dez segmentos pesquisados. 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 cresceu 0,7% no quarto trimestre de 2013, após recuar 0,5% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, houve expansão de 1,9% (ante 2,2% no terceiro trimestre). Dessa forma, a economia brasileira cresceu 2,3% em 2013, resultado da expansão de 2,1% no valor adicionado e de 3,3% nos impostos diretos. A produção agropecuária aumentou 7,0%; a industrial, 1,3%; e a do setor de serviços, 2,0% no ano.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – cresceu 0,7% no quarto trimestre, ante o anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,9% em relação ao mesmo trimestre de 2012, quadragésima primeira expansão consecutiva nessa base de comparação. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 0,8% na margem e 2,0% em relação ao último trimestre do ano anterior. Já a FBCF avançou 0,3% em relação ao trimestre anterior e 5,5% em relação ao mesmo trimestre de 2012. O setor externo teve contribuição positiva para a taxa de crescimento no quarto trimestre, na medida em que as exportações cresceram

4,1% em relação ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada, e as importações recuaram 0,1%. No ano, no entanto, essa contribuição foi negativa, resultado do crescimento de 2,5% das exportações e de 8,4% das importações.

O IBGE divulgou os primeiros resultados da PNADC. De acordo com a pesquisa, a taxa de desocupação no Brasil no segundo trimestre de 2013 foi de 7,4%, o que representou recuo de 0,1 p.p. em relação ao mesmo trimestre de 2012. Já de acordo com a PME, que abrange apenas seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego sem ajuste sazonal foi de 4,8% em janeiro, o que representa redução de 0,6 p.p. em relação à taxa observada em janeiro de 2013. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu o mínimo (4,9%) 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. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 3,6% em janeiro, quando comparado a igual mês do ano anterior; e a massa salarial real, 3,3%, na mesma base de comparação. A evolução da renda real do trabalho tem apresentado dispersão regional considerável, com altas anuais significativas no rendimento médio real habitual em Porto Alegre (7,7%) e no Rio de Janeiro (7,3%), ao mesmo tempo em que se observa recuo expressivo em Salvador (-7,8%). Por sua vez, o emprego formal celetista continua em expansão, embora tenha havido moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 731 mil postos de trabalho entre fevereiro de 2013 e janeiro de 2014.

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\$1.263,8 bilhões em janeiro, com crescimento nominal de 16,2% em relação a janeiro de 2013. Em particular, o crédito habitacional para pessoas físicas, cujas operações são financiadas principalmente com recursos direcionados, cresceu 33,0% no mesmo período e atingiu R\$347,7 bilhões, o que corresponde a 7,2% 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\$1.453,4 bilhões em janeiro (13,7% superior ao observado em janeiro de 2013). A taxa de juros média praticada nesse segmento atingiu 15,9%, com alta de 1,9 p.p. em relação à taxa média observada em janeiro de 2013. Por sua vez, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos a pessoas jurídicas pelo BNDES alcançou R\$522,4 bilhões – crescimento de 16,5% em doze meses até janeiro. 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 em 2013, ante a R\$12,0 bilhões em 2012. Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas as emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$83,2 bilhões em 2013 (ante R\$83,1 bilhões no ano anterior). No total, o financiamento das empresas no mercado de capitais mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e recebíveis de direito creditório atingiu R\$116,7 bilhões em 2013, ante R\$124,2 bilhões em 2012.

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$1,7 bilhão em fevereiro (US\$13,7 bilhões em fevereiro de 2013). Esse resultado adveio de US\$242,6 bilhões em exportações e US\$240,9 bilhões em importações, com variações de 1,1% e 6,5%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2013. Em doze meses até janeiro, o *quantum* exportado aumentou 3,3% e o preço médio das exportações recuou 3,2%, enquanto o *quantum* importado avançou 7,6% e o preço médio das importações diminuiu 1,3%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$81,6 bilhões em janeiro, equivalente a 3,7% do PIB. Um componente importante desse *deficit* foram as remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$26,5 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\$19,4 bilhões em doze meses até janeiro (US\$18,7 bilhões em janeiro de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram, no mesmo período, US\$35,4 bilhões (US\$32,9 bilhões em janeiro de 2013). Note-se que os investimentos estrangeiros diretos – que têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos – totalizaram US\$65,4 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,9% do PIB.

Nos mercados financeiros internacionais, desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013, indicadores de volatilidade e de aversão ao risco apresentaram deterioração

seguida, porém, de retorno aos patamares anteriores. A deterioração observada no início do ano, em certa medida, esteve relacionada à redução gradual do programa de compra de ativos do banco central norte-americano (*Federal Reserve*). Contudo, de modo geral, a perspectiva de manutenção de posturas acomodáticas em importantes economias maduras no médio prazo contribui para reduzir a volatilidade e a aversão ao risco.

Sobre atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência em economias maduras e emergentes. Nas economias emergentes, entretanto, observa-se alguma diminuição no ritmo de atividade. Na Europa, em que pese avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas ainda constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US\$110 desde a divulgação do Relatório anterior. 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 queda de 0,6% nos preços das metálicas, e alta de 10,7% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 14 de março, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava aumento de 5,3% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de dezembro de 2013.

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

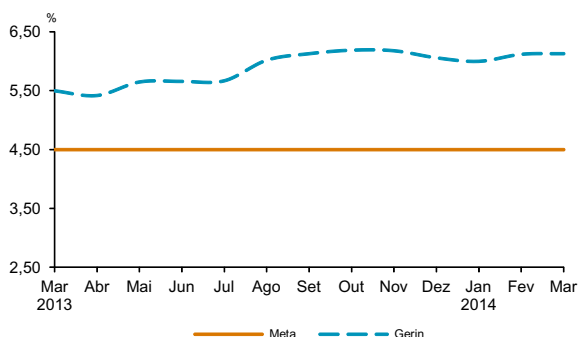
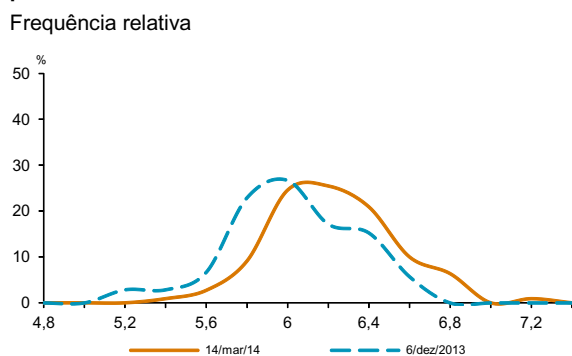


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 2,10% para 1,70%, entre 6 de dezembro, data de corte do Relatório anterior, e 14 de março. Para 2015, a taxa de crescimento recuou de 2,50% para 2,00%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 5,92% para 6,06% para 2014; e de 5,50% para 5,70%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,07% para 6,13%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2013, houve estabilidade na 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 manteve-se em 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 Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária, apesar de evidências ainda apontarem taxas de crescimento para este ano, em algumas economias maduras, baixas e abaixo do crescimento potencial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, apesar de pressões localizadas de preços observadas na margem, 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, em comparação a 2013. Cabe notar que progressos adicionais em termos de ganhos esperados dependem do fortalecimento da confiança de firmas e de 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 algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento de outras continuam amparadas, entre outros, por dados positivos recentemente divulgados sobre o nível de atividade. Nos Estados Unidos, não obstante condições climáticas adversas registradas nos últimos meses, persiste a tendência de melhora no mercado de trabalho e de recuperação do mercado imobiliário, em ambiente que combina níveis moderados de inflação. 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. Não obstante a distribuição assimétrica entre países do centro e da periferia, as perspectivas indicam crescimento moderado este ano. 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, no horizonte relevante pesam riscos para a atividade associados aos baixos níveis de inflação e 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, a forte inclinação da curva de juros em importantes economias 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, de modo que, no horizonte relevante para a política monetária, as taxas de crescimento tenderiam a permanecer relativamente elevadas, ainda que em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

O Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário de maior crescimento global, 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 Relatório de dezembro de 2013, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na 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 também se mostraram 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 aprofundamento 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* apresentaram forte recuperação no início deste ano, atingindo todos os principais segmentos dos índices (energia, metálico e agrícola). O IC-BR composto, medido em dólares, está nos maiores níveis desde fevereiro do ano passado. O aumento nos preços de *commodities* ocorre a despeito da relativa estabilidade no preço do petróleo do tipo *Brent*. Entretanto, o Comitê destaca que, não obstante essas pressões recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. 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, os dados das Contas Nacionais referentes ao quarto trimestre de 2013 confirmaram a gradual recuperação da economia brasileira. Cabe notar que as variações, tanto na margem como acumulada em doze meses, sustentam a visão de que estaria em curso mudança na composição da demanda agregada, com expansão mais moderada do consumo e maior participação das exportações líquidas e investimentos. Apesar da estabilidade da produção agropecuária e da produção industrial, na margem, antecipa-se, no horizonte relevante para a política monetária, continuidade da 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. As evidências de mudanças na composição da demanda e da oferta fortalecem as perspectivas de continuidade do atual ciclo de crescimento neste e nos próximos anos, processo este que tende a se apoiar na robustez do mercado interno e no ambiente de intensificação da atividade global.

O Copom avalia que, nesse ambiente, 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.

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, não obstante a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, 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, a taxa de investimento apresentou crescimento pelo terceiro trimestre seguido ao final de 2013, posicionando-se em 18,4% do PIB no acumulado em doze meses. Dessa forma, combinado com o nível de utilização da capacidade instalada com leve tendência de crescimento nos últimos trimestres, as perspectivas para o uso do fator capital continuam positivas. 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 Comitê avalia que depreciação e volatilidade da taxa de câmbio, conforme 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 – uma cesta, em parte, composta por bens e serviços não comercializáveis – encontrarem-se desalinhados, em patamares baixos. Não obstante isso, o Comitê reconhece 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, esse processo de correção de preços relativos constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. Somem-se a isso pressões localizadas que ora se manifestam, especialmente no segmento de alimentos *in natura*, embora, em princípio, trate-se de choque temporário e que tende a se reverter nos próximos meses. De qualquer maneira, o Comitê reafirma seu entendimento de que os efeitos secundários decorrentes desses desenvolvimentos, 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 pelas incertezas que cercam a trajetória de preços com grande visibilidade, como o da gasolina e os de alguns serviços públicos, como eletricidade. 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 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 com a 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 de 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.

Ainda sobre transmissão da política monetária, considerando a experiência brasileira na vigência do Regime de Metas, infere-se que a resposta da economia ao atual ciclo de ajuste da taxa Selic, combinada às perspectivas para os próximos trimestres, segue em linha com o que se poderia antecipar. Dito de outra forma, as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários têm se propagado normalmente por intermédio dos principais canais de transmissão, e que assim continuarão nos próximos trimestres.

O Copom pondera que, não obstante moderação observada na margem, a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência, que, a propósito, tem se mostrado ligeiramente acima daquela que se antecipava. 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 10,50% a.a., sem viés, na reunião de janeiro; e para 10,75% a.a., sem viés, na reunião de fevereiro.

Votaram pela elevação da taxa Selic para 10,50% a.a. e para 10,75% 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.

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 os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam 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 14 de março de 2014 (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 10,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de fevereiro de 2014 – ante R\$2,35/US\$ e 10,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

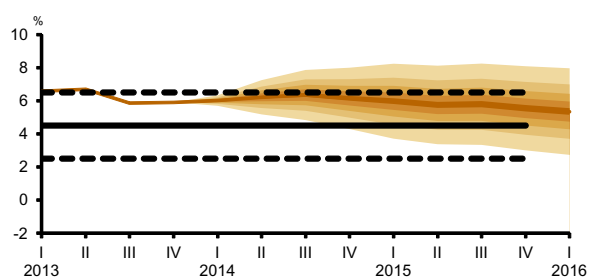
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média elevaram-se para 2014 e para 2015, em comparação aos valores divulgados no Relatório de dezembro de 2013. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R\$2,40/US\$ para R\$2,48/US\$. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio

média de R\$2,54/US\$, ante R\$2,43/US\$, valor considerado no último Relatório. Para o primeiro trimestre de 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,54/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para 2014 e 2015 elevaram-se quando comparadas aos valores constantes do Relatório de dezembro de 2013. Para o último trimestre de 2014, a expectativa para a taxa Selic média deslocou-se de 10,33% a.a. para 11,00% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, de 11,29% a.a. para 12,00% a.a. Para o primeiro trimestre de 2016, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,79% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 29 p.b. e de 144 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (10,75% a.a.), no quarto trimestre de 2014 e 2015, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 5,0% para 2014, ante 4,5% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até fevereiro, nos preços da gasolina (0,6%) e do gás de bujão (0,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de estabilidade nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 9,5% nos preços da eletricidade. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, 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 5,0% para 2015, ante 4,5% considerados no Relatório anterior.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 10,75% 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 10,75% a.a. (Cenário de referência)

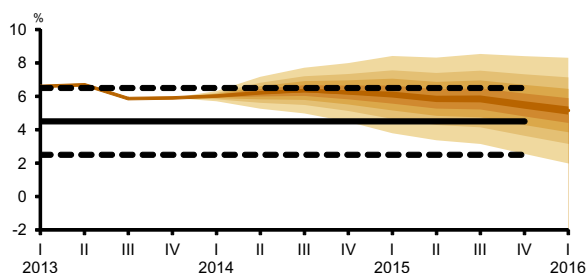
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2014 1	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,0
2014 2	5,8	6,0	6,1	6,3	6,5	6,6	6,2
2014 3	5,7	6,0	6,2	6,5	6,7	7,0	6,4
2014 4	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	6,1
2015 1	5,0	5,4	5,8	6,2	6,5	6,9	6,0
2015 2	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,8
2015 3	4,8	5,2	5,6	6,0	6,4	6,8	5,8
2015 4	4,5	5,0	5,4	5,7	6,1	6,6	5,5
2016 1	4,3	4,7	5,2	5,6	6,0	6,4	5,4

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

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na LDO/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.

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.

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.).

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%		
2014 1	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,0
2014 2	5,8	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6	6,2
2014 3	5,8	6,0	6,2	6,5	6,7	6,9	6,4
2014 4	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7	7,0	6,2
2015 1	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	7,1	6,1
2015 2	4,8	5,3	5,7	6,0	6,4	6,9	5,9
2015 3	4,7	5,2	5,6	6,1	6,5	7,0	5,8
2015 4	4,3	4,8	5,3	5,7	6,2	6,7	5,5
2016 1	3,9	4,4	4,9	5,4	5,9	6,4	5,2

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2013 IV	5,8	5,8
2014 I	5,5	5,5
2014 II	5,5	5,4
2014 III	5,7	5,7
2014 IV	5,6	5,6
2015 I	5,7	5,7
2015 II	5,6	5,6
2015 III	5,5	5,5
2015 IV	5,4	5,3

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,1% em 2014, 0,5 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro 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 6,0% no primeiro trimestre de 2014; desloca-se para 6,2% e 6,4% no segundo e terceiro trimestres de 2014, respectivamente; e encerra o ano em 6,1%. Para o primeiro trimestre de 2015, a projeção se encontra em 6,0%; recua para 5,8% no segundo e terceiro trimestres de 2015; e encerra o ano em 5,5%. No primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 5,4%.

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 38% e, em 2015, de 27%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2014 se encontra em 6,2%, 0,1 p.p. maior que o valor projetado no cenário de referência e 0,6 p.p. maior do que o valor constante no Relatório anterior. 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 2014 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,0% no primeiro trimestre de 2014; desloca-se para 6,2% e 6,4% no segundo e terceiro trimestres de 2014, respectivamente; e encerra o ano em 6,2%. A projeção se encontra em 6,1% no primeiro trimestre de 2015; e recua para 5,5% no último trimestre de 2015. No primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 5,2%.

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 40%, e em 2015, de 29%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação na projeção de inflação para 2014 e para 2015. Esse aumento se deve, em parte, a taxas de inflação em meses recentes acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do Relatório anterior; e à elevação da projeção dos preços administrados por contrato e monitorados para 2014 e 2015. No cenário de mercado, a projeção também apresenta elevação, refletindo, em parte, taxas de câmbio para 2014 e 2015 acima das consideradas por ocasião da publicação do Relatório de dezembro de 2013.

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

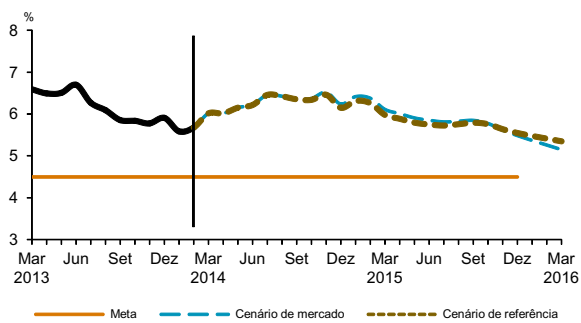
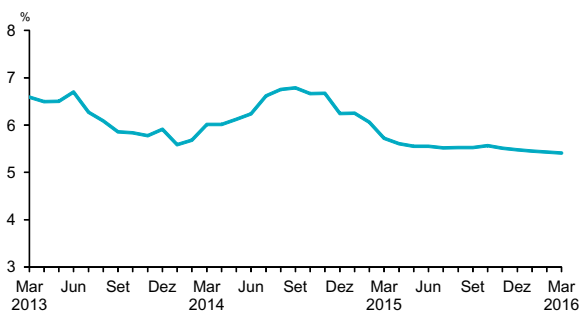


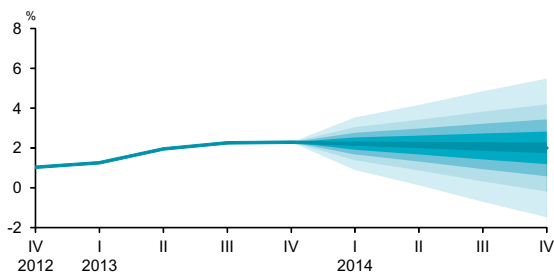
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 10,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



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 primeiro trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2014, 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 tendência de declínio a partir do terceiro trimestre de 2014, mas se posicionando acima da meta em todo o horizonte de projeção, em ambos os cenários.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.6. Até fevereiro de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação apresenta trajetória de elevação até o terceiro trimestre de 2014, com tendência declinante a partir de então, 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 2,0% para 2014, 0,3 p.p. menor do que o crescimento observado em 2013.

Decomposição da Inflação de 2013

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este boxe apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em 2013, com base nos modelos de projeção do Banco Central. A taxa de inflação é decomposta em seis componentes¹: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; (iii) diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; (iv) choque de oferta²; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”³. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Inflação e alguns de seus determinantes em 2013

Conforme a Tabela 1, a inflação de 5,91% medida pelo IPCA em 2013 foi ligeiramente superior aos 5,84% observados em 2012. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 7,29% (6,56% em 2012), e os preços administrados, em 1,54% (3,65% em 2012). Considerando variações trimestrais, no primeiro e terceiro trimestres de 2013, a inflação de preços administrados foi negativa devido à redução nas tarifas de energia elétrica e a revogações de reajustes de tarifas de ônibus urbano, respectivamente. Por outro lado, no segundo e quarto trimestres do ano, a inflação de administrados foi superior às médias dos respectivos trimestres calculadas desde 2005. Note-se ainda que a inflação de preços livres, em 2013, foi maior que

1/ O procedimento básico utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002), “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, nº 22.

2/ A metodologia do cálculo do choque de oferta é detalhada no boxe “Decomposição da Inflação de 2010” (Relatório de Inflação de março de 2011).

3/ Conforme detalhado no boxe “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” (Relatório de Inflação de junho de 2012), a projeção dos preços administrados não mais inclui o repasse cambial.

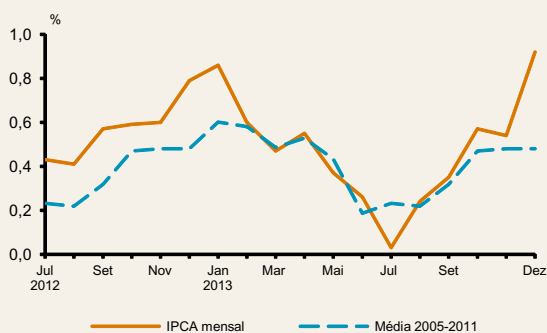
a de 2012, refletindo, entre outros fatores, a inércia (particularmente no primeiro trimestre) e as expectativas de inflação (particularmente no quarto trimestre).

Tabela 1 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados

Discriminação	2012				Ano	2013				Ano
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
Total	1,22	1,08	1,42	1,99	5,84	1,94	1,18	0,62	2,04	5,91
Preços livres	1,33	1,12	1,68	2,28	6,56	2,89	1,20	0,82	2,20	7,29
Preços administrados	0,91	0,94	0,62	1,12	3,65	-1,07	1,10	-0,02	1,54	1,54

Varição % no período

Gráfico 1 – Variação mensal do IPCA



O Gráfico 1 mostra a inflação mensal a partir de julho de 2012 e a inflação média ocorrida em cada um dos meses, calculada com base no período de 2005 a 2011. Observam-se valores acima das respectivas médias mensais em todo o segundo semestre de 2012, gerando um efeito inercial para o primeiro trimestre de 2013, principalmente via inflação de livres. O índice pleno, no entanto, aproxima-se da média a partir de fevereiro devido à mencionada contribuição negativa dos preços administrados no primeiro trimestre (Tabela 1).

Gráfico 2 – Expectativas para o IPCA 12 meses à frente

Expectativas suavizadas em %



O Gráfico 2 mostra o comportamento, desde julho de 2012, das expectativas de mercado coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a inflação doze meses à frente. As expectativas iniciaram 2013 em patamar próximo à média de 2012 e se mantiveram estáveis ao longo do primeiro semestre. No início do segundo semestre se elevaram, mas recuaram a partir de outubro.

Gráfico 3 – Taxa nominal de câmbio

R\$/US\$



A evolução da taxa de câmbio desde julho de 2012 é ilustrada no Gráfico 3. Após certa estabilidade no início de 2013, observa-se depreciação significativa entre maio e agosto. Nos meses subsequentes houve apreciação, seguida de nova rodada de depreciação. Considerando a taxa média de câmbio, a depreciação foi de 10,5% em 2013 em relação a 2012. Entre fevereiro, mês em que a taxa média mensal atingiu o vale, e agosto, quando foi máxima, a depreciação alcançou 18,7%.

O Gráfico 4 mostra aumento considerável dos preços de alimentos *in natura* nos primeiros meses de 2013. Entretanto, dada a baixa representatividade desse

Gráfico 4 – Preço das commodities em R\$

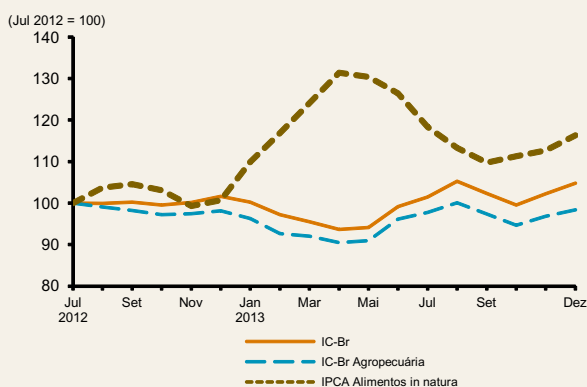
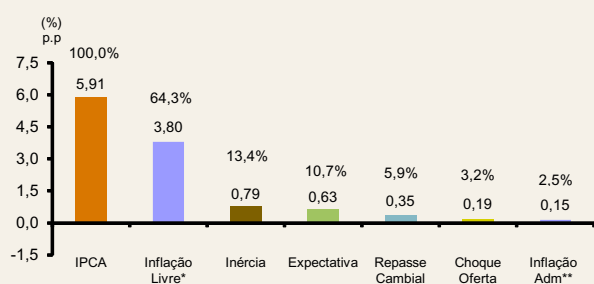
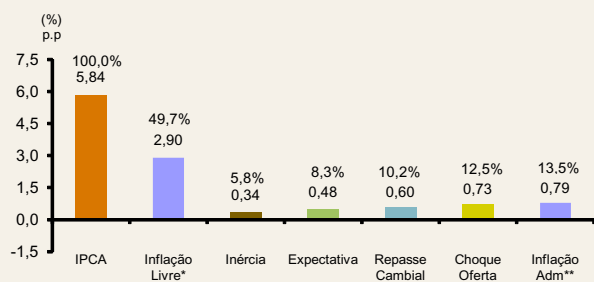


Gráfico 5 – Decomposição da taxa de inflação de 2013



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
** Excluindo inércia.

Gráfico 6 – Decomposição da taxa de inflação de 2012



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
** Excluindo inércia.

componente no IPCA e o posterior recuo a partir do segundo trimestre do ano, essa alta não se traduziu em pressões inflacionárias expressivas em 2013. Por outro lado, de maneira geral, os preços das commodities constantes do Índice de Commodities Brasil (IC-Br) e, em particular, das que constam do IC-Br Agropecuária, após alta significativa em 2012, estabilizaram-se em 2013.

Decomposição da inflação de 2013

Considerando os seis componentes inicialmente mencionados, conforme o Gráfico 5, a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA em 2013 adveio dos preços livres (3,80 pontos percentuais (p.p.)), seguida pela contribuição da inércia (0,79 p.p.) e pela das expectativas (0,63 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 64,3%, 13,4% e 10,7% da inflação total em 2013, respectivamente. Por sua vez, o repasse cambial, o choque de oferta e a inflação de administrados contribuíram com 0,35 p.p., 0,19 p.p. e 0,15 p.p.; ou seja, com 5,9%, 3,2% e 2,5% da variação total do IPCA, respectivamente.

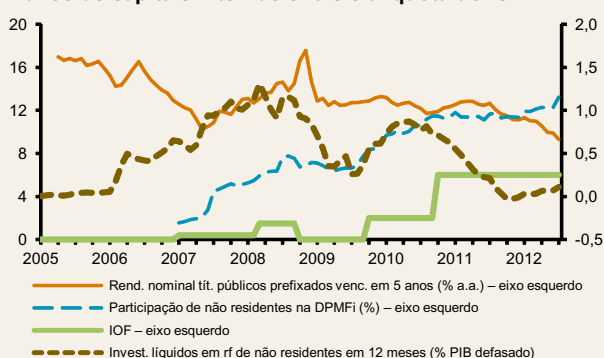
Analisando a decomposição da inflação de 2013 e de 2012 (Gráfico 6), nota-se maior contribuição dos preços livres. Especificamente sobre 2013, a segunda maior contribuição veio da inércia e a terceira, das expectativas (inverso da ordem verificada em 2012). Note-se ainda que, em 2013, a contribuição do repasse cambial foi inferior à observada em 2012.

Em suma, este box apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo IPCA, em 2013. Os exercícios sugerem que os componentes de maior contribuição foram os preços livres, a inércia e as expectativas.

Fluxos de Capitais Internacionais e Taxa de Juros dos Títulos Públicos

A evidência internacional recente acerca da relação entre fluxos de capitais internacionais e preços de ativos tem mostrado efeito significativo desses fluxos sobre os preços dos títulos de dívida pública interna¹. O estudo desse efeito é relevante, na medida em que súbitos e fortes movimentos de entradas ou saídas líquidas de capitais podem causar instabilidade no mercado financeiro local.

Gráfico 1 – Rendimento nominal de títulos públicos, fluxos de capitais internacionais e alíquota do IOF



Especificamente sobre o Brasil, entre 2006 e 2012, a participação de títulos da dívida pública brasileira na carteira de investidores estrangeiros aumentou de 11% para 31% (Cemec, 2013). Dados do Tesouro Nacional também revelam que a participação de não residentes no total da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) passou² de 1,6%, em janeiro de 2007, para 12%, em março de 2012. Conforme o Gráfico 1, as evidências apontam relação negativa, de forma mais clara a partir de agosto de 2009, entre a participação de não residentes na DPMFi e a taxa de juros dos títulos públicos prefixados com vencimento em cinco anos.

Com o intuito de avaliar o impacto da participação de não residentes na DPMFi sobre o rendimento nominal de títulos públicos prefixados no Brasil, com vencimento em cinco anos, estima-se neste boxe³ um modelo semelhante ao de Warnock e Warnock (2005) e de Pradhan *et. al* (2011), para o período de janeiro de 2007 a julho de 2012⁴. Uma variável explicativa alternativa, apresentada no Gráfico 1, corresponde a investimentos líquidos de não residentes em renda fixa de longo prazo em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) defasado, semelhante à do trabalho de Warnock e Warnock (2005).

1/ Warnock e Warnock (2005) mostram esses efeitos para os títulos da dívida do Tesouro dos Estados Unidos; Peiris (2010) e Pradhan *et al.* (2011) para os de economias emergentes; e Vale (2012) para os do Brasil.

2/ A demanda crescente beneficiou-se da isenção de imposto de renda sobre rendimentos dos títulos públicos adquiridos por não residentes (Medida Provisória nº 281, de 15/02/2006, convertida em Lei nº 11.312, de 27/06/2006).

3/ Exercício baseado em Leon (2014).

4/ A série de dados sobre participação de não residentes na DPMFi inicia-se em janeiro de 2007.

O modelo é estimado conforme abaixo:

$$(1) \quad r_t^{LT} = c + \beta_1 r_t^{ST} + \beta_2 \pi_t^e + \beta_3 x_t^e + \beta_4 \rho_t + \beta_5 f_t + \beta_6 y_t^e + \beta_7 d_t + \beta_8 r_t^* + \beta_9 \theta_t + \beta_{10} B_t + \varepsilon_t$$

r_t^{LT} – rendimento nominal dos títulos da DPMFi com vencimento em cinco anos;

r_t^{ST} – taxa de juros de curto prazo dada pela meta Selic do último dia do mês em termos anuais;

π_t^e – taxa de inflação esperada um ano à frente;

x_t^e – taxa de depreciação cambial esperada nos próximos 12 meses;

ρ_t – prêmio de risco da taxa de juros (alternativamente, *spread* dos CDS, EMBI *stripped* e VIX);

f_t – saldo governamental sazonalmente ajustado (NFSP/PIB em percentual);

y_t^e – taxa de crescimento esperada da economia (produção industrial) nos próximos 12 meses ou hiato do produto (medido pelo IBC-Br);

d_t – taxa efetiva de recolhimentos compulsórios das instituições financeiras;

r_t^* – rendimento nominal de um ativo internacional sem risco (média mensal do rendimento nominal de cinco anos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América (EUA) com taxa de maturidade constante);

θ_t – alíquota da taxa do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF);

B_t – participação percentual de não residentes na DPMFi ou investimentos líquidos acumulados em 12 meses de não residentes em renda fixa de longo prazo negociados no país em relação ao PIB defasado.

Testes convencionais não rejeitam a hipótese de presença de raiz unitária para as taxas de juros longa e curta (r_t^{LT} e r_t^{ST}), para participação percentual de não residentes na DPMFi, para a fração do investimento estrangeiro no PIB e para o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA de cinco anos.

Considerando o vetor de cointegração encontrado entre o rendimento dos títulos brasileiros de cinco anos, r_t^{LT} , a taxa da meta Selic, r_t^{ST} , e a participação de não residentes na DPMFi, B_t , a correspondente representação do vetor de correção de erros é especificada como:

$$(2) \quad \Delta r_t^{LT} = \alpha_0 + \alpha_1 (r_{t-1}^{LT} - \beta_0 - \beta_1 r_{t-1}^{ST} - \beta_2 B_{t-1}) + \xi_1^{(1)} \Delta r_{t-1}^{LT} + \xi_2^{(1)} \Delta r_{t-1}^{ST} + \xi_3^{(1)} \Delta B_{t-1} + \dots + \xi_1^{(p-1)} \Delta r_{t-(p-1)}^{LT} + \xi_2^{(p-1)} \Delta r_{t-(p-1)}^{ST} + \xi_3^{(p-1)} \Delta B_{t-(p-1)} + \Theta Z + \varepsilon_t$$

Após testar amplo conjunto de variáveis de controle (Z), as três especificações finais incluem saldo governamental, índice de volatilidade, hiato do produto, alíquota do IOF, a primeira diferença do rendimento dos títulos dos EUA e a taxa efetiva de depósitos compulsórios⁵. Uma *dummy* para dezembro de 2008 também é utilizada, a fim de eliminar a observação com resíduo mais elevado na estimação da equação do rendimento nominal dos títulos públicos (efeito possivelmente relacionado à crise financeira de 2007/2008). A Tabela 1 apresenta os resultados das estimações para as três especificações. Os critérios de informação Hannan-Quinn e Schwarz indicam que o modelo com apenas uma defasagem deve ser escolhido⁶.

Ao estimar o modelo de cointegração (equação de longo prazo em conjunto com os termos de correção de erros), baseado em Johansen e Juselius (1990), os resultados mostram que a participação de não residentes na DPMFi reduz, no longo prazo, o rendimento nominal dos títulos da dívida pública interna com vencimento em cinco anos. Resultados similares foram obtidos anteriormente em Vale (2012) e Peiris (2010, p. 13). O coeficiente da participação dos não residentes na DPMFi apresenta o sinal esperado e magnitude similar à obtida em outros estudos. Conforme a Tabela 1, a equação de cointegração sugere que, nas especificações (1) e (2), o aumento de um ponto percentual na participação de não residentes reduz o rendimento dos títulos públicos com vencimento em cinco anos em sete pontos base no longo prazo ($\beta_2 = -0,0712$ no modelo (1) e $\beta_2 = -0,0700$ no modelo (2)), sendo compatível com resultados obtidos em estudos anteriores⁷. Além disso, o coeficiente da equação de cointegração do modelo de correção de erros, conhecido

5/ r^* é incluído em primeira diferença, porque apresenta sinal contrário ao esperado, quando incluído na equação de cointegração.

6/ Na Tabela 2, testes de normalidade dos resíduos não rejeitam esta hipótese a 10% de significância. Além disso, a hipótese de que a assimetria e a curtose da distribuição não sejam diferentes das da normal não é rejeitada a 10%.

7/ Pradhan *et al.* (2010) estima 4 pontos base (p.b.) e Vale (2011), 6,58 p.b. Peiris (2010), com dados trimestrais, encontra redução em 6 p.b.

como velocidade de ajuste aos desvios em relação ao equilíbrio de longo prazo, é significativo a 1%, negativo e com módulo menor do que a unidade. Dessa forma, os desequilíbrios são corrigidos a uma velocidade razoável e sua significância garante que as especificações (1) e (2) têm representação de correção de erros.

Tabela 1 – Estimativas do modelo de correção de erros

Equação de cointegração	[1]	[2]	[3]
Constante	-9,676	-8,668	-9,773
Rendimento nominal dos títulos da DPMFi com vencimento 5 anos	1	1	1
Participação percentual de não residentes na DPMFi	0,071	0,070	
Investimentos líquidos acumulados 12 meses de não residentes em renda fixa longo prazo negociados no país em relação PIB defasado			1,237 *
Taxa de juros de curto prazo dada pela Meta Selic	-0,309 **	-0,399 **	-0,272
Rendimento nominal de um ativo internacional sem risco (título do Tesouro dos EUA de 5 anos)			-0,200
Correção de erros	[1]	[2]	[3]
Constante	1,088 *	0,736	1,236 **
Equação de cointegração	-0,253 ***	-0,159 **	-0,214 ***
Defasagem (participação de não residentes na DPMFi)	-0,175	-0,106	
Defasagem (investimentos líquidos acumulados 12 meses de não residentes em renda fixa longo prazo negociados no país em relação PIB defasado)			-1,287 *
Saldo governamental sazonalmente ajustado (% PIB)	-0,071 **	-0,051 *	-0,098 ***
VIX	0,032 ***	0,028 ***	0,027 ***
Hiato do produto (medido pelo IBC-Br)	27,250 ***	21,820 ***	26,650 ***
Alíquota da taxa do IOF	0,074 **		0,034
Defasagem (alíquota da taxa do IOF)		0,053	
Defasagem (rendimento nominal de um ativo internacional sem risco - título do Tesouro dos EUA de 5 anos)	0,534 **	0,351	
Taxa de recolhimentos compulsórios das instituições financeiras	-0,071 ***	-0,054 **	-0,067 ***
<i>Dummy</i> dezembro 2008		-1,771 ***	
Número de observações	65	65	65
R ² Ajustado	0,593	0,653	0,577
Máxima verossimilhança	-29,088	-23,358	-30,346
Estatística F	10,340	11,934	9,743
Intervalo de defasagem para variáveis endógenas	1	1	1

Obs: *, ** e *** denotam significância a 10%, 5% and 1%, respectivamente.

Tabela 2 – Teste dos resíduos. Hipótese nula: normalidade dos resíduos da equação

Modelos	[1]	[2]	[3]
Assimetria (qui-quadrado)	0,191 (0,662)	0,167 (0,683)	0,031 (0,860)
Curtose (qui-quadrado)	0,705 (0,401)	2,044 (0,116)	0,188 (0,664)
Normalidade (Jarque-Bera)	0,896 (0,639)	2,639 (0,267)	0,219 (0,896)

Obs: Os números entre parênteses são *p-values*.

Quando a razão entre investimentos líquidos de não residentes (em renda fixa de longo prazo negociados no país) e PIB defasado é utilizada como alternativa à participação de não residentes na DPMFi, a nova variável explicativa é significativa no longo prazo, quando a relação de cointegração inclui o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA com vencimento em cinco anos. A especificação (3), que a inclui, destaca-se por apresentar coeficiente significativo a 10%, na equação de cointegração bem como no modelo de correção de erros. De acordo com a equação de cointegração, um aumento de 10 p.b. nas entradas líquidas de não residentes como fração do PIB reduz o rendimento dos títulos públicos brasileiros com vencimento em cinco anos em 12,4 p.b. no longo prazo^{8,9}.

Em resumo, os exercícios apresentados neste box indicam que o rendimento nominal dos títulos públicos federais com vencimento em cinco anos é afetado, no longo prazo, tanto pela participação de não residentes na DPMFi, como, alternativamente, pelos investimentos líquidos de não residentes em renda fixa relativos ao PIB. No curto prazo, seis variáveis impactam significativamente a taxa de variação do rendimento nominal dos títulos públicos federais: saldo governamental, índice de volatilidade, hiato do produto, alíquota do IOF, a primeira diferença do rendimento dos títulos dos EUA e a taxa efetiva de depósitos compulsórios.

Referências

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADOS DE CAPITAIS DO IBMEC – CEMEC (2013). Contas Financeiras: Retrospecto 2000 – 2012, abril.

JOHANSEN, S. e JUSELIUS, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - with Applications to the Demand for Money. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52, 2, 169-210.

8/ Para o período de análise, a série de entradas líquidas de capitais de não residentes em relação ao PIB tem uma variação máxima mensal absoluta de 0,24 pontos percentuais (p.p.).

9/ Warnock e Warnock (2005, Tabela 2) verificam que o aumento de 0,1 p.p. nas entradas de capitais públicos e privados de não residentes em relação ao PIB decresce o rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA em 0,023 p.p. Isto representa a quinta parte do resultado encontrado para o Brasil. No entanto, a omissão do fluxo de saída de capitais pode causar um viés negativo na estimação do coeficiente.

LEON, M. S. (2014). International Capital Flows and Yields of Public Debt Bonds. Banco Central do Brasil. Working Paper no. 345.

PEIRIS, S. (2010). Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets. International Monetary Fund. IMF Working Paper WP/10/88.

PRADHAN, M.; BALAKRISHNAN, R.; BAQIR, R.; HEENAN, G.; VOWAK, S.; ONER, C.; PANTH, S. (2011). Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets. International Monetary Fund. IMF Staff Discussion Note, April 21.

VALE, E. M. do (2012). Melhorias para a Dívida Pública e para a Sociedade Decorrentes da Participação Estrangeira na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Tesouro Nacional. Textos para Discussão no. 6.

WARNOCK, F. e WARNOCK, V. (2005). International Capital Flows and U.S. Interest Rates. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper no. 840.