

Relatório de Inflação

Junho 2014

Volume 16 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2014

Volume 16 | Número 2



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 16	nº 2	jun.	2014	p. 1-100
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 16, nº 2.

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	16
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	16
1.3 Mercado de trabalho	17
1.4 Produto Interno Bruto	17
1.5 Investimentos	20
1.6 Conclusão	21
Preços	25
2.1 Índices gerais	25
2.2 Índices de preços ao consumidor	26
2.3 Preços monitorados	26
2.4 Núcleos	27
2.5 Expectativas de mercado	27
2.6 Conclusão	28
Políticas creditícia, monetária e fiscal	29
3.1 Crédito	29
Taxas de juros e inadimplência	31
3.2 Agregados monetários	32
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	32
Mercado de capitais	33
3.3 Política fiscal	33
Necessidades de financiamento do setor público	34
Operações do Banco Central no mercado aberto	35
Dívida mobiliária federal	36
Dívida Líquida do Setor Público	37
3.4 Conclusão	37
Economia internacional	39
4.1 Atividade econômica	39
4.2 Política monetária e inflação	41
4.3 Mercados financeiros internacionais	43
4.4 <i>Commodities</i>	44
4.5 Conclusão	45

Setor externo	47
5.1 Movimento de câmbio	47
5.2 Comércio de bens	47
5.3 Serviços e renda	49
5.4 Conta financeira	50
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	52
5.6 Conclusão	53
Perspectivas para a inflação	57
6.1 Determinantes da inflação	58
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	63
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	71
Boxes	
Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física	14
Contribuição Previdenciária como Medida de Formalização da Mão-de-obra	18
Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2014	22
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014	54
Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2014	75
Anexo	81
Apêndice	95

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

No âmbito internacional, o Copom avalia que os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados desde o último Relatório, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê pondera que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início ou aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. 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 ambiente externo, em linhas gerais, 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/ou abaixo das taxas de crescimento potencial. Cabe notar também, que as perspectivas, de um lado, indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais – não obstante observarem-se pressões localizadas de preços na margem –, de outro, contemplam a ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas.

O Copom avalia que 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.

No âmbito doméstico, o Copom destaca que o cenário central contempla ritmo de atividade menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. No médio prazo, o Comitê avalia que mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Nesse contexto, considerando a variação em doze meses, nota que as taxas de expansão da absorção interna têm sido maiores do que as do Produto Interno Bruto (PIB), mas estão convergindo. Não obstante reconhecer que dados de

alta frequência podem, eventualmente, apontar em direção distinta, o Comitê pondera que o consumo tende a continuar em expansão – em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes –, e que os investimentos e as exportações tendem a ganhar impulso.

O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

O Copom observa que o desempenho do mercado de crédito segue em linha com as condições monetárias e com a posição cíclica da economia. A carteira total de crédito do sistema financeiro cresceu em ritmo moderado no trimestre encerrado em maio relativamente ao finalizado em fevereiro, com maior participação de operações com recursos direcionados. No segmento de recursos livres, destacaram-se as operações contratadas com pessoas jurídicas e, no de crédito direcionado, as contratadas com famílias, especialmente nas modalidades crédito imobiliário e rural. As taxas de juros elevaram-se no trimestre, em especial no caso de operações com recursos livres destinadas a pessoas físicas; ao mesmo tempo, as taxas de inadimplência não sofreram alterações relevantes.

O *superavit* primário gerado pelo setor público no primeiro quadrimestre de 2014 mostrou-se consistente com a meta – de 1,9% do PIB –, estabelecida para o ano.

O *deficit* em transações correntes em doze meses até maio de 2014 equivaleu a 3,65% do PIB – patamar em que se encontra desde agosto de 2013 – e tem sido financiado essencialmente com ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos. As despesas com serviços e rendas tendem a se manter nos níveis atuais, e, em cenário de retomada da atividade econômica global e da produção doméstica de petróleo e derivados, as perspectivas sugerem melhora do saldo comercial ao longo do ano.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses alcançou 6,37% em maio, 0,13 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada até maio de 2013. O recuo da inflação acumulada em doze meses reflete a menor variação dos preços livres, de 7,07% (ante 8,11% até maio de 2013), uma vez que os preços administrados por contrato e monitorados variaram 4,08% (ante 1,54% até maio de 2013). A resistência da inflação plena em parte reflete a dinâmica dos preços dos serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA –, que variaram 8,70% (ante 8,51% até maio de 2013).

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 6 de junho de 2014 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,25/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,00% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,4% em 2014, 5,7% em 2015 e 5,1% no segundo trimestre de 2016.

No cenário de mercado, que incorpora informações consolidadas de pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 6,4% em 2014, 6,0% em 2015 e 5,0% no segundo trimestre de 2016.

No que se refere ao crescimento do PIB, a projeção para 2014, de acordo com o cenário de referência, é de 1,6% (0,4 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior) e de 1,8% para o acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2015.

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 aumento 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 o de geração de empregos e de renda.

O Copom avalia que pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes do realinhamento de preços administrados em relação aos livres; do realinhamento de preços domésticos em relação aos externos; e de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotarem ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Ainda assim, o Comitê antecipa cenário que contempla inflação resistente nos próximos trimestres, mas, que, mantidas as condições monetárias, tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

O Comitê destaca ainda que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter 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.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2014			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,3	0,0	-0,5	-0,3
Combustíveis e lubrificantes	1,2	1,3	-1,5	-0,8
Hiper, supermercados	0,6	-0,2	-1,1	-1,4
Tecidos, vestuário e calçados	-1,4	-0,6	-1,6	-1,0
Móveis e eletrodomésticos	1,4	0,2	1,5	-0,1
Artigos farmacêuticos, médicos	4,3	-0,3	0,3	0,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	-1,6	-3,8	-0,4	-2,7
Equipamentos e materiais para escritório	6,6	7,2	-3,8	-2,6
Outros artigos de uso pessoal	1,4	0,2	-0,2	0,3
Comércio ampliado	2,5	-2,2	-1,0	0,6
Materiais de construção	0,3	3,9	-4,1	-0,5
Automóveis e motocicletas	3,9	-8,3	0,3	5,4
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	0,7	0,3	0,1	-0,3
Combustíveis e lubrificantes	1,1	0,4	0,7	0,2
Hiper, supermercados	1,3	1,3	0,8	-0,8
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	0,3	-1,5	-2,8
Móveis e eletrodomésticos	-0,3	-0,9	0,7	1,2
Artigos farmacêuticos, médicos	1,9	1,6	3,2	2,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	0,3	-1,9	-4,2	-5,9
Equipamentos e materiais para escritório	-8,0	-8,3	-1,1	2,6
Outros artigos de uso pessoal	1,8	1,0	1,7	1,0
Comércio ampliado	1,3	0,5	0,0	-1,5
Material de construção	0,7	1,3	1,2	0,9
Automóveis e motocicletas	2,7	-0,6	-3,6	-5,2
No ano				
Comércio varejista	6,4	7,5	4,5	5,0
Combustíveis e lubrificantes	6,9	10,3	8,1	6,4
Hiper, supermercados	5,6	5,5	2,6	4,3
Tecidos, vestuário e calçados	3,0	4,9	0,4	-1,2
Móveis e eletrodomésticos	5,8	7,8	6,5	5,5
Artigos farmacêuticos, médicos	13,9	14,4	12,6	10,7
Livros, jornais, revistas e papelaria	0,3	-1,9	-3,7	-4,9
Equipamentos e materiais para escritório	-3,8	1,6	-0,7	-1,5
Outros artigos de uso pessoal	11,0	13,6	7,4	9,5
Comércio ampliado	4,7	6,3	2,1	1,6
Materiais de construção	4,4	10,1	7,1	3,7
Automóveis e motocicletas	1,6	3,1	-3,7	-5,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2014, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, com base em dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O ritmo moderado de crescimento refletiu, principalmente, o recuo de 0,1% do consumo das famílias, após nove resultados positivos em sequência, nessa base de comparação.

Não obstante a evolução recente de indicadores de confiança, de empresários e famílias, a expansão moderada do crédito e os elevados níveis ocupação no mercado de trabalho sugerem que a economia tende a continuar em expansão este ano, todavia em ritmo menos intenso do que em 2013.

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado recuaram 1,5% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Destacaram-se, de um lado, as reduções nas vendas de livros, jornais, revistas e papelaria (5,9%) e de veículos, motos, partes e peças (5,2%); e de outro, os aumentos nas vendas de equipamentos e material para escritório (2,6%), artigos farmacêuticos e médicos (2,0%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (0,9%).

As vendas do comércio varejista¹ decresceram 0,3% no período, primeira retração, nessa base de comparação, desde o trimestre encerrado em abril de 2010. Observaram-se recuos no Sul (3,1%) e no Norte (1,2%), estabilidade no Sudeste e aumentos no Nordeste (0,8%) e no Centro-Oeste (0,9%). As vendas diminuíram em 13 das 27 unidades da federação, com destaque para os recuos de 3,5% observados no Amazonas, Acre e 2,7% no Paraná.

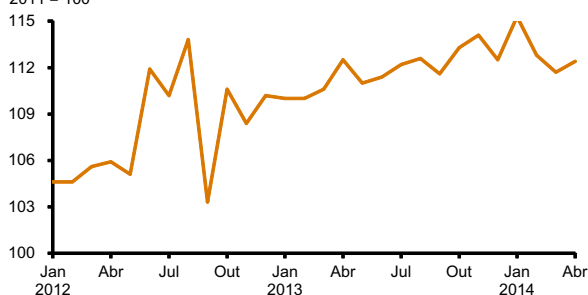
As vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 30% na PMC, recuaram 1,8% no trimestre

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

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

Dados dessazonalizados

2011 = 100

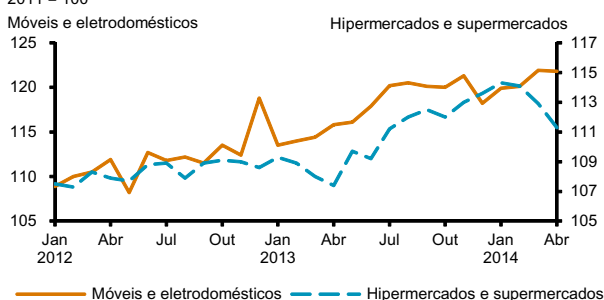


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2011 = 100

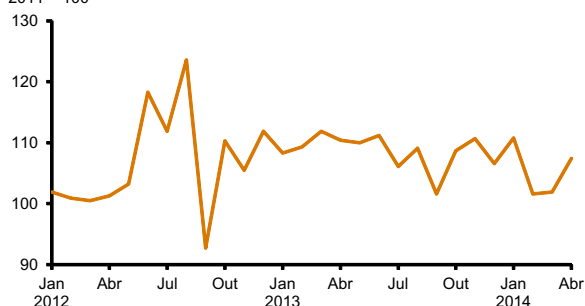


Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo – Veículos e motos, partes e peças

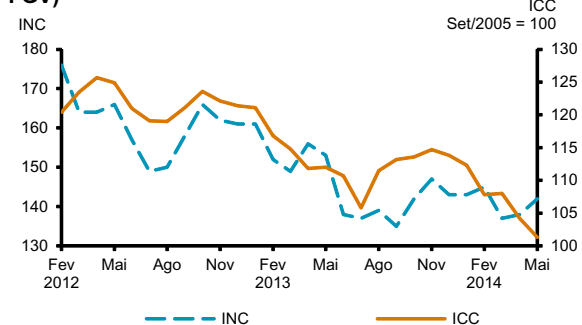
Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP e FGV

finalizado em maio, em relação ao encerrado em fevereiro, 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 (Fenabreve), decresceram 3,8%, no período.

O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio – de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa – recuou 1,3% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, quando havia aumentado 2,9%, no mesmo tipo de comparação.

A inadimplência do consumidor atingiu 7,2% no estado de São Paulo, no trimestre encerrado em maio (8% em igual período de 2013), de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor² recuou 1,2% em relação a igual trimestre de 2013.

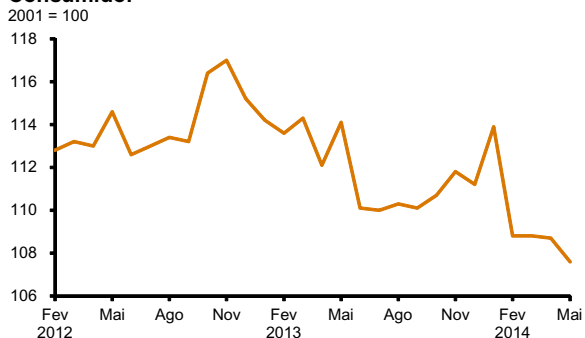
O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 3,3% no trimestre finalizado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, quando havia diminuído 3,2%, dados dessazonalizados, e se encontra no menor nível desde abril de 2009. O recuo de 3,3% decorreu de retrações de 3,9% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,2% no Índice de Expectativas (IE).

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 1% em maio, para o menor patamar desde março de 2009. Destacaram-se as reduções nos componentes endividamento e situação financeira.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, aumentou 2,9% em maio, em relação ao mês anterior (elevação de 0,7% em abril). De um lado, houve elevações no Sul (6,1%) e no Nordeste (4,1%); e 0,7% no Sudeste; e de outro, retração de 0,6% no Norte/Centro-Oeste. Note-se ainda que o indicador recuou 7,2% em relação a maio de 2013, décima nona retração nessa base de comparação.

2/ Inclui os atrasos junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras e bancos, além de títulos protestados e segunda devolução de cheques por insuficiência de fundos.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2014				%
	Jan	Fev	Mar	Abr	
Indústria geral	-2,3	-2,5	-0,1	0,1	
Por seção					
Indústria extrativa	0,5	-0,8	-0,5	0,2	
Indústria de transformação	-2,8	-2,8	-0,2	0,0	
Por categoria de uso					
Bens de capital	-10,7	-10,2	2,6	4,5	
Bens intermediários	-1,5	-2,5	-1,3	-0,6	
Bens de consumo	-2,2	-1,9	1,3	1,6	
Duráveis	-4,6	-4,2	0,8	1,8	
Semi e não duráveis	-1,6	-1,4	0,6	1,0	

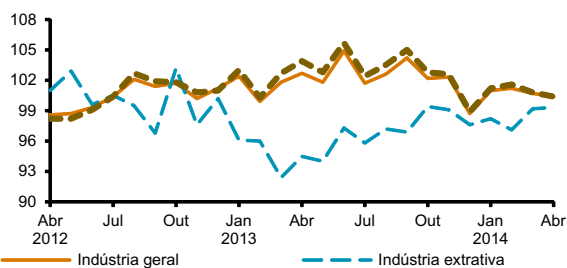
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria cresceu 0,1% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, quando recuara 2,3%, no mesmo tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE³. A produção da indústria extrativa aumentou 0,2% e a da indústria de transformação manteve-se estável, destacando-se os aumentos nas atividades bebidas (5,8%) e equipamentos de informática, e os recuos nas atividades fumo (34,9%) e produtos diversos (6,3%).

Ressalte-se que o avanço trimestral na produção da indústria decorreu de aumentos nas categorias de bens de capital (4,5%), bens de consumo duráveis (1,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (1%), em oposição ao recuo de 0,6% na produção de bens intermediários.

O pessoal ocupado assalariado na indústria diminuiu 0,1% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real recuou 0,2%.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 84,3% no trimestre finalizado em maio (84,5% no encerrado em fevereiro), de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. A retração trimestral decorreu de quedas nas indústrias de bens de consumo duráveis (1,7 p.p.) e de bens de consumo não duráveis (0,5 p.p.) e de aumentos nas de bens de capital (1 p.p.) e de bens intermediários (0,4 p.p.).

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu 106,9 pontos⁴ no trimestre encerrado em maio (105,9 pontos no encerrado em fevereiro), considerados dados dessazonalizados. O aumento refletiu variações nos índices de estoques de bens intermediários (2,7 pontos), bens de capital (2,3 pontos), bens de consumo duráveis (0,4 ponto), e bens de consumo não duráveis (-1 ponto).

O Índice de Confiança da Indústria⁵ (ICI), considerados dados dessazonalizados da FGV, deslocou-se de 99,3 pontos,

3/ A PIM-PF foi reformulada recentemente. A esse respeito, ver o box na página 14.

4/ Complemento de 200 pontos do índice original divulgado pela FGV. Valores acima de 100 pontos indicam estoques acima do planejado.

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

Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou, em maio, o índice de produção industrial calculado a partir da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) reformulada¹. Este box apresenta as principais mudanças metodológicas incorporadas na pesquisa², destacando-se:

- 1) Adoção da Classificação Nacional de Atividades Econômicas na versão 2.0 (CNAE 2.0).
- 2) Atualização da amostra de setores, produtos e informantes, o que ampliou de 757 para 805 o número de produtos que compõe o índice de produção industrial.
- 3) Atualização da estrutura de ponderação dos índices, passando a utilizar como referência o Valor da Transformação Industrial (VTI)³ em 2010.

Tabela 1 – Produção industrial – Estrutura de pesos
Seções e categorias de uso

Discriminação	%	
	Peso anterior	Peso atual
Indústria geral	100,0	100,0
Por seção		
Indústrias extrativas	5,3	11,2
Indústrias de transformação	94,7	88,8
Por categoria de uso		
Bens de capital	8,2	8,3
Bens intermediários	53,3	59,7
Bens de consumo	38,5	30,6
Duráveis	7,4	7,3
Semi e não duráveis	31,1	23,3
Outros	-	1,4

Fonte: IBGE

As estruturas de ponderação utilizadas na atual pesquisa e na anterior, por seção industrial e por categorias de uso, encontram-se na Tabela 1.

Ressalte-se, no período, o aumento, de 5,3% para 11,2%, na participação da indústria extrativa no índice total, reflexo, principalmente, do aumento da extração de minério de ferro. Em compensação, a indústria de transformação teve sua participação reduzida de 94,7% para 88,8%.

Em relação às categorias de uso, destacaram-se o aumento de 6,4 p.p. na participação da indústria de bens intermediários e o recuo de 7,9 p.p. na de bens de consumo, determinada pela menor representatividade da indústria de bens de consumo semi e não duráveis.

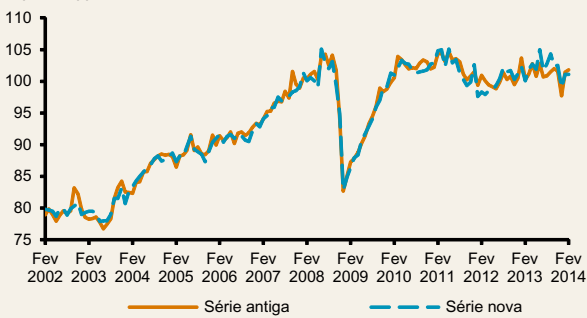
1/ A reformulação da PIM-PF é parte do programa de modernização das estatísticas econômicas do IBGE, no âmbito do projeto de implantação da nova série do Sistema de Contas Nacionais – referência 2010.

2/ A nova pesquisa, iniciada em 2012, coexistiu com a anterior por dois anos, o que favoreceu o encadeamento das duas séries desde 2002.

3/ O VTI corresponde à diferença entre o valor bruto da produção industrial e os custos das operações industriais. A versão anterior da pesquisa utilizava o VTI médio dos anos 1998-2000 para a ponderação dos índices.

Gráfico 1 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral
2012 = 100

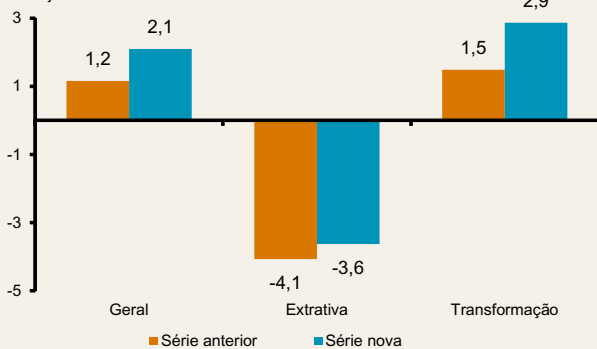


Fonte: IBGE

1/ Dados com ajuste sazonal.

Gráfico 2 – Produção industrial

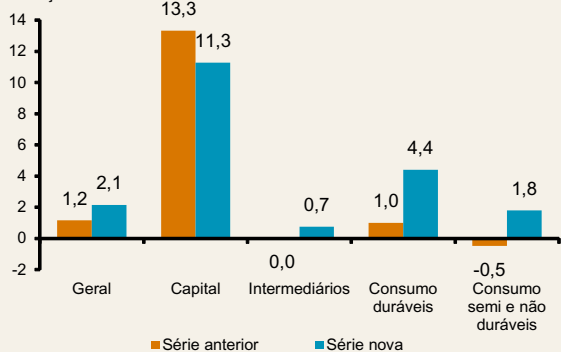
Variação % em 2013



Fonte: IBGE

Gráfico 3 – Produção industrial

Variação % em 2013



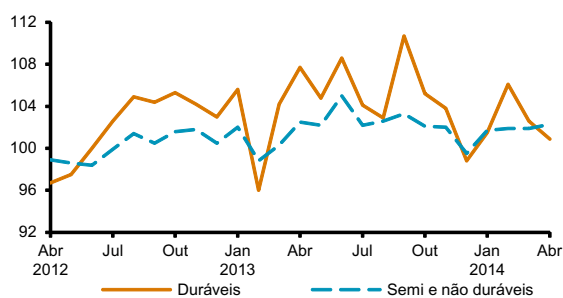
Fonte: IBGE

Os índices de produção industrial, nas duas versões da pesquisa, encontram-se no Gráfico 1 e mostram relativa aderência entre as duas séries. A exceção ocorreu em 2013, quando as variações das produções das indústrias extrativa e de transformação situaram-se em patamar mais elevado na nova pesquisa (Gráfico 2). De acordo com o Gráfico 3, a diferença mencionada refletiu a melhora nos desempenhos dos segmentos de bens intermediários (de 0% para 0,7%), bens de consumo duráveis (de 1% para 4,4%) e bens de consumo semi e não duráveis (de -0,5% para 1,8%), e o menor crescimento da produção de bens de capital (de 13,3% para 11,3%).

Em síntese, a reformulação da PIM-PF incorporou informações mais abrangentes e atualizadas do setor industrial, com ênfase no aumento do número de produtos e informantes. A comparação entre os índices associados à pesquisa atual e à anterior mostra aderência entre os resultados, excetuando-se em 2013, quando, pela pesquisa atual, ocorreram aumentos mais significativos em todas as categorias de uso, exceto na de bens de capital.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo
2012 = 100

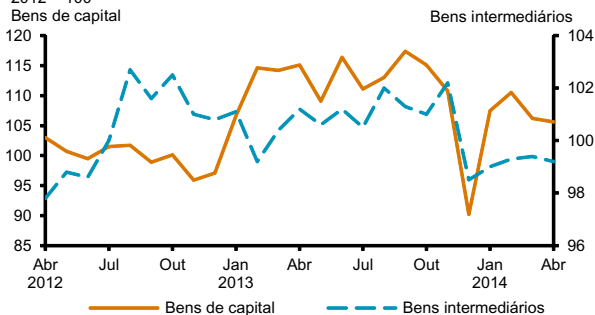


Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

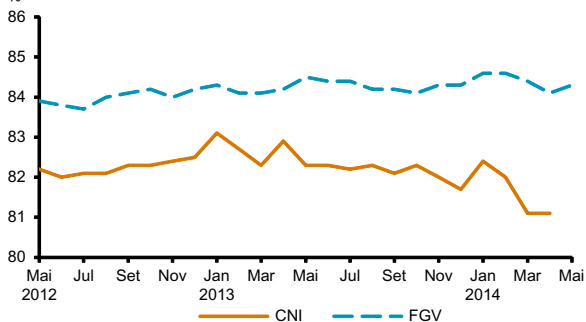


Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação

%

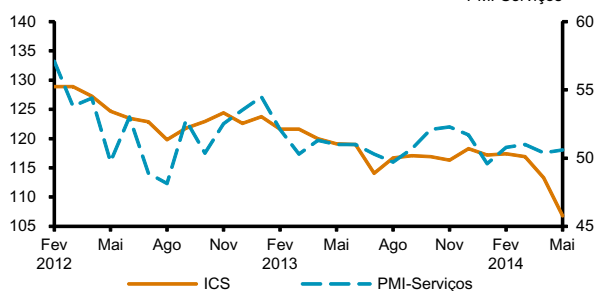


Fontes: CNI e FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados

ICS



Fontes: FGV e Markit

no trimestre finalizado em fevereiro, para 94,2 pontos, no encerrado em maio, com recuos nas categorias de bens de capital (7,6 pontos), bens intermediários (6,3 pontos), bens de consumo duráveis (4,1 pontos) e de bens de consumo não duráveis (0,9 ponto).

O Índice de Gerentes de Compras⁶ (PMI) da indústria, sinalizando menor dinamismo da atividade industrial, atingiu 48,8 pontos em maio, com base na a série dessazonalizada pela Markit.

Serviços

A receita nominal do setor de serviços cresceu 6,2% em abril, em relação a abril de 2013, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), divulgada pelo IBGE. A expansão da receita do setor alcançou 8% nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, destacando-se as elevações nos segmentos serviços prestados às famílias (11,6%), transportes, serviços auxiliares dos transportes e correio (10%) e serviços profissionais, administrativos e complementares (8%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) recuou 5,7% em maio, em relação ao mês anterior, dados dessazonalizados, com retrações de 4,6% no ISA-S e de 6,6% no IE-S. Cabe destacar as reduções nas atividades serviços de informação (11,3%) e atividades imobiliárias e de aluguel de bens imóveis (8,1%).

O PMI-Serviços referente à atividade de negócios atingiu 50,6 pontos em maio (50,4 pontos em abril e 51 pontos em maio de 2013).

Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)

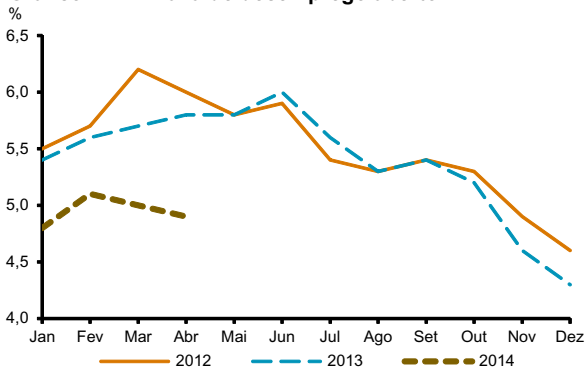
O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) variou 0,28% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia decrescido 0,55%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador recuou 2,29% em abril (aumentos de 0,28% em março e 4,27% em fevereiro).

6/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central
Dados dessazonalizados

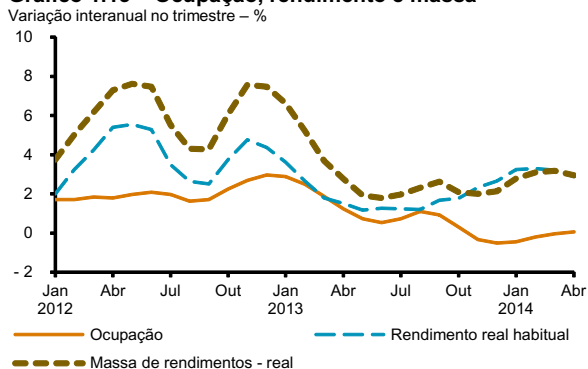


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2013	2014		
		1º trim	Abr	No ano
Total	730,7	303,5	105,4	408,9
Indústria de transformação	83,6	96,0	-3,4	92,5
Comércio	208,0	-85,0	16,6	-68,5
Serviços	408,9	205,5	68,9	274,4
Construção civil	35,1	60,9	4,3	65,2
Agropecuária	-29,3	4,5	14,1	18,6
Serviços ind. de util. pública	5,4	3,4	1,0	4,4
Outros ^{1/}	19,0	18,4	4,0	22,3

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5% no trimestre encerrado em abril (5,7% em igual período de 2013). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego alcançou 4,8% no trimestre (5% no trimestre encerrado em janeiro), resultado de variações de -0,2% na população economicamente ativa e de 0,1% na população ocupada.

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, atingiu 7,1% no primeiro trimestre do ano (6,2% no quarto trimestre e 8% no primeiro trimestre de 2013). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu 56,7% no primeiro trimestre de 2014 (57,3% no quarto trimestre e 56,3% no primeiro trimestre de 2013).

A economia do país gerou, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), 379,3 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em abril (432,8 mil em igual período de 2013), dos quais 249,7 mil no setor de serviços, 54 mil na indústria de transformação e 27,1 mil na construção civil.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 2,9% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período de 2013 (3,2% no trimestre finalizado em janeiro), segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais nos segmentos construção civil (7,3%), comércio (6,2%) e serviços domésticos (5%). A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 2,9% no trimestre.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2014, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A expansão refletiu, sob a ótica da oferta, o crescimento de 3,6% na produção agropecuária, favorecido pelo dinamismo das lavouras de soja, algodão e arroz, que deverão crescer, segundo o IBGE, 5,8%, 27,6% e 4,8%, respectivamente, em 2014; e as variações respectivas de -0,8% e 0,4% na indústria e no setor de serviços.

Contribuição Previdenciária como Medida de Formalização da Mão-de-obra

Os indicadores do mercado de trabalho evoluíram favoravelmente nos últimos onze anos, com avanços de caráter quantitativo, evidenciados na redução da taxa de desemprego, e qualitativo, expresso, em especial, no crescimento de empregos com carteira assinada. A relação entre esse total e o número de ocupados na economia constitui o indicador usualmente utilizado como medida de formalização (F1)¹. O objetivo deste box é propor uma avaliação alternativa, e mais abrangente, do grau de formalização do mercado de trabalho, com base na contribuição para a previdência².

A medida de formalização proposta (FA) engloba, portanto, além de empregados com carteira assinada, empregadores, empregados sem carteira assinada, militares, e funcionários públicos estatutários e trabalhadores por conta própria, desde que possuam algum nível de proteção previdenciária.

A comparação entre as trajetórias – em doze meses – de F1 e FA, no período de dezembro de 2003 a abril de 2014 encontra-se no Gráfico 1. Conforme esperado, a curva que representa FA situa-se em nível superior ao da associada a F1, que trata-se, de fato, de um subconjunto de FA.

A diferença entre os indicadores, após oscilar ao redor de 17 p.p. durante a maior parte do período, apresentou trajetória crescente a partir da metade de 2011 e atingiu 20 p.p. em abril de 2014, quando FA situou-se em 75,0% (61,2% em dezembro de 2013).

A variação de 13,8 p.p. em FA, no período, foi segmentada em dois efeitos: efeito contribuição e efeito participação. O efeito contribuição (EC) capta o impacto de mudanças no percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência, em cada categoria de trabalhadores, mantendo-se constante, nos dois períodos, a participação da categoria no total dos ocupados (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Formalização do mercado de trabalho

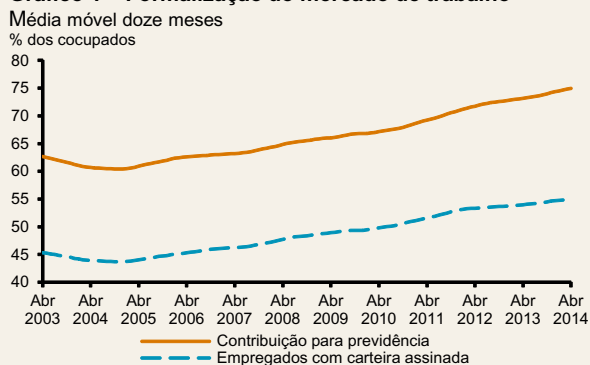
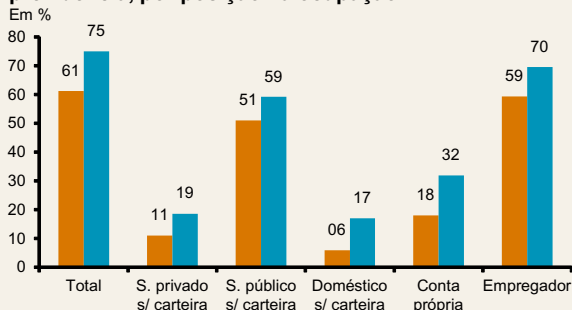


Gráfico 2 – Percentual de contribuição para instituto de previdência, por posição na ocupação



1/ Indicador construído a partir das séries número de empregados com carteira e número total de ocupados, divulgadas na PME do IBGE, realizada em seis regiões metropolitanas.

2/ Indicador construído utilizando-se microdados da PME do IBGE, com base na pergunta relacionada a contribuição ou não para a previdência.

Gráfico 3 – População ocupada, por posição na ocupação

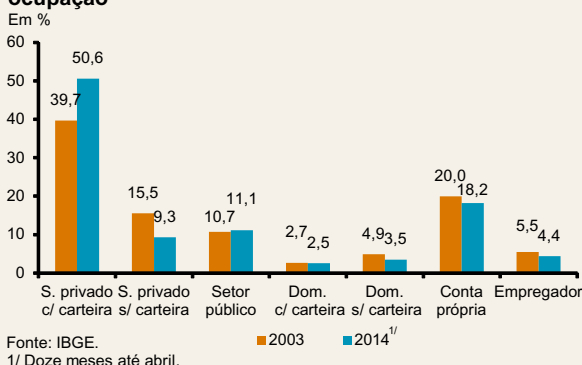


Tabela 1 – Porcentagem de contribuição para instituto de previdência

Por setor de atividade

	% Ocupados		
	2003 (a)	2014 ^{1/} (b)	(b) - (a)
Indústria	68,7	79,9	11,2
Construção civil	33,7	53,9	20,2
Comércio	50,9	69,4	18,5
Serviços	75,4	85,7	10,3
Administração pública	85,2	90,7	5,5
Serviços domésticos	39,1	51,8	12,7
Outros serviços	55,2	69,0	13,8
Outras atividades	41,9	61,3	19,4

Fonte: IBGE

1/ Doze meses até abril

O efeito participação (EP) considera o impacto da alteração da participação de cada categoria de trabalhadores no total dos ocupados, mantido inalterado o percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência, em cada categoria (Gráfico 3).

A decomposição dos efeitos mostra que EC e EP exerceram contribuições respectivas de 4,7 p.p. e 9,1 p.p. para o aumento de 13,8 p.p. observado em FA, de dezembro de 2003 a abril de 2014. Esse resultado sugere, portanto, que a variação de FA esteve condicionada, em especial, à maior geração de empregos em categorias de trabalhadores que contribuem para a previdência do que à adesão de novos trabalhadores a essa proteção, embora os dois fatores tenham se mostrado significativos.

A desagregação dos ocupados por setor de atividade possibilita melhor caracterização da evolução da formalidade no período analisado (Tabela 1). As atividades com maior percentual de contribuintes para a previdência, em abril de 2014, eram administração pública (90,5%), serviços (85,1%) e indústria (79,4%), enquanto as com menor percentual eram serviços domésticos (51,0%) e construção civil (53,4%). Ressalte-se que o aumento de 19,7 p.p. no percentual de contribuição na construção civil foi o mais acentuado no período.

Em linhas gerais, esse boxe introduziu medida alternativa de formalização (FA), que incorpora, à medida anterior (F1), todos os ocupados que contribuem para a previdência. FA e F1 apresentam níveis distintos – consistentes com as respectivas categorias de ocupados que englobam – e trajetória semelhante no período analisado. O aumento de 13,8 p.p. observado em FA foi segmentado em dois efeitos (EC e EP), e sua análise sugere que variação de FA, no período de dezembro de 2003 a abril de 2014, foi determinada, em sua maior parte, pelo maior geração de empregos em categorias de trabalhadores que contribuem para a previdência.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %				
	2013				2014
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	13,0	12,4	8,6	7,3	2,8
Indústria	-0,9	1,1	1,5	1,7	0,8
Extrativa mineral	-6,5	-5,0	-2,9	-2,2	5,4
Transformação	0,1	2,7	2,8	2,7	-0,5
Construção civil	-1,2	1,3	1,5	1,6	-0,9
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	2,6	2,4	2,8	2,9	5,2
Serviços	1,8	2,2	2,2	2,2	2,0
Comércio	1,7	2,7	2,7	2,9	2,2
Transporte, armazenagem e correio	1,1	2,4	3,3	3,1	4,0
Serviços de informação	3,3	4,4	4,6	5,7	4,4
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	1,2	1,5	1,9	1,5	2,6
Outros serviços	1,7	1,7	1,2	0,7	0,5
Atividades imobiliárias e aluguel	2,4	2,8	2,6	2,3	2,0
Administração, saúde e educação públicas	2,1	1,9	2,1	2,2	1,9
Valor adic. a preços básicos	1,8	2,6	2,4	2,3	1,8
Impostos sobre produtos	2,6	3,4	3,6	3,5	2,4
PIB a preços de mercado	1,9	2,7	2,6	2,5	1,9
Consumo das famílias	2,5	2,7	2,6	2,6	2,2
Consumo do governo	2,4	1,6	1,9	2,0	3,4
Formação Bruta de					
Capital Fixo	2,2	5,0	5,6	5,2	-2,1
Exportação	-5,7	0,5	1,4	2,5	2,8
Importação	7,4	7,6	9,6	8,3	1,4

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2013				2014
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	0,4	1,6	-0,3	0,4	0,2
Agropecuária	3,2	3,5	-3,5	-0,5	3,6
Indústria	0,6	1,9	-0,1	-0,2	-0,8
Serviços	0,3	0,7	0,2	0,7	0,4
Consumo das famílias	0,3	0,3	0,8	0,9	-0,1
Consumo do governo	-0,4	0,8	0,9	0,9	0,7
Formação Bruta de					
Capital Fixo	4,0	3,4	-2,0	-1,2	-2,1
Exportação	-1,4	3,9	-1,0	3,6	-3,3
Importação	5,3	0,6	-0,5	-0,4	1,4

Fonte: IBGE

A análise da demanda indica que a evolução trimestral do PIB foi sustentada pelo aumento de 0,7% no consumo do governo. Ainda no âmbito da absorção doméstica, o consumo das famílias decresceu 0,1% e a formação bruta de capital fixo (FBCF), 2,1%, no trimestre. Em relação ao setor externo, as exportações recuaram 3,3% e as importações aumentaram 1,4%, no período.

O PIB aumentou 1,9% em relação ao primeiro trimestre de 2013, resultado, segundo a ótica da produção, de expansões na agropecuária (2,8%); no setor de serviços (2%), com destaque para os aumentos nas atividades serviços de informação (4,4%) e transporte (4%); e na indústria (0,8%), ressaltando-se os resultados positivos da indústria extrativa (5,4%) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (5,2%).

No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com 1,8 p.p. para o crescimento interanual do PIB, resultado de expansões no consumo das famílias (2,2%) e no consumo do governo (3,4%), e de recuo de 2,1% na FBCF. A contribuição do setor externo, refletindo variações respectivas de 2,8% e 1,4% nas exportações e importações, atingiu 0,1 p.p. no período.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluindo as variações de estoques, diminuíram 2,1% no primeiro trimestre de 2014, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF variou -2,1% em relação ao quarto trimestre de 2013, terceira retração consecutiva após três elevações trimestrais subsequentes.

A absorção de bens de capital contraiu 3,0% no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2013, resultado de variações respectivas de -1,1%, 10,2% e -6,2% na produção, exportação e importação desses bens. A produção de insumos típicos da construção civil recuou 1,1% em relação ao primeiro trimestre de 2013.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2013			2014
	Jan	Fev	Mar	Abr
Insumos da construção civil	-2,3	-1,3	-1,1	-3,4
Bens de capital	2,3	0,6	-1,1	-6,1
Tipicamente industrializados	0,2	-1,4	-4,2	-7,9
Agrícolas	9,1	6,6	4,4	-1,0
Peças agrícolas	19,2	2,9	-6,0	-15,1
Construção	51,2	40,1	13,7	-1,9
Energia elétrica	-1,5	1,1	1,9	1,6
Equipamentos de transporte	-5,8	-5,2	-5,8	-10,8
Misto	-2,5	-1,8	-0,2	-1,9

Fonte: IBGE

1.6 Conclusão

A atividade econômica cresceu moderadamente no primeiro trimestre de 2014, em linha com a evolução recente do crédito, de indicadores de confiança e do comércio exterior. As perspectivas para os próximos trimestres sugerem que a economia tende a continuar em expansão este ano, mas em ritmo menos intenso do que em 2013.

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2014

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2014	2015	
	I Tri	IV Tri ^{1/}	I Tri ^{1/}
Agropecuária	4,8	2,8	2,9
Indústria	2,1	-0,4	0,1
Extrativa mineral	0,6	5,1	5,1
Transformação	2,6	-1,9	-1,4
Construção civil	1,7	-2,2	-1,5
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	3,6	3,1	2,4
Serviços	2,2	2,0	2,1
Comércio	3,0	1,2	1,4
Transporte, armazenagem e correio	3,8	1,8	1,0
Serviços de informação	5,9	4,6	4,7
Interm. financeira e serviços relacionados	1,9	2,5	2,5
Outros serviços	0,4	1,5	2,0
Atividades imobiliárias e aluguel	2,2	2,4	2,5
Administração, saúde e educação públicas	2,2	2,2	2,3
Valor adicionado a preços básicos	2,3	1,4	1,6
Impostos sobre produtos	3,5	2,1	2,6
PIB a preços de mercado	2,5	1,6	1,8
Consumo das famílias	2,5	2,0	1,9
Consumo do governo	2,2	2,1	1,8
Formação Bruta de Capital Fixo	4,1	-2,4	-0,6
Exportação	4,5	2,3	2,5
Importação	6,8	0,6	0,7

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Revisão da projeção para 2014

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2014, incorporando as estatísticas divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o primeiro trimestre do ano e informações disponíveis para o trimestre em curso, foi revisada de 2,0%, no Relatório anterior, para 1,6%.

A produção agropecuária, considerados os efeitos da estiagem registrada no início do ano, deverá crescer 2,8% (estimativa anterior de 3,5%). A projeção para o desempenho da indústria passou de 1,5% para -0,4%, reflexo, em especial, de revisão nas estimativas de crescimento da produção da indústria de transformação (de 0,5% para -1,9%) e da construção civil (de 1,1% para -2,2%). O crescimento do setor de serviços para 2014 está projetado em 2,0% (2,2% na estimativa anterior), reflexo em parte da redução de 0,5 p.p. nas estimativas de crescimento do comércio e de outros serviços.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, a projeção para a variação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) passou de 1% para -2,4%. Essa alteração considerou o recuo da FBCF observado no primeiro trimestre e, no que se refere a este e próximos trimestres, a evolução de indicadores coincidentes e antecedentes.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, as projeções para os aumentos de exportações e importações de bens e serviços foram revistas, na ordem, de 1,3% para 2,3%, e de 0,9% para 0,6%. As mudanças levam em conta a reavaliação das perspectivas de crescimento de importantes parceiros comerciais; impactos da depreciação cambial; e revisão da estimativa de crescimento da economia brasileira.

Nesse contexto, a contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2014 foi estimada em 1,4 p.p. e a do setor externo, em 0,2 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

Em quatro trimestres até março de 2015, estima-se crescimento de 1,8% para o PIB (2,5% no intervalo correspondente de 2014).

A produção agropecuária deverá aumentar 2,9%, na mesma base de comparação (4,8% no período de quatro trimestres finalizado em março de 2014).

Projeta-se crescimento da produção industrial de 0,1% (2,1% no intervalo de quatro trimestres terminado em março de 2014). Note-se que a produção da indústria extrativa mineral deverá crescer 5,1% no período (0,6% nos quatro trimestres até março de 2014), em parte, reflexo do aumento da extração de petróleo.

A projeção para o crescimento do setor terciário está em 2,1% (2,2% no período de quatro trimestres finalizado em março de 2014), com ampliação de 1,4% da atividade no comércio (3,0% em março de 2014) e de 1,0% no segmento de transportes (3,8% em março de 2014).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projetam-se variações respectivas de 1,9%, 1,8% e -0,6% para o consumo das famílias, o consumo do governo e para a FBCF (2,5%, 2,2% e 4,1%, respectivamente, em quatro trimestres até março de 2014). As exportações e as importações de bens e serviços devem crescer, na ordem, 2,5% e 0,7% (4,5% e 6,8% em quatro trimestres até março de 2014).

Nesse contexto, as contribuições da demanda interna e do setor externo para o crescimento do PIB alcançam, respectivamente, 1,6 p.p. e 0,2 p.p.

A variação dos índices gerais de preços – em cenário de, consideradas médias trimestrais, aceleração de preços agropecuários e recuo de preços industriais – manteve-se, no trimestre encerrado em maio, no mesmo patamar do trimestre anterior. Ressalte-se a trajetória de declínio da variação mensal dos preços agropecuários, que atingiu 5,58% em março, 1,30% em abril e -2,46% em maio. Os índices de preços ao consumidor desaceleraram no período, destacando-se o impacto do esgotamento dos efeitos sazonais dos custos de educação. A variação acumulada em doze meses da inflação ao consumidor aumentou no trimestre.

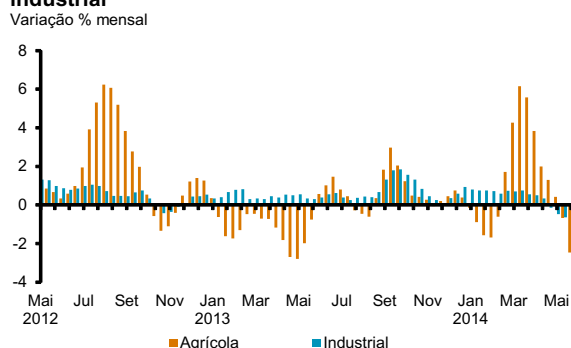
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,40	0,85	1,48	0,45	-0,45
IPA	0,12	1,00	1,91	0,27	-1,21
IPC-Br	0,99	0,66	0,85	0,77	0,52
INCC	0,88	0,33	0,28	0,88	2,05

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), divulgado pela FGV, variou 1,48% no trimestre encerrado em maio (1,95% no finalizado em fevereiro). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 1,91% para 0,94%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,36% para 2,16%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,31% para 3,24%.

A evolução do IPA no trimestre refletiu a redução, de 2,43% para -0,30%, na variação dos preços dos produtos industriais, com destaque para o recuo de 11,83% no preço do minério de ferro; e a aceleração, de 0,51% para 4,33%, dos preços agropecuários, ressaltando-se as elevações nos preços da batata-inglesa (46,01%) e do leite *in natura* (10,46%). Considerados períodos de doze meses, os preços industriais aumentaram 6,73% em maio (8,41% em fevereiro) e os agropecuários, 9,32% (0,47% em fevereiro).

A menor variação trimestral do IPC refletiu, em grande parte, a moderação, de 5,25% para 0,94%, na alta dos preços no grupo educação, leitura e recreação. Por sua vez, os preços no grupo alimentação aceleraram, de 2,70% para 3,57%. Já a maior variação do INCC deveu-se tanto a aceleração de preços nos itens materiais e serviços, de 1,38% para 1,92%, quanto nos custos de mão-de-obra, de 1,25% para 4,45%.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 7,26% em maio (6,30% em fevereiro e 6,20% em maio de 2013).

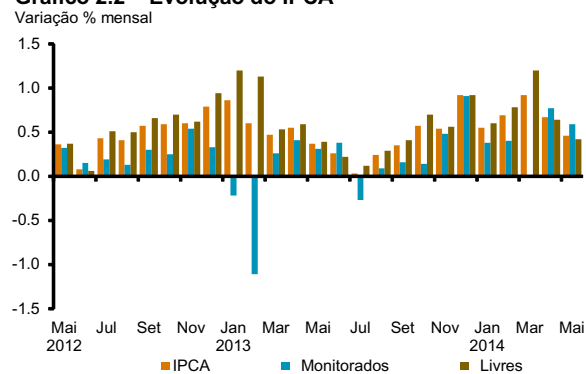
2.2 Índices de preços ao consumidor

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	0,55	0,69	0,92	0,67	0,46
Livres	0,60	0,78	1,20	0,64	0,42
Comercializáveis	0,67	0,26	0,80	0,67	0,72
Não comercializáveis	0,54	1,23	1,54	0,62	0,17
Serviços	0,47	1,24	1,09	0,44	0,30
Monitorados	0,38	0,40	-0,02	0,77	0,59

Fontes: IBGE e Banco Central

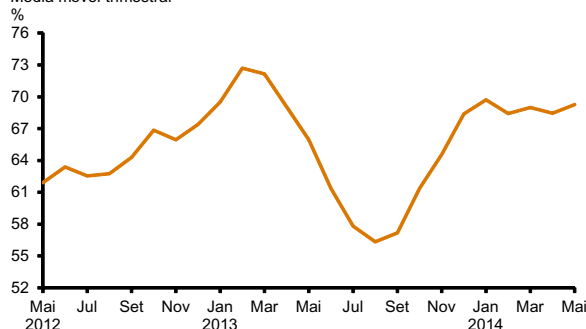
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



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

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 2,06% no trimestre encerrado em maio (2,18% no terminado em fevereiro), resultado de desacelerações dos preços livres (2,32% para 2,28%) e dos monitorados (1,70% para 1,34%). A evolução dos preços livres decorreu de menor variação (2,34% ante 2,93%) dos preços dos itens não comercializáveis, destacando-se o fim da pressão sazonal do item cursos regulares; e de maior variação (2,21% ante 1,62%) dos preços dos itens comercializáveis, ressaltando-se os aumentos na inflação de vestuário e leites e derivados.

Os preços dos serviços aumentaram 1,84% no trimestre encerrado em maio (2,90% no finalizado em fevereiro), com destaque para a desaceleração nos itens cursos regulares, alimentação fora do domicílio e excursão. Considerados períodos de doze meses, os preços de serviços cresceram 8,70% em maio (8,20% em fevereiro).

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,37% em maio (5,68% em fevereiro), resultado de acelerações dos preços livres, de 6,28% para 7,07%, e dos monitorados, de 3,71% para 4,08%. O índice de difusão do IPCA atingiu 69,26% no trimestre encerrado em maio (68,41% no finalizado em fevereiro e 65,93% em igual período de 2013).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,34% no trimestre finalizado em maio (1,70% no terminado em fevereiro), evolução associada, em especial, ao final do impacto do reajuste no preço da gasolina, em dezembro. Em oposição, ocorreram reajustes mais expressivos nos preços dos itens produtos farmacêuticos e tarifas de energia elétrica residencial.

2.4 Núcleos

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

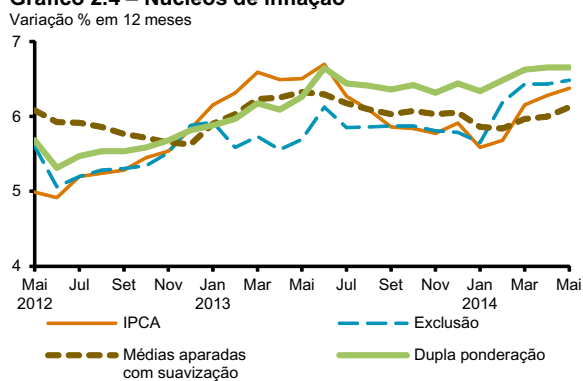


Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2014					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	0,55	0,69	0,92	0,67	0,46	3,33
Livres	77,29	0,60	0,78	1,20	0,64	0,42	3,69
Monitorados	22,71	0,38	0,40	-0,02	0,77	0,59	2,14
Principais itens							
Gás encanado	0,07	-0,78	-0,03	0,59	0,05	0,00	-0,17
Ônibus urbano	2,49	0,00	1,29	0,60	0,24	0,72	2,88
Água e esgoto	1,52	0,33	0,37	0,49	0,76	-5,25	-3,39
Plano de saúde	3,18	0,72	0,72	0,73	0,73	0,73	3,68
Gasolina	3,85	0,60	0,04	0,67	0,43	-0,35	1,39
Pedágio	0,11	-1,07	0,06	0,00	0,00	0,00	-1,01
Remédios	3,37	0,39	0,19	-0,08	1,84	1,47	3,85
Energia elétrica	2,63	-0,27	0,63	-0,87	1,62	3,71	4,85
Gás veicular	0,11	1,13	-0,26	0,88	0,89	0,95	3,64
Gás de bujão	1,09	0,13	0,16	0,01	0,22	0,16	0,68
Óleo diesel	0,14	0,91	0,59	0,10	0,14	0,41	2,17

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,55	0,69	0,92	0,67	0,46
Exclusão ^{1/}	0,52	0,92	0,88	0,41	0,42
Exclusão ^{2/}	0,50	0,79	0,58	0,52	0,54
Médias aparadas com suavização	0,55	0,51	0,59	0,56	0,64
Médias aparadas sem suavização	0,54	0,57	0,70	0,50	0,58
Dupla ponderação	0,55	0,69	0,59	0,56	0,50
IPC-Br (cheio)	0,99	0,66	0,85	0,77	0,52
Médias aparadas	0,63	0,52	0,55	0,62	0,49

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).

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 1,65% no trimestre encerrado em maio (2,04% no finalizado em fevereiro). Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 6,48% em maio (6,19% em fevereiro).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,72% no período considerado (2,42% no trimestre terminado em fevereiro). O indicador acumulou expansão de 7,24% no intervalo de doze meses encerrado em maio (6,74% em fevereiro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização cresceu 1,80% no trimestre finalizado em maio (1,65% no encerrado em fevereiro). A variação em doze meses do indicador atingiu 6,12% em maio (5,84% em fevereiro).

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização variou 1,79% no trimestre finalizado em maio (1,84% no trimestre anterior). Considerados intervalos de doze meses, o indicador aumentou 6,10% em maio (5,64% em fevereiro).

O núcleo de dupla ponderação aumentou 1,66% no trimestre finalizado em maio (2,04% no encerrado em fevereiro). O indicador acumulou variação de 6,65% no período de doze meses finalizado em maio (6,48% em fevereiro).

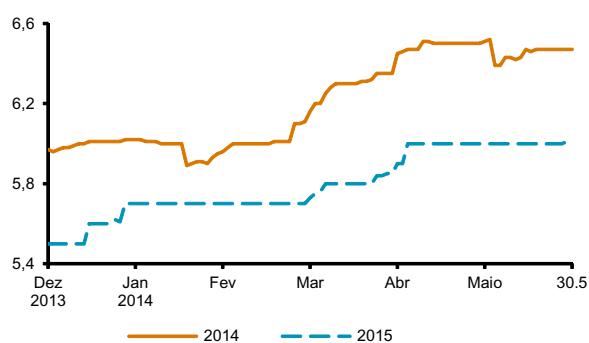
O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,67% no trimestre finalizado em maio (1,52% no terminado em fevereiro). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 5,46% em maio (5,17% em fevereiro).

2.5 Expectativas de mercado

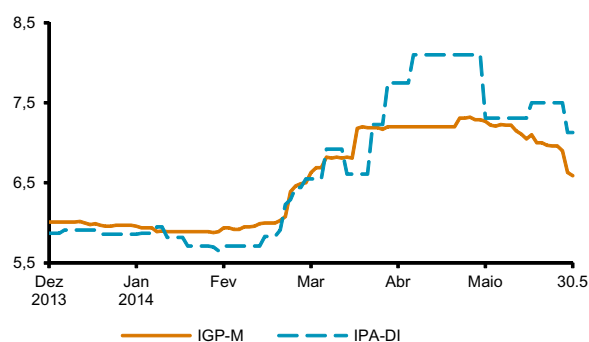
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 29 de maio, as medianas das projeções para as variações anuais do IPCA em 2014 e 2015 atingiram 6,47% e 6,01%, respectivamente (6,31% e 5,80% ao final de março). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 6,01% (6,10% em 31 de março).

Gráfico 2.5 – IPCA

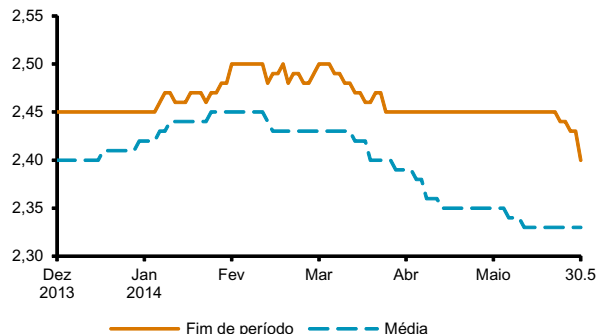
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	31.12.2013		31.3.2014		30.5.2014	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Em percentual						
IPCA	6,0	5,5	6,3	5,8	6,5	6,0
IGP-M	6,0	5,4	7,2	5,5	6,6	5,5
IPA-DI	5,9	5,4	6,6	5,6	7,1	5,8
Preços administrados	4,0	5,0	4,4	5,5	5,0	6,6
Selic (fim de período)	10,50	11,25	11,25	12,00	11,00	12,00
Selic (média do período)	10,47	10,78	11,06	11,96	10,91	12,00
PIB	2,0	2,5	1,7	2,0	1,5	1,9
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,45	2,45	2,46	2,55	2,40	2,50
Câmbio (média do período)	2,40	2,40	2,40	2,49	2,33	2,47

A mediana da expectativa de variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2014 passou de 7,20%, ao final de março, para 6,63%, em 29 de maio, e a referente ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) do mesmo ano passou de 6,61% para 7,13%. No mesmo período, a mediana das estimativas para a variação do IGP-M em 2015 manteve-se em 5,5%, e a referente ao IPA-DI passou de 5,55% para 5,75%.

As medianas das expectativas para os aumentos dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2014 e em 2015 atingiram, na ordem, 5,00% e 6,55%, em 29 de maio (4,40% e 5,50%, respectivamente, em 31 de março).

As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2014 e de 2015 atingiram R\$2,43/US\$ e R\$2,51/US\$, respectivamente, em 29 de maio (R\$2,46/US\$ e R\$2,55/US\$ ao final de março). As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2014 e de 2015 situaram-se em R\$2,33/US\$ e R\$2,47/US\$, respectivamente (R\$2,40/US\$ e R\$2,49/US\$ ao final de março).

2.6 Conclusão

A inflação ao consumidor recuou no trimestre encerrado em maio. Nesse contexto, cabe destacar o esgotamento de pressões sazonais do grupo educação, parcialmente mitigado pelas pressões provenientes dos preços de alimentos. Prospectivamente, o recente arrefecimento dos preços de produtos agrícolas no atacado deverá repercutir sobre os preços da alimentação ao consumidor nos próximos meses, que também devem ser impactados pelos efeitos defasados das ações de política monetária recentemente implementadas. Não obstante isso, a inflação ao consumidor em doze meses tende a aumentar no curto prazo, refletindo o efeito base, ou seja, a eliminação de reduzidas taxas mensais registradas em meados de 2013.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2014				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	2 732,0	2 759,5	2 777,2	2 803,9	2,6	12,7
Pessoas jurídicas	1 460,6	1 477,2	1 483,1	1 493,3	2,2	11,1
Recursos livres	745,2	752,6	751,2	756,7	1,5	5,6
Direcionados	715,4	724,6	732,0	736,6	3,0	17,3
Pessoas físicas	1 271,4	1 282,3	1 294,1	1 310,6	3,1	14,7
Recursos livres	747,5	750,2	751,8	756,3	1,2	5,8
Direcionados	523,9	532,1	542,3	554,3	5,8	29,5

Participação %:

Total/PIB	55,7	56,0	56,0	56,1
Pes. jurídicas/PIB	29,8	30,0	29,9	29,9
Pessoas físicas/PIB	25,9	26,0	26,1	26,2
Recursos livres/PIB	30,4	30,5	30,4	30,2
R. direcionados/PIB	25,3	25,5	25,6	25,9

3.1 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro

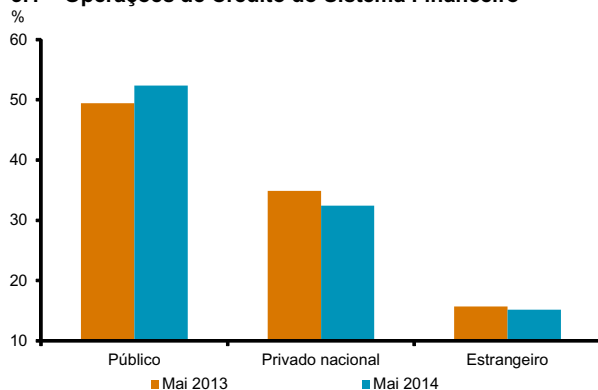
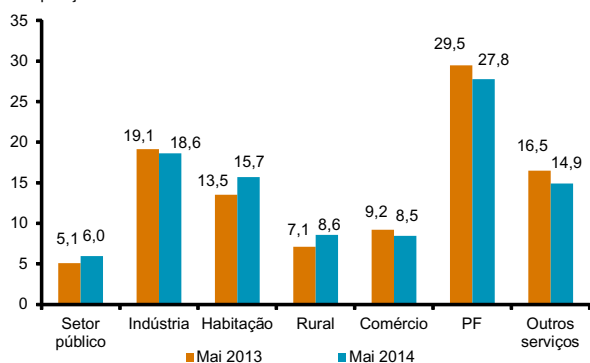


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo



A carteira total de crédito do sistema financeiro cresceu em ritmo moderado no trimestre encerrado em maio relativamente ao finalizado em fevereiro, com maior participação de operações com recursos direcionados. A evolução trimestral dos empréstimos foi sustentada, no segmento de recursos livres, pelas operações contratadas com pessoas jurídicas, e no segmento de crédito direcionado, pela operações contratadas com famílias, especialmente nas modalidades crédito imobiliário e rural. As taxas de juros elevaram-se no trimestre, em especial nas operações com recursos livres destinadas a pessoas físicas. A inadimplência aumentou 0,1 p.p. no trimestre.

3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, totalizaram R\$2.804 bilhões em maio, elevando-se 2,6% no trimestre e 12,7% em doze meses (variações respectivas de 3,1% e 14,6% em fevereiro). A relação crédito/PIB atingiu 56,1% em maio (55,7% em fevereiro e 54,5% em maio de 2013), destacando-se que a evolução trimestral decorreu de crescimentos de 3,1% no segmento de pessoas físicas e de 2,2% no de pessoas jurídicas.

As carteiras dos bancos públicos e das instituições privadas nacionais e estrangeiras cresceram, na ordem, 3,8%, 0,8% e 2,5% no trimestre, representando 52,4%, 32,5% e 15,1% do estoque de crédito do sistema financeiro em maio (49,4%, 34,9% e 15,7%, respectivamente, em maio de 2013). O aumento da representatividade da carteira dos bancos públicos refletiu, em parte, o dinamismo das modalidades créditos rural e imobiliário.

O saldo do crédito com recursos livres totalizou R\$1.513 bilhões em maio (54% do crédito total, ante 57,5% em maio de 2013), elevando-se 1,4% no trimestre e 5,7% em doze meses. As operações contratadas no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$757 bilhões (variação trimestral de

Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

Discriminação	2014				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3	12
meses meses						
Recursos livres	747,5	750,2	751,8	756,3	1,2	5,8
Crédito pessoal	327,1	329,9	332,9	336,8	3,0	11,8
Do qual: consignado	227,6	229,6	232,0	235,0	3,3	13,9
Aquisição de veículos	191,8	190,0	189,0	188,1	-2,0	-2,7
Cartão de crédito	139,7	141,6	141,3	143,6	2,8	13,3
Cheque especial	20,1	21,3	21,7	21,4	6,6	1,2
Demais	68,8	67,5	66,9	66,5	-3,4	-8,3
Recursos direcionados	523,9	532,1	542,3	554,3	5,8	29,5
BNDES	39,1	39,3	39,6	39,3	0,4	19,6
Imobiliário	354,6	360,8	367,6	376,5	6,2	30,0
Rural	118	120	123	127	7,4	30,4
Demais	12,4	12,1	12,2	12,0	-3,4	39,8

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

Discriminação	2014				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3	12
meses meses						
Recursos livres	745,2	752,6	751,2	756,7	1,5	5,6
Capital de giro	383,6	382,0	385,6	388,5	1,3	4,2
Conta garantida	43,2	43,4	43,0	42,5	-1,8	-1,0
ACC	44,0	45,4	47,0	48,9	11,1	4,9
Financ. a exportações	51,5	52,2	52,6	54,0	4,9	22,9
Demais	222,8	229,6	223,1	222,8	0,0	5,9
Recursos direcionados	715,4	724,5	731,9	736,6	3,0	17,3
BNDES	522,9	526,8	530,7	531,4	1,6	12,6
Imobiliário	57,3	60,4	61,7	63,6	11,0	36,9
Rural	68,7	70,6	71,1	71,8	4,6	45,5
Demais	66,5	66,8	68,3	69,8	4,9	16,1

1,5%), destacando-se as modalidades adiantamentos sobre contratos de câmbio, capital de giro com prazo superior a 365 dias e desconto de duplicatas. No segmento de pessoas físicas, o saldo do crédito totalizou R\$756 bilhões (crescimento trimestral de 1,2%), com expansão do crédito consignado e retração na carteira de financiamentos de veículos.

O estoque de operações com recursos direcionados alcançou R\$1.291 bilhões em maio, elevando-se 4,2% em relação a fevereiro e 22,3% em doze meses. A evolução trimestral decorreu de aumentos respectivos de 3,0% e 5,8% nas carteiras das pessoas jurídicas e das pessoas físicas, no caso da última, com expansões acentuadas nas modalidades financiamentos imobiliários (6,2%) e rurais (7,4%). No segmento de pessoas jurídicas, o saldo dos financiamentos com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (72,1% da carteira), cresceu 1,6% no trimestre. As concessões do BNDES ao setor produtivo – que não incluem os desembolsos do BNDES Participações S. A. (BNDESpar) – totalizaram R\$35,6 bilhões no trimestre encerrado em maio (variações de -32,6% no trimestre e 2,1% em doze meses).

Consideradas operações com recursos livres e direcionados, os empréstimos ao setor privado cresceram 2,4% no trimestre encerrado em maio, para R\$2.636 bilhões, com destaque para a expansão de 6,8% (30,9% em doze meses) dos financiamentos imobiliários, que atingiram R\$440 bilhões (8,8% do PIB, ante 7,4% em maio de 2013). Os desembolsos dessa modalidade somaram R\$41,9 bilhões no trimestre, expansão de 7,7% na comparação com igual período do ano anterior. Note-se que os contratos com taxas reguladas pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço representaram 79,5% dessas concessões, e as contratações com taxas de mercado, 20,5% (16,8% em igual período de 2013).

O estoque de empréstimos para o setor rural atingiu R\$236 bilhões, com o aumento trimestral de 5,5% refletindo expansões de 4,7% nos créditos para investimentos (55% da carteira) e de 6,0% nos destinados ao custeio agrícola. As contratações da indústria cresceram 1,7% no trimestre, destacando-se as operações com os setores de energia, agronegócios e construção e as do comércio e do segmento outros serviços aumentaram 0,4% e 0,8%, respectivamente.

A dívida bancária do setor público totalizou R\$168 bilhões em maio. O aumento trimestral de 6,1% decorreu

de variações de 9,7% na esfera dos estados e municípios (destaque para transporte e saneamento) e de 2,3% na do governo federal (petróleo e gás). Ressalte-se que a capacidade de endividamento bancário de estados e municípios foi ampliada, no âmbito do PAC, pelas Resoluções 4.333 e 4334, de 26 de maio de 2014, que autorizaram, na ordem, o aumento da oferta de recursos em R\$3,5 bilhões para projetos de saneamento ambiental, e a ampliação da disponibilidade de crédito em R\$2 bilhões para obras de mobilidade urbana.

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

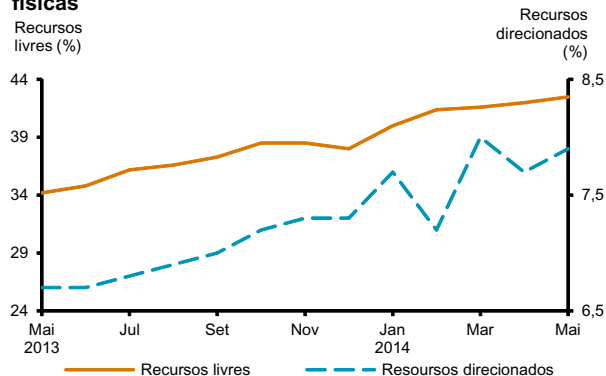


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

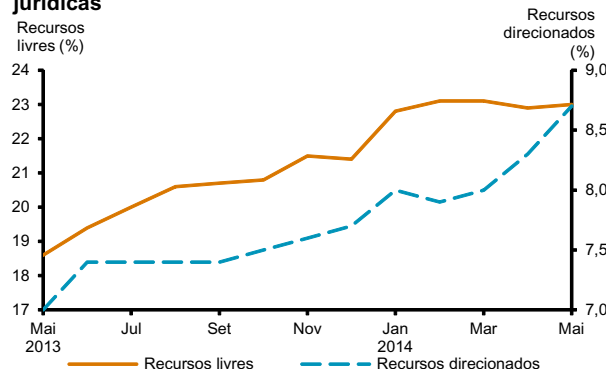
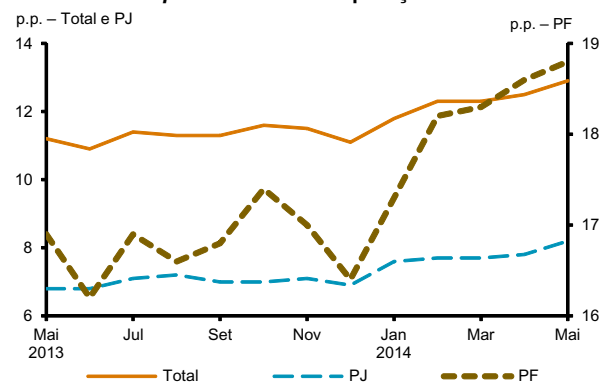


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito



Taxas de juros e inadimplência

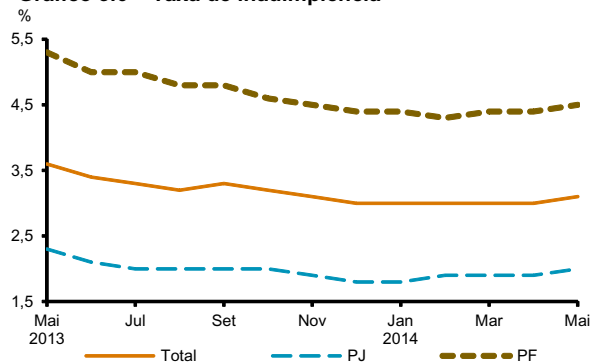
A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 21,4% a.a. em maio (21% a.a. em fevereiro e 18,1% a.a. em maio de 2013). O aumento trimestral de 0,4 p.p. refletiu elevações respectivas de 0,4 p.p. e 0,8 p.p. nas taxas praticadas nos segmentos de crédito com recursos livres e com recursos direcionados, que situaram-se, na ordem, em 32% a.a. e 8,4% a.a., em maio.

A taxa atingiu 27,9% a.a. no segmento de pessoas físicas (aumentos de 0,5 p.p. no trimestre e 3,9 p.p. em doze meses). A evolução trimestral decorreu da elevação de 1,1 p.p., para 42,5% a.a., na taxa média das contratações com recursos livres, com destaque para as altas nas modalidades cheque especial (11,9 p.p.) e crédito pessoal não consignado (2,2 p.p.), e do aumento de 0,7 p.p., para 7,9% a.a., no custo das contratações com recursos direcionados.

A taxa média de juros situou-se em 16,3% a.a. no segmento de pessoas jurídicas, elevando-se 0,3 p.p. no trimestre e 2,8 p.p. em doze meses. A evolução trimestral refletiu queda de 0,1 p.p., para 23%, na taxa das contratações com recursos livres e aumento de 0,8 p.p., para 8,7%, na relativa às operações com recursos direcionados.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro totalizou 12,9 p.p. em maio, elevando-se 0,6 p.p. no trimestre e 1,7 p.p. em doze meses. O *spread* atingiu 18,8 p.p. no segmento de pessoas físicas (crescimentos de 0,6 p.p. no trimestre e 1,9 p.p. em doze meses) e 8,2 p.p. no de pessoas jurídicas (variações respectivas de 0,5 p.p. e 1,4 p.p.). O *spread* situou-se em 20,7 p.p. nas contratações com recursos livres e em 3,3 p.p. nas efetivadas com recursos direcionados.

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

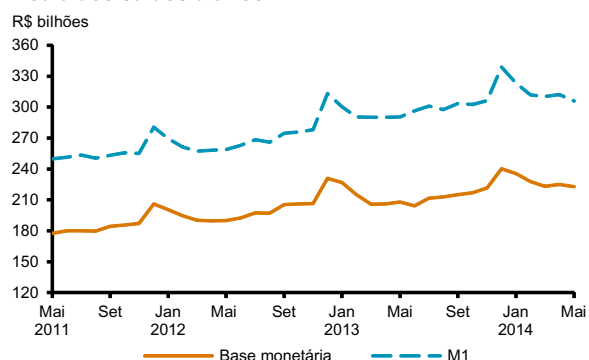


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados

Variação percentual em 12 meses

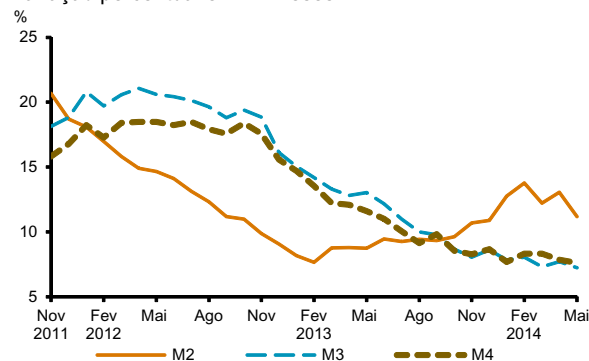
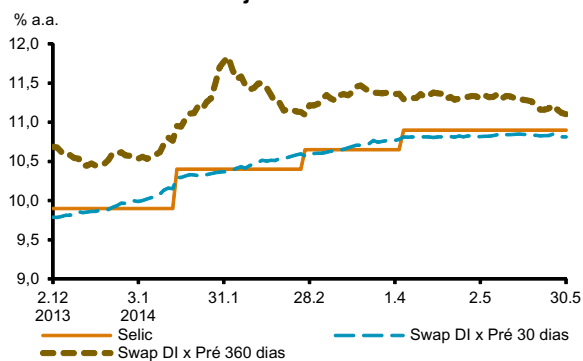


Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,1% em maio (aumento de 0,1 p.p. no trimestre e redução de 0,5 p.p. em relação a maio de 2013). O indicador situou-se em 4,5% no segmento de pessoas físicas (crescimento de 0,2 p.p. no trimestre e recuo de 0,8 p.p. em doze meses) e em 2% no de pessoas jurídicas (variações respectivas de 0,1 p.p. e -0,3 p.p.). A inadimplência atingiu 5% nas operações com recursos livres (aumento de 0,2 no trimestre e recuo de 0,5 p.p. em doze meses) e 1,1% nas contratações com recursos direcionados (variações de 0,1 p.p. no trimestre e de -0,1 p.p. em doze meses).

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) totalizou R\$306,1 bilhões em maio, recuando 1,8% no trimestre e elevando-se 5,3% em doze meses. A base monetária somou R\$222,9 bilhões, variando -2,2% e 7,2%, respectivamente, nos mesmos períodos.

Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R\$214,8 bilhões em maio. O recuo trimestral de 4,4% refletiu o impacto expansionista de R\$12,8 bilhões das operações com títulos públicos federais e os impactos contracionistas das operações do Tesouro Nacional (R\$12,3 bilhões) e dos ajustes nas operações com derivativos (R\$12,4 bilhões).

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$2 trilhões em maio, aumentando 1% no trimestre e 11,2% em doze meses, ressaltando-se que a evolução interanual refletiu crescimentos de 10,1% no estoque de títulos privados e de 17,5% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,9 trilhões (aumentos respectivos de 2,4% e 7,2%) e o M4, R\$4,6 trilhões (expansões de 1,9% no trimestre e de 7,6% em doze meses).

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Após registrarem volatilidade no início do trimestre encerrado em maio, as taxas de juros futuros mostraram relativa estabilidade em todos os vértices desde então. As taxas dos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias e de 360 dias encerraram maio em 10,8% a.a. e 11,1% a.a.,

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

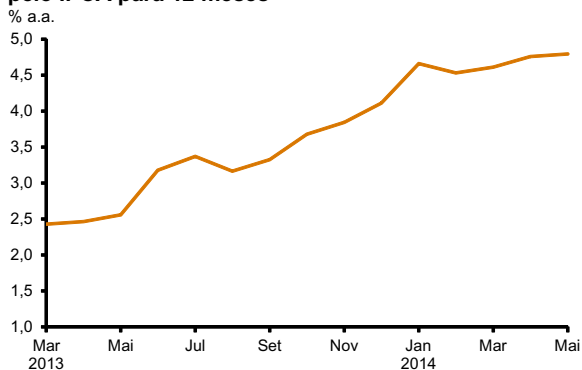
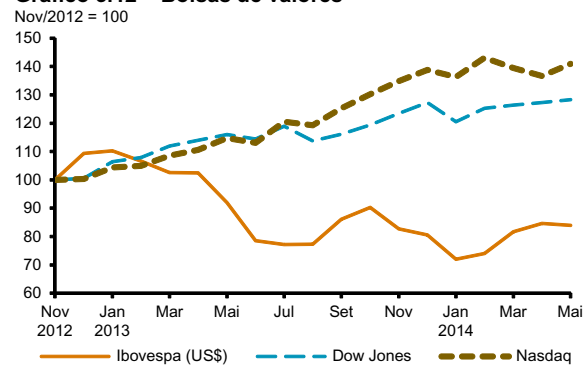


Gráfico 3.11 – Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

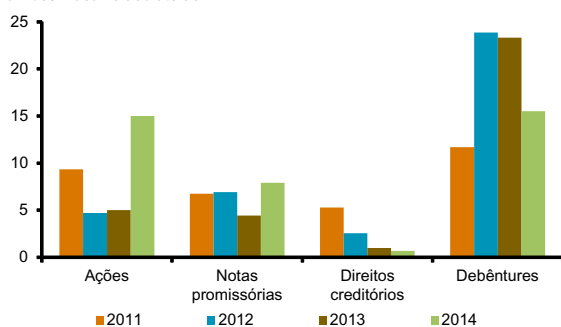
Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – acumulado até abril



Fonte: CVM

respectivamente, variando, na ordem, 24 p.b. e -11 p.b. no trimestre.

As expectativas de aumentos da taxa Selic e da inflação arrefeceu ao longo do trimestre iniciado em março. Nesse contexto, a taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelas expectativas de variação do IPCA, encerrou maio em 4,8% a.a. (4,5% a.a. ao final de fevereiro).

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) encerrou maio em 51.239 pontos (47.094 pontos ao final de fevereiro). A média diária do volume transacionado e o valor de mercado das empresas listadas no índice cresceram, na ordem, 7,7% e 6,3% no trimestre. Avaliado em dólares, o Ibovespa valorizou 13,4% no período.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$39,1 bilhões de janeiro a abril de 2014 (R\$33,8 bilhões em igual período de 2013).

3.3 Política fiscal

O Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) para o exercício de 2015 foi encaminhado ao Congresso Nacional em abril. O PLDO define metas de *superavit* primário de 2,0% do PIB para o Governo Central (permite descontar até 0,5% do PIB relativos a despesas do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC) e de 0,5% do PIB para os governos regionais. Admite-se a possibilidade de elevação da meta, caso a taxa de crescimento real do PIB supere a estimativa de 3,0% definida no PLDO. O Projeto também estabelece a compensação, pelo Governo Central, de eventual frustração da estimativa de resultado primário para os estados e municípios.

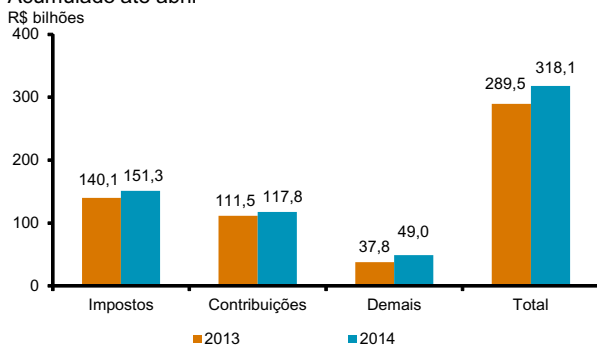
Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2012		2013		2014 - Abr	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-86,1	-2,0	-75,3	-1,6	-77,4	-1,6
Governos regionais	-21,5	-0,5	-16,3	-0,3	-15,9	-0,3
Empresas estatais	2,6	0,1	0,3	0,0	0,5	0,0
Total	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-92,8	-1,9

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até abril



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-abril

Discriminação	2013		2014	
	R\$	% do	R\$	% do
	milhões	PIB	milhões	PIB
Total	172 803	11,5	197 235	12,1
Pessoal e encargos sociais	64 331	4,3	68 642	4,2
Custeio e capital	107 824	7,1	127 611	7,8
FAT	11 799	0,8	13 276	0,8
Subsídio e subvenções	4 569	0,3	3 394	0,2
Loas/RMV	11 247	0,7	11 844	0,7
Investimento	22 959	1,5	27 354	1,7
Outras	57 250	3,8	71 743	4,4
Transferências ao Bacen	648	0,0	981	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-abril

Discriminação	R\$ bilhões		
	2013	2014	Var. %
Arrecadação bruta	103,1	115,4	11,9
Restituição/devolução	-0,2	-0,4	139,1
Transferência a terceiros	-11,7	-13,3	13,4
Arrecadação líquida	91,3	101,7	11,4
Benefícios previdenciários	112,1	116,5	3,9
Resultado primário	-20,8	-14,8	-29,1
Arrecadação líquida/PIB	6,0%	6,2%	
Benefícios/PIB	7,4%	7,1%	
Resultado primário/PIB	-1,4%	-0,9%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$42,5 bilhões (2,60% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2014, ante 2,72% do PIB no mesmo período do ano anterior, destacando-se a redução de 0,1 p.p. do PIB no resultado dos governos regionais.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$318,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014, elevando-se 9,9% em relação ao mesmo período do ano anterior. Destacaram-se os crescimentos de R\$7,2 bilhões nas receitas de dividendos; de 14,6% no Imposto de Renda Retido na Fonte, influenciado pelo aumento da massa salarial e das aplicações financeiras de renda fixa; e de 10,8% no Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), em função, sobretudo, de maiores recolhimentos vinculados à importação, ao fumo, e à aquisição de automóveis, móveis e linha branca.

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$197,2 bilhões no quadrimestre, aumentando 14,1% em relação a igual período de 2013. Ocorreram aumentos nas despesas de pessoal (6,7%) e de custeio e capital (18,4%) que atingiram R\$68,6 bilhões e R\$127,6 bilhões, respectivamente. Destacaram-se, no âmbito das despesas de custeio e capital, as relacionadas ao PAC, R\$19,9 bilhões; as despesas discricionárias, R\$65 bilhões; e as despesas do Tesouro Nacional com a compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), R\$5,2 bilhões. As despesas com subsídios e subvenções reduziram-se em 25,7% no quadrimestre, para R\$3,4 bilhões.

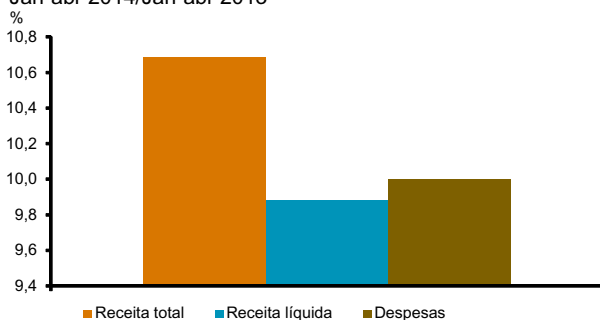
O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$14,8 bilhões no primeiro quadrimestre do ano (29,1% menor do que o observado em igual período de 2013). Houve aumento de 11,4% na arrecadação líquida, refletindo os crescimentos da massa salarial e das compensações do RGPS, e de 3,9% nas despesas com benefícios, em função das elevações de 6,5% no valor médio e de 3,5% na quantidade dos benefícios pagos, bem como da redução no valor dos precatórios desembolsados (de R\$4,3 bilhões para R\$2,1 bilhões).

As receitas totais do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentaram 10,7% e as despesas, 10%, no primeiro quadrimestre de 2014 em relação ao mesmo período do ano anterior, totalizando R\$418,3 bilhões e R\$341,7 bilhões, respectivamente.

As transferências para os governos regionais somaram

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-abr 2014/Jan-abr 2013

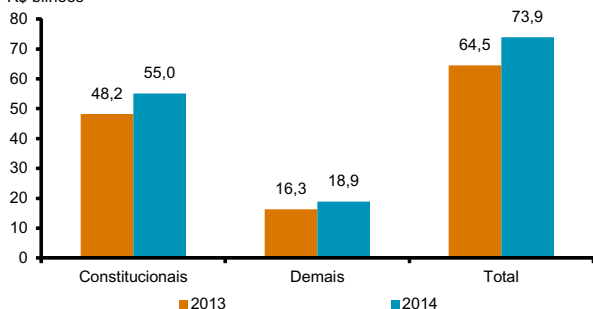


Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios

Acumulado Jan-abr

R\$ bilhões



Fonte: MF/STN

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

% PIB

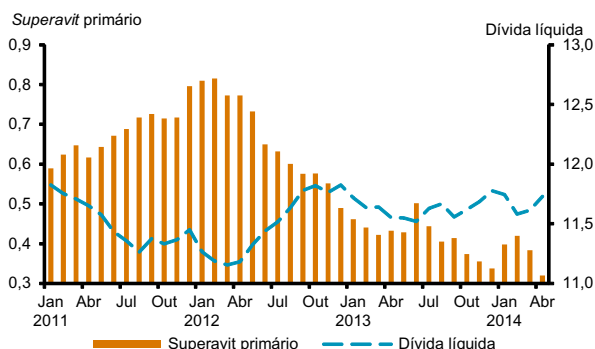
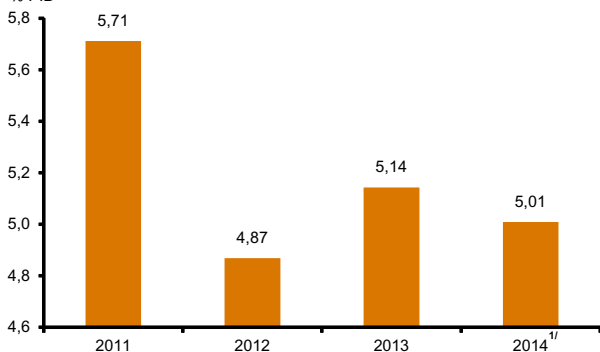


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

% PIB



1/ Acumulado em doze meses até abril.

R\$73,9 bilhões no quadrimestre. A variação de 14,6% em comparação a igual período de 2013 refletiu, em especial, o crescimento das transferências constitucionais, reflexo de aumento na arrecadação de tributos compartilhados (sobretudo do Programa de Recuperação Fiscal – Refis), combinado com auxílios financeiros a estados e municípios, previstos na Medida Provisória nº 629 e na Lei nº 12.859, ambas de 2013.

O *superavit* primário dos estados e municípios atingiu R\$13,5 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014 (0,83% do PIB, ante 0,93% em igual período do ano anterior). As arrecadações do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) atingiram R\$93 bilhões e R\$17,3 bilhões, respectivamente, no primeiro trimestre do ano, elevando-se, na ordem, 10,2% e 9,3% em relação a igual intervalo de 2013.

O *deficit* primário das empresas estatais atingiu R\$0,2 bilhão (0,01% do PIB) no quadrimestre encerrado em abril (R\$0,03 bilhão em igual período de 2013).

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$80,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014 (4,90% do PIB). Houve redução de 0,42 p.p. do PIB, em relação ao mesmo período do ano anterior, reflexo, em parte, do ganho de R\$14,6 bilhões em operações de *swap* cambial, no período (R\$237 milhões no primeiro quadrimestre de 2013).

O resultado nominal do setor público – resultado primário mais juros nominais apropriados – foi deficitário em R\$37,6 bilhões (2,30% do PIB) no quadrimestre encerrado em abril de 2014 (2,60% do PIB no mesmo período de 2013). O *deficit* foi financiado por expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, 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 resgate líquido, com impacto monetário expansionista, de R\$44,3 bilhões no trimestre encerrado em abril, com colocações de R\$127,8 bilhões e resgates de R\$172,2 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$5,4 bilhões, todas com Notas

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2012		2013		Abr 2014 ^{1/}	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	108,9	2,5	157,5	3,3	156,0	3,1
Primário	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-92,8	-1,9
Juros	213,9	4,9	248,9	5,1	248,7	5,0
Fontes	108,9	2,5	157,5	3,3	156,0	3,1
Financiamento interno	131,5	3,0	179,1	3,7	165,7	3,3
Dívida mobiliária	311,4	7,1	113,8	2,4	123,7	2,5
Dívida bancária	-207,7	-4,7	45,7	0,9	25,8	0,5
Outros	27,8	0,6	19,6	0,4	16,2	0,3
Financiamento externo	-22,6	-0,5	-21,6	-0,4	-9,7	-0,2

1/ Acumulado em 12 meses.

Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

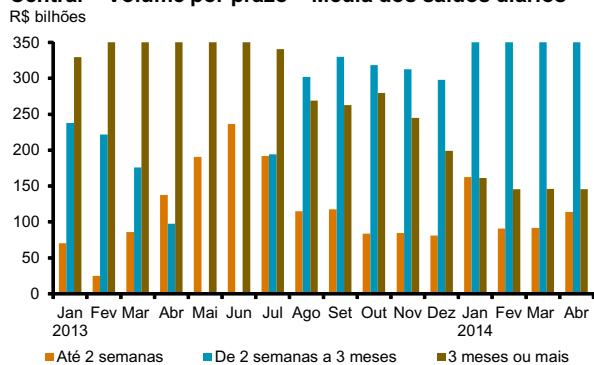
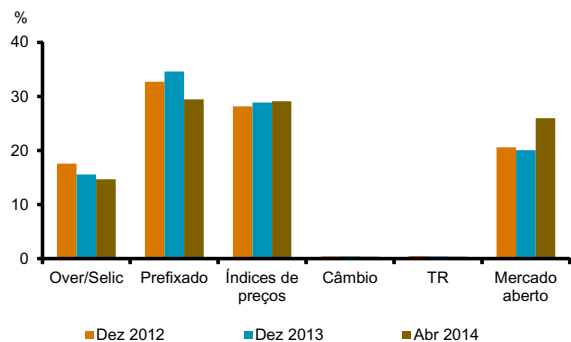
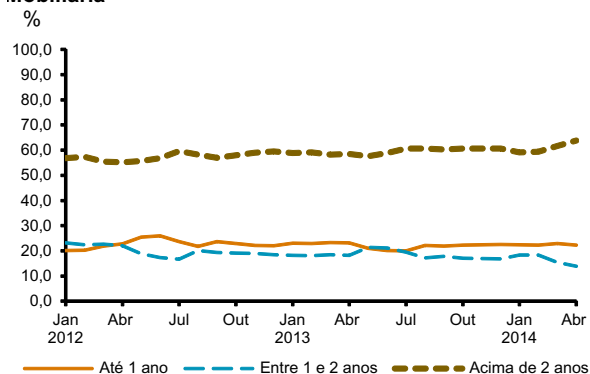


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B). Os resgates antecipados atingiram R\$3,2 bilhões, no mesmo período, sendo 9,3% realizados com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); e 90,7% com Letras do Tesouro Nacional (LTN).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$731,5 bilhões em abril. A expansão de 6,1% em relação à média de janeiro decorreu de reduções nas operações de prazos inferior a duas semanas (de R\$162,6 bilhões para R\$114 bilhões) e de três a sete meses (de R\$161 bilhões para R\$145,4 bilhões), e de elevação, de R\$365,6 bilhões para R\$472,1 bilhões, nas operações de prazo de duas semanas a três meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.959,7 bilhões em abril (39,5% do PIB), recuando 0,63 p.p. do PIB em relação a janeiro e 1,48 p.p. do PIB em doze meses. A contração trimestral refletiu, além do crescimento do PIB nominal, resgates líquidos de R\$46 bilhões no mercado primário; incorporação de R\$56,5 bilhões de juros nominais; e impacto (de R\$0,9 bilhão) da apreciação cambial de 7,8%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados a índices de preços e dos financiamentos do Banco Central por meio de operações no mercado aberto atingiram 29,1% e 26,0%, respectivamente, em abril, elevando-se 0,6 p.p. em relação a janeiro. A representatividade dos títulos prefixados e dos indexados à Selic e ao câmbio atingiram, na ordem, 29,5%, 14,7% e 0,4% (decréscimos respectivos de 0,3 p.p., 0,8 p.p. e 0,1 p.p. em relação a janeiro).

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações compromissadas, apresentava a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 11% do total em 2014; 18,9% em 2015; e 70,1% a partir de janeiro de 2016. Os títulos vencidos em doze meses representavam 22,3% do total da dívida mobiliária em mercado (22,5% em janeiro) e o prazo médio da dívida atingia 51,6 meses (48,8 meses em janeiro).

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$198,7 bilhões em abril. O resultado do trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais

Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

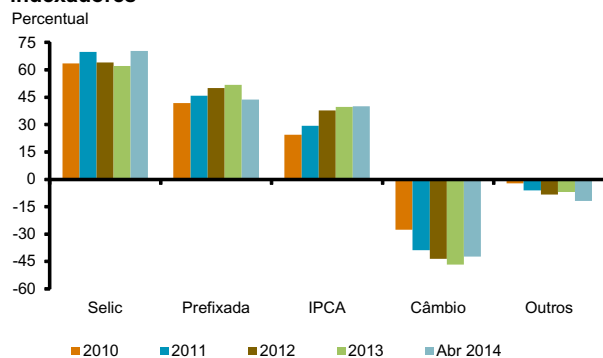
Fatores condicionantes

Discriminação	2012		2013		Abr 2014	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 550 083	35,3	1 626 335	33,6	1 695 978	34,2
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	41 536	-1,1	76 252	-1,7	69 643	0,5
Fatores	41 536	0,9	76 252	1,6	69 643	1,4
NFSP	108 912	2,5	157 550	3,3	37 631	0,8
Primário	-104 951	-2,4	-91 306	-1,9	-42 527	-0,9
Juros	213 863	4,9	248 856	5,1	80 158	1,6
Ajuste cambial	-56 560	-1,3	-95 923	-2,0	33 765	0,7
Dívida interna ^{1/}	-3 171	-0,1	-4 643	-0,1	997	0,0
Dívida externa	-53 389	-1,2	-91 280	-1,9	32 768	0,7
Outros ^{2/}	-5 011	-0,1	17 600	0,4	-1 513	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	-5 805	-0,1	-2 427	-0,1	-240	0,0
Privatizações	0	0,0	-547	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,1		-3,3		-0,9

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$18,5 bilhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.696 bilhões em abril (34,2% do PIB). A elevação de 0,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (1,6 p.p.), da valorização cambial de 5,2% acumulada no ano (0,7 p.p.), do *superavit* primário (-0,9 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-0,9 p.p.).

As maiores alterações na composição da DLSP no primeiro quadrimestre de 2014 ocorreram nas parcelas vinculada à taxa Selic (8,1 p.p.), pré-fixada (-8 p.p.) e credora vinculada ao câmbio (-4,4 p.p.), que representaram, em abril, 70,3%, 43,7% e -42,2%, respectivamente, do total da DLSP.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.865,1 bilhões em abril (57,7% do PIB). O crescimento de 0,9 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu, principalmente, o aumento sazonal no volume das operações compromissadas.

3.4 Conclusão

O desempenho recente do mercado de crédito segue em linha com o ciclo monetário e com a posição cíclica da economia. Destacaram-se, no trimestre encerrado em abril, o crescimento das operações de crédito com recursos direcionados, em especial nas modalidades financiamentos habitacionais e rurais, e a redução, em relação a igual período de 2013, nas taxas de inadimplência.

O *superavit* primário obtido pelo setor público no primeiro quadrimestre de 2014 mostrou-se consistente com a meta de 1,9% do PIB, estabelecida para o ano. Ressalte-se a relevância – considerados eventuais impactos da moderação da atividade econômica sobre as receitas públicas – do contingenciamento das despesas, anunciado na programação orçamentária de 2014, para a continuidade da evolução favorável dos indicadores fiscais no decorrer do ano.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % trimestral anualizada								
	2012			2013				2014	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB									
Estados Unidos	1,2	2,8	0,1	1,1	2,5	4,1	2,6	-1,0	
Área do Euro	-1,1	-0,6	-2,1	-0,8	1,3	0,5	1,0	0,7	
Reino Unido	-1,5	3,1	-0,9	1,4	3,1	3,4	2,7	3,3	
Japão	-2,5	-3,0	0,2	5,3	2,9	1,3	0,3	6,7	
China ^{1/}	8,7	8,2	7,8	6,1	7,4	9,5	7,0	5,7	
Consumo das famílias									
Estados Unidos	1,9	1,7	1,7	2,3	1,8	2,0	3,3	3,1	
Área do Euro	-2,2	-0,4	-2,1	-0,9	0,8	0,5	0,2	0,4	
Reino Unido	1,9	1,2	1,8	3,9	1,1	3,1	1,2	2,6	
Japão	1,6	-1,9	1,8	4,2	2,9	0,9	1,5	9,2	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas									
Estados Unidos	4,5	0,3	9,8	-4,6	4,7	4,8	5,7	-1,6	
Área do Euro ^{2/}	-6,9	-2,3	-5,4	-6,4	0,6	1,9	3,6	1,4	
Reino Unido ^{2/}	-6,0	-10,5	-18,9	3,4	16,8	7,7	7,9	2,2	
Japão	2,1	-5,9	-0,9	-8,4	3,7	3,8	6,6	34,2	
Investimento residencial									
Estados Unidos	5,7	14,1	19,8	12,5	14,2	10,3	-7,9	-5,0	
Área do Euro ^{3/}	-5,3	-3,1	-7,1	-5,7	-1,7	3,9	-1,4	5,0	
Reino Unido	-14,1	-11,4	2,1	-2,0	46,0	-1,0	3,1	8,0	
Japão	13,1	7,5	10,0	7,2	3,2	14,0	18,2	13,0	
Exportações de bens e serviços									
Estados Unidos	3,8	0,4	1,1	-1,3	8,0	3,9	9,5	-6,0	
Área do Euro	3,6	3,1	-2,4	-3,3	9,8	0,2	5,6	1,3	
Reino Unido	-5,3	14,0	-4,5	-3,8	10,3	-7,5	11,6	-4,0	
Japão	-2,1	-15,1	-11,6	18,1	12,1	-2,6	1,8	26,4	
Importações de bens e serviços									
Estados Unidos	2,5	0,5	-3,1	0,6	6,9	2,4	1,5	0,7	
Área do Euro	-0,8	1,2	-4,0	-3,0	6,5	3,8	2,9	3,4	
Reino Unido	4,9	1,9	-0,1	-9,1	9,6	6,1	-1,6	-4,2	
Japão	5,9	-1,4	-7,3	4,6	7,3	10,1	15,5	27,6	
Gastos do Governo									
Estados Unidos	0,3	3,5	-6,5	-4,2	-0,4	0,4	-5,2	-0,8	
Área do Euro ^{4/}	-0,8	-1,0	0,2	0,8	0,1	1,0	-1,4	1,2	
Reino Unido ^{4/}	-6,1	0,9	0,9	-2,1	5,9	2,5	0,1	0,2	
Japão	-3,9	-0,0	1,7	6,1	6,4	6,0	1,8	-1,9	

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 manteve-se em expansão no primeiro trimestre de 2014, destacando-se o maior dinamismo do consumo das famílias nas economias maduras, em particular nos Estados Unidos da América (EUA), Reino Unido e Japão, e o menor ritmo da atividade nas economias emergentes. As variações anuais dos índices de preços aos consumidores seguiram em patamares reduzidos nas principais economias maduras, onde prevaleceram, de modo geral, políticas acomodatórias. Nesse contexto, observou-se, no trimestre encerrado em maio, redução da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais e melhora na precificação de ativos financeiros de economias emergentes.

4.1 Atividade econômica

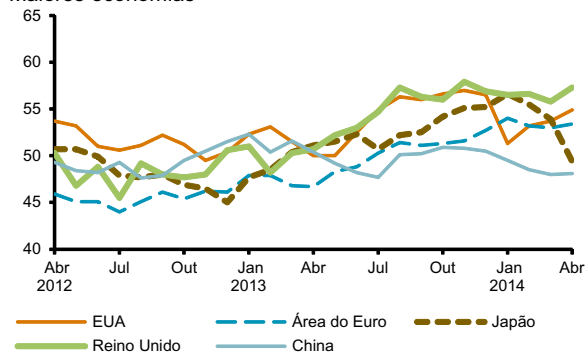
O PIB dos EUA variou, em termos anualizados, -1,0% no primeiro trimestre de 2014 (2,6% no anterior). Esse resultado refletiu, fundamentalmente, a contribuição de -1,0 p.p. do setor externo, com variações de -6,0% nas exportações e 0,7% nas importações. A contribuição nula da demanda interna refletiu, em parte, os impactos do crescimento do consumo das famílias (2,1 p.p.) e da variação dos estoques (-1,6 p.p.). A produção industrial cresceu 0,6% em maio, em relação ao mês anterior, e o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 79,1% (78,9% em abril). O PMI do setor manufatureiro totalizou 55,4 pontos em maio (54,9 pontos em abril).

O *Consumer Sentiment Index*, divulgado pela Universidade de Michigan, recuou 2,2 pontos em maio, para 81,9. Nesse cenário, foram criados 702 mil postos de emprego no trimestre terminado em maio (450 mil naquele encerrado em fevereiro) contribuindo para que a taxa de desemprego recuasse para 6,3% ao final desse período (6,7% em fevereiro).

A variação anualizada dos gastos pessoais com consumo atingiu 3,8% no trimestre encerrado em abril (3,0% no

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

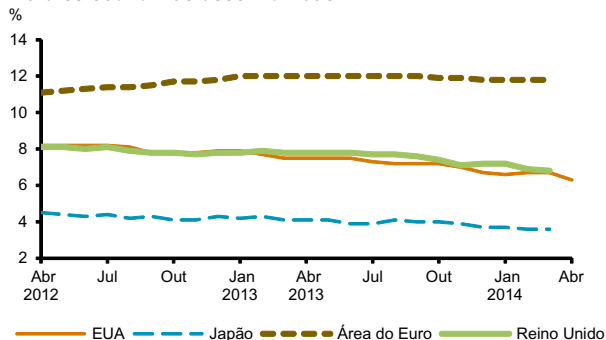
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

finalizado em janeiro) e a da renda pessoal disponível, 2,6%. A taxa de poupança recuou 0,3 p.p., para 3,9% da renda disponível, no período.

Na área do Euro, a taxa de crescimento anualizada do PIB alcançou 0,7% no primeiro trimestre de 2014 (1,0% no último de 2013), com variações de 3,3% na Alemanha, 0,1% na França e -0,5% na Itália. A taxa de desemprego atingiu 11,7% em abril (11,8% em março) e o índice de confiança dos consumidores, em recuperação desde o final de 2012, aumentou 5,6 pontos no trimestre, para -7,1 pontos em maio (maior valor desde outubro de 2007). O PMI composto da região atingiu 53,5 pontos em maio, segundo maior resultado desde maio de 2011.

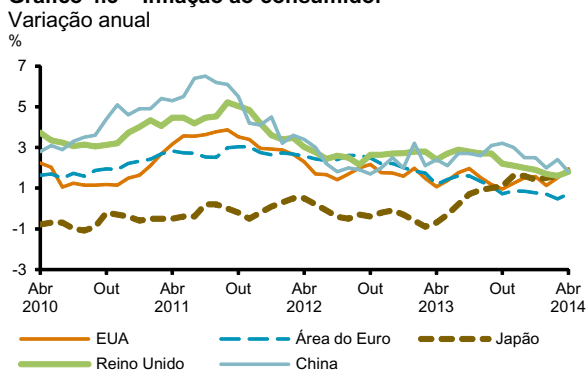
A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 3,3% no primeiro trimestre (2,7% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 3,4% do setor de serviços e de 2,5% da indústria, e, pela ótica da demanda, o avanço de 2,6% do consumo privado. A taxa de desemprego situou-se em 6,6% no trimestre encerrado em abril (6,9% no terminado em fevereiro).

No Japão, o crescimento anualizado do PIB totalizou 6,7% no primeiro trimestre de 2014 (0,3% no anterior). Destacaram-se o crescimento de 9,2% do consumo das famílias, influenciado pela antecipação de gastos face o aumento programado para abril da alíquota do Imposto sobre Valor Agregado (IVA); e a contribuição negativa de 1,1 p.p. do setor externo, resultado de variações de 26,4% das exportações e de 27,6% das importações. A taxa de desemprego estabilizou-se em 3,6% no trimestre encerrado em abril, menor nível desde julho de 2007, e as vendas no varejo e a produção industrial variaram -4,3% e 3,8%, respectivamente, em relação ao mesmo período do ano anterior. O PMI composto atingiu 49,2 pontos em maio (46,3 pontos em abril).

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 5,7% no primeiro trimestre de 2014, ante 7,0% no trimestre anterior. Considerados intervalos de doze meses, o PIB cresceu 7,4% e 7,7%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em maio, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram, na ordem, 1,3%, 1,2% e 0,7%. Considerados intervalos de doze meses, essas mesmas variáveis cresceram 17,0%, 12,5% e 8,5%, respectivamente, em maio. No mesmo mês, o *superavit* da balança comercial somou US\$35,9 bilhões. O PMI composto totalizou 50,2 pontos em maio (49,5 pontos em abril).

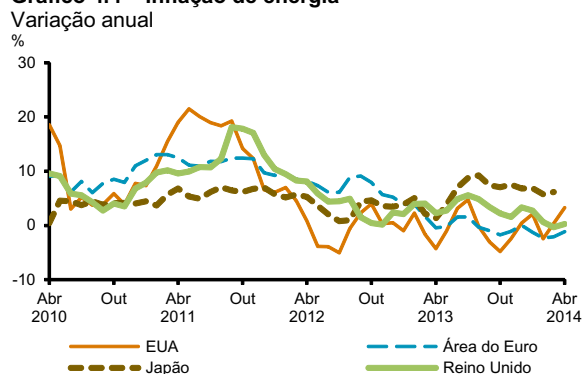
4.2 Política monetária e inflação

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



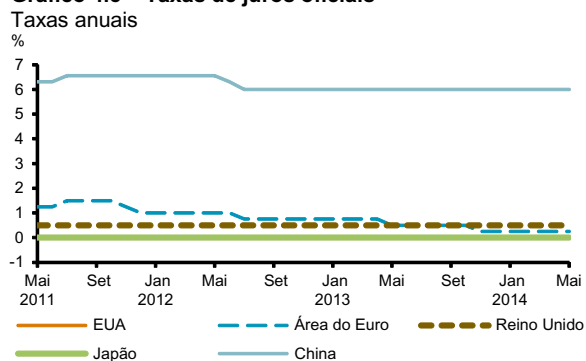
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



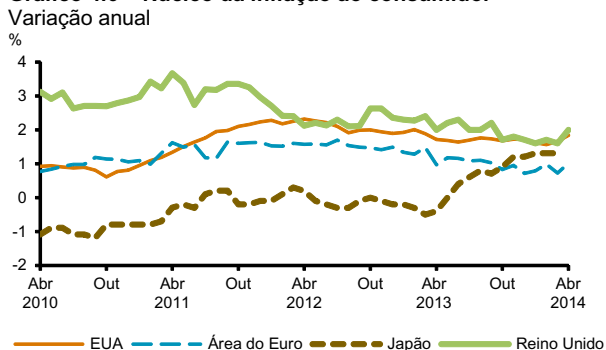
Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

A inflação anual ao consumidor nos EUA atingiu 2,0% em abril (1,6% em janeiro). Esse aumento, em parte, deveu-se às variações dos preços da energia (3,3%) e dos alimentos (1,9%). A variação do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, alcançou 1,8% no período (1,6% em janeiro).

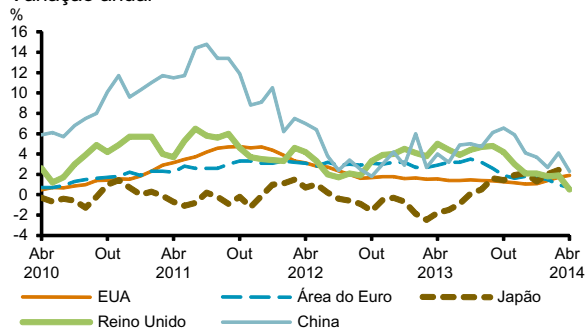
O Comitê de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (FOMC) manteve, na reunião de 30 de abril, a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. Ressalte-se que, a se confirmar o *forward guidance* de março de 2014, esse intervalo, em vigor desde dezembro de 2008, deverá manter-se por tempo considerável, inclusive, após o término do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing* – QE). Cabe notar, contudo, que o *forward guidance* é condicional à projeção para a inflação posicionada abaixo da meta de longo prazo de 2,0%. Dando continuidade ao *tapering* iniciado em janeiro deste ano, a magnitude do QE tem diminuído USD 10 bilhões a cada reunião do FOMC. Especificamente, em maio as compras totalizaram US\$45 bilhões – US\$20 bilhões em títulos de agências lastreados por hipotecas (*agency mortgage-backed securities*) e a US\$25 bilhões em *Treasuries* de longo prazo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,7% em abril (0,8% em janeiro) e a do núcleo do IPCH, que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, situou-se em 1,0% (0,8% em janeiro).

Nesse contexto, o comitê de política monetária do Banco Central Europeu reduziu as taxas anuais das principais operações de refinanciamento (*Main Refinancing Operations* – MRO), de depósito (*Deposit Facility*) e de empréstimo marginal (*Marginal Lending Facility*) em 0,10 p.p., 0,10 p.p. e 0,35 p.p., para as mínimas históricas 0,15%, -0,10% e 0,40%, respectivamente. Adicionalmente, o BCE introduziu as *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), linha de crédito para refinanciamento de empréstimos bancários às famílias e às corporações não-financeiras, no total de € 400 bilhões, com vencimento em setembro de 2018 e remuneradas à MRO mais *spread* de 10 p.b.; reativou, até dezembro de 2016, as *Longer-Term Refinancing Operations* (LTRO), linha de crédito de refinanciamento de prazo de três meses com custo equivalente à taxa média das MRO. Na ocasião, o Banco Central Europeu (BCE) reiterou a expectativa de manutenção das taxas de juros nos níveis atuais por período de tempo prolongado; e a unanimidade dos membros do comitê no sentido de eventualmente utilizar

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Variação anual



Fonte: Thomson

1/ Para a Área do Euro, inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

instrumentos não convencionais de política monetária para conter os riscos implícitos a períodos excessivamente longos de baixa inflação.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 1,8% em abril, ante 1,9% em janeiro. O núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, variou 2,0% no mês (1,6% em janeiro).

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, em reunião realizada no início de junho, a taxa de juros que remunera a reserva dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. (nível em que se encontra desde março de 2009), e o programa de compra de ativos (QE) em £375 bilhões. De acordo com o *forward guidance* de fevereiro de 2014, a trajetória prevista de elevação gradual da *Bank rate* está condicionada à eliminação do hiato do produto no horizonte de dois a três anos, desde que a taxa de inflação se mantenha próxima à meta. Ao final do processo de normalização, prevalece o entendimento de que a taxa oficial de juros tende a situar-se abaixo de 5,0%, nível médio prevalecente antes da crise financeira de 2008. Além disso, o QE deve ser mantido no patamar atual pelo menos até a primeira elevação da *Bank rate*.

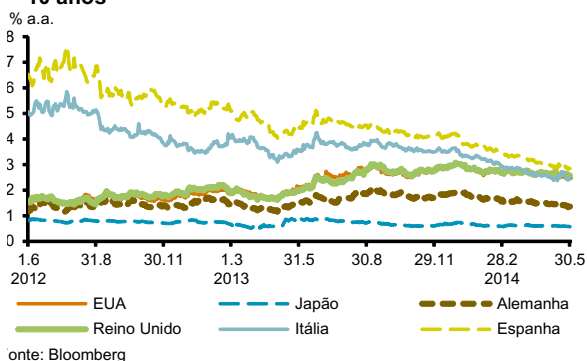
No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 3,4% em abril (1,4% em janeiro), reflexo da aceleração dos preços dos alimentos e da energia, que aumentaram 5,1% e 8,0%, respectivamente, no período. A variação anual do núcleo dos preços ao consumidor, que exclui alimentos *in natura*, situou-se em 3,2% em abril, maior patamar desde janeiro de 1991. Ressalte-se que o IVA aumentou de 5,0% para 8,0%, no país, em primeiro de abril, e, em parte, explica esses movimentos de preços.

No âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, o Banco do Japão (BoJ) ratificou o objetivo de ampliação da base monetária entre ¥60 e ¥70 trilhões ao ano e manteve as diretrizes da política de compra de ativos.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,8% em abril (2,5% em janeiro), com destaque para o aumento de 2,3% nos preços dos alimentos. Nesse contexto, o Banco do Povo da China (BPC) manteve a taxa básica de juros em 6,0% (nível vigente desde julho de 2012) e as alíquotas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 18% e 20%, respectivamente (patamar vigente desde maio de 2012).

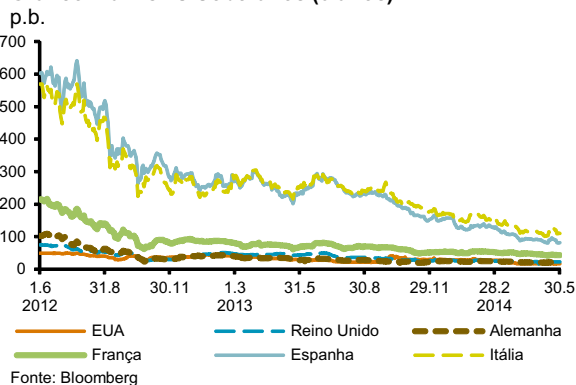
4.3 Mercados financeiros internacionais

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



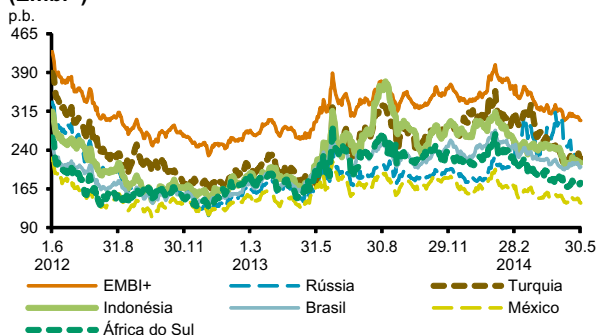
Os retornos anuais dos títulos soberanos de dez anos do Japão, Reino Unido, EUA e Alemanha recuaram 0,01 p.p., 0,15 p.p., 0,17 p.p. e 0,27 p.p., respectivamente, no trimestre encerrado em maio, situando-se, na ordem, em 0,58%, 2,57%, 2,48% e 1,36%, ao final do período. No mesmo sentido, evidenciando a expectativa de investidores quanto à manutenção, por tempo prolongado, de política monetária acomodatória na Zona do Euro, os retornos de ativos equivalentes de Espanha e Itália recuaram 0,66 p.p. e 0,50 p.p., respectivamente, no trimestre, situando-se em 2,85% e 2,43%, na sequência.

Gráfico 4.9 – CDS Soberanos (5 anos)



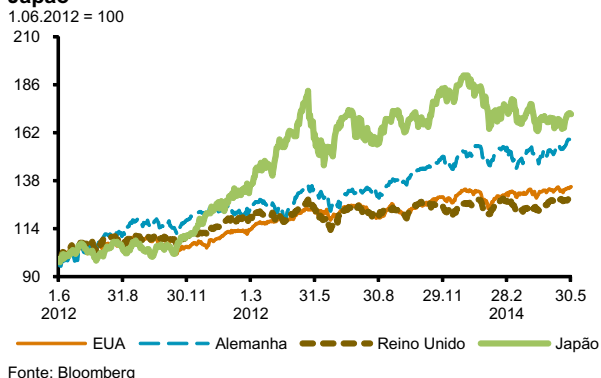
Nesse contexto, os riscos soberanos – medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS) – da França, Reino Unido, Alemanha e EUA atingiram, na ordem, 43,7 p.b., 22,3 p.b., 21,7 p.b. e 16,8 p.b. ao final de maio (decréscimos trimestrais respectivos de 8,3 p.b., 2,9 p.b., 2,6 p.b. e 10,3 p.b.). No mesmo período, os CDS da Itália (110,2 p.b.) e da Espanha (82,0 p.b.) recuaram, na ordem, 35,9 p.b. e 43,7 p.b.

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



Em ambiente de menor aversão global ao risco, o indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) situou-se em 297 p.b. ao fim de maio (redução trimestral de 51 p.b.). Destacaram-se os recuos nos indicadores da Turquia (74 p.b.), África do Sul (39 p.b.), Brasil (37 p.p.), e Indonésia (33 p.p.), que encerraram o período em 223 p.b., 177 p.b., 208 p.b., e 216 p.b., respectivamente. Em sentido oposto, o indicador da Rússia cresceu 5 p.b., para 220 p.b., no período.

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



Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras apresentaram trajetória similar no trimestre encerrado em maio. Ocorreram valorizações dos índices *Índice Bursatil Español* (IBEX 35), da Espanha (6,8%); *FTSE Milano Italia Borsa Index* (FTSE MIB, da Itália (5,8%); *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha (2,6%); *Cotation Assistée en Continue* (CAC40), da França (2,5%); *Dow Jones*, dos EUA (2,4%); e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido (0,5%). Em sentido inverso, o índice Nikkei 225, do Japão, recuou 1,4%, no período.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500) dos EUA, recuou 18,6% no trimestre encerrado em maio, para 11,4 pontos ao final do período.

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade

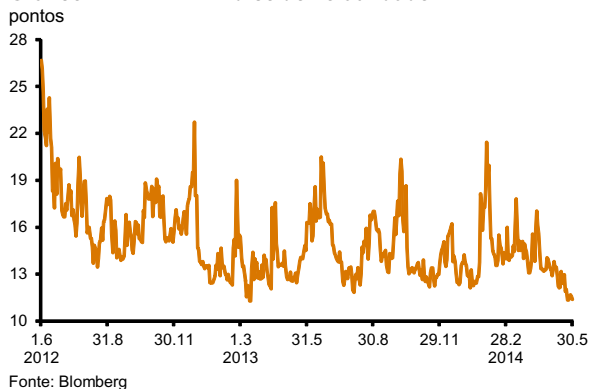


Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

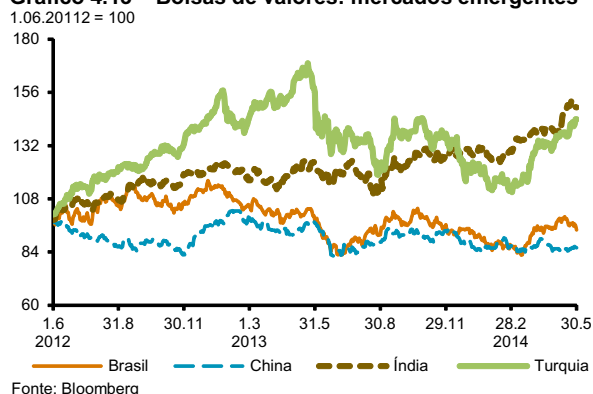


Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

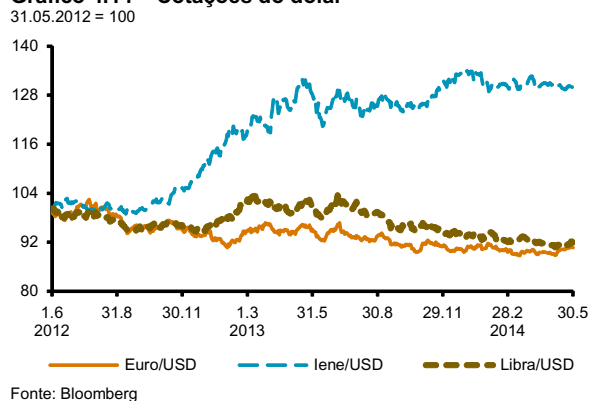
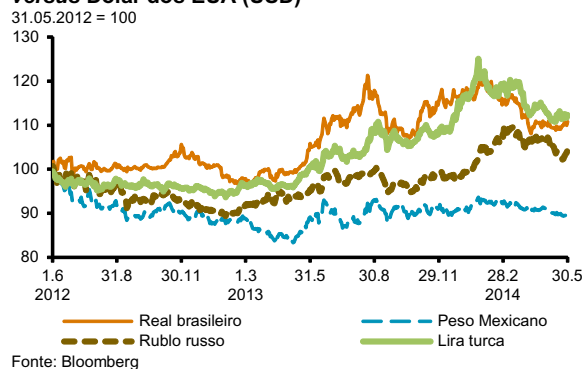


Gráfico 4.15 – Moedas de economias emergentes versus Dólar dos EUA (USD)



Os mercados acionários de importantes economias emergentes, favorecidos pelo realinhamento das expectativas das taxas de juros futuras nas economias centrais, em sua maioria registraram ganhos no trimestre encerrado em maio. Destacaram-se as valorizações dos índices *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia (26,8%); *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia (14,7%); e Ibovespa, do Brasil (8,8%). Por sua vez, o índice *Shanghai Composite*, da China, refletindo a percepção de perda de impulso da economia chinesa, recuou 0,8% no período.

O dólar dos EUA depreciou 0,1% ante à libra, manteve-se estável frente ao iene e apreciou 1,2% em relação ao euro. No mesmo período, refletindo a perspectiva de redução gradual do programa de estímulos monetários nos EUA, a moeda norte-americana depreciou em relação às moedas das principais economias emergentes: lira turca (5,0%); real brasileiro (4,4%); rúpia indiana (4,3%); peso mexicano (3,0%); rublo russo (2,7%); rand sul-africano (1,7%); e ao peso chileno (1,6%).

4.4 Commodities

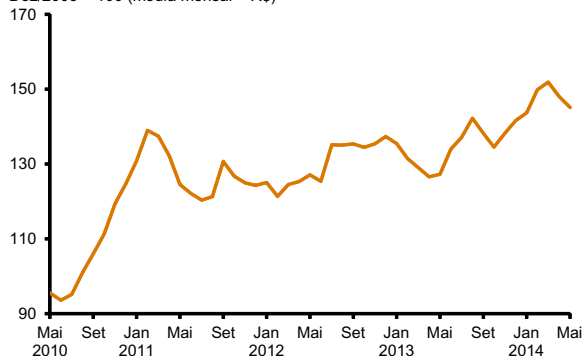
O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 3,15% em maio, em relação a fevereiro, com decréscimos respectivos de 6,92%, 5,24% e 1,79% nos segmentos de *commodities* metálicas, energéticas e agropecuárias. Essa redução se explica, em parte, pela apreciação do real em relação ao dólar, no período. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 2,3% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro.

A média do índice *S&P* e *Goldman Sachs Spot* aumentou 1,9% em maio, em relação a fevereiro, resultado de variações respectivas de 10,52%, 1,93% e -0,08% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

O aumento trimestral dos preços das *commodities* agrícolas decorreu, principalmente, de elevações nas cotações do café (21,8%) e do açúcar (5,6%), impactadas pela estiagem em regiões produtoras brasileiras; da soja (10,1%) e do algodão (2,9%), afetadas pelos reduzidos estoques desses produtos nos EUA, consequência do aumento das importações chinesas; e do trigo (15,2%) e do milho (8,6%), em resposta a condições climáticas adversas nos EUA e à expectativa de redução da produção na Ucrânia.

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

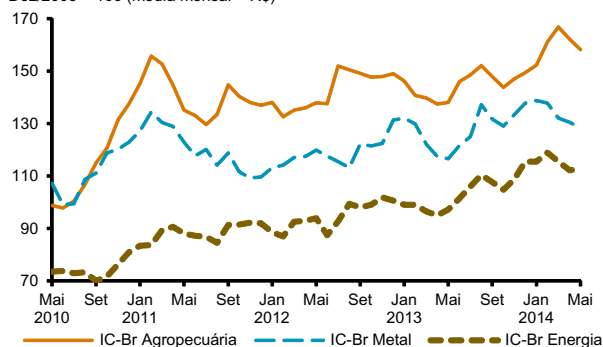
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

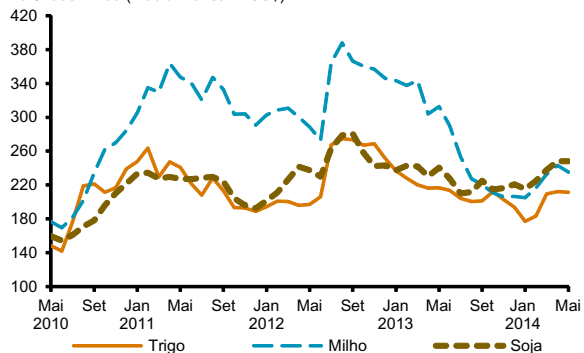
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

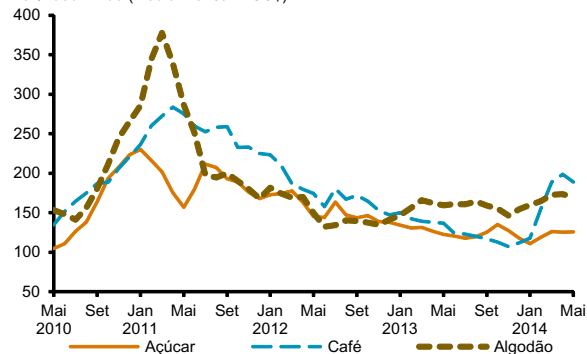
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do cobre e do chumbo, impactadas pela desaceleração da economia chinesa, recuaram 3,8% e 0,4%, respectivamente, no período. A cotação média do alumínio aumentou 3,3%, influenciada pela suspensão das novas regras para o gerenciamento de estoques da *London Metal Exchange* e pela redução da produção global. A interrupção de exportação de minério não refinado pela Indonésia contribuiu para as elevações de 1,7% e 36,1% nos preços do zinco e do níquel, que refletiu, ainda, os efeitos da paralisação de importante mina na Nova Caledônia e de temores de que eventuais sanções contra a Rússia reduzam suas exportações da *commodity*.

Segundo o *Shanghai Steelhome Information*, no mercado a vista chinês, a cotação média do minério de ferro de teor 65% recuou 20,1% em maio, para US\$107,00, em relação a fevereiro. Essa evolução refletiu o aumento da oferta do produto, especialmente pela Austrália.

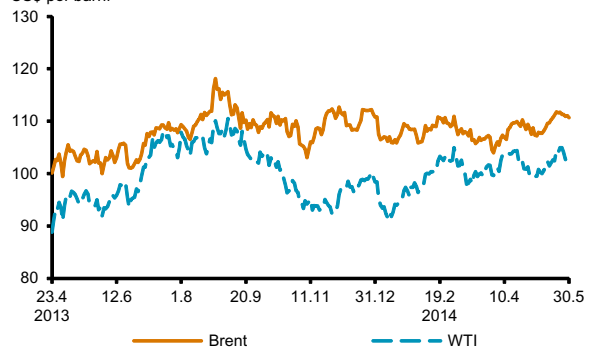
As cotações médias dos barris de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$109,68 e US\$101,86, respectivamente, em maio, elevando-se, na ordem, 0,8% e 1,1% em relação a fevereiro. Essa evolução foi influenciada, em parte, pelo aumento das tensões geopolíticas na Ucrânia e por novas interrupções na produção do óleo na Líbia.

4.5 Conclusão

O ambiente macroeconômico global se caracterizou, no primeiro trimestre de 2014, por inflação reduzida, manutenção do caráter acomodaticio da política monetária e crescimento moderado do PIB em importantes economias maduras. Os mercados financeiros caracterizaram-se por menor aversão ao risco, expressa, no trimestre encerrado em maio, em ganhos nos mercados acionários e decréscimos nos indicadores de risco soberano de importantes economias maduras e emergentes.

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

O *deficit* em transações correntes equivaleu a 3,61% do PIB no intervalo de doze meses encerrado em maio de 2014, patamar em que se encontra desde agosto de 2013, e os ingressos líquidos de investimentos diretos têm se mantido em torno 80% desses fluxos. Note-se que, nos cinco primeiros meses deste ano, esses recursos, somados aos ingressos líquidos de títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizaram US\$56,6 bilhões (US\$43,3 bilhões em igual período de 2013).

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado foi superavitário em US\$4 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014 (US\$12,2 bilhões em igual período de 2013). Houve *superavit* de US\$4,7 bilhões no segmento comercial, não obstante variações respectivas de -9,8% e 4% nas contratações de exportações e de importações de bens; e saídas líquidas de US\$634 milhões, no segmento financeiro, com aumentos de 28,1% nas compras e 23,4% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio, nos cinco primeiros meses de 2014, resultou em liquidação de US\$6,6 bilhões em operações de linha com recompra, cujo estoque passou de US\$17 bilhões, em dezembro, para US\$10,4 bilhões, em maio. Nesse contexto, a posição vendida dos bancos em moeda estrangeira, que reflete operações com clientes e com o Banco Central, passou de US\$18,1 bilhões, ao final de 2013, para US\$14,3 bilhões, em maio de 2014.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013			2014	
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai
Comercial	14,1	18,7	11,1	1,9	4,7
Exportação	31,8	106,9	232,9	21,4	96,4
Importação	17,7	88,1	221,8	19,5	91,7
Financeiro ^{1/}	-3,3	-6,6	-23,4	-2,7	-0,6
Compras	33,9	160,7	451,7	41,7	205,8
Vendas	37,2	167,2	475,1	44,4	206,4
Saldo	10,8	12,2	-12,3	-0,8	4,0

^{1/} Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Exportação	93 290	90 064	-3,5
Importação	98 671	94 918	-3,8
Saldo	-5 381	-4 855	9,8
Corrente de comércio	191 961	184 982	-3,6

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

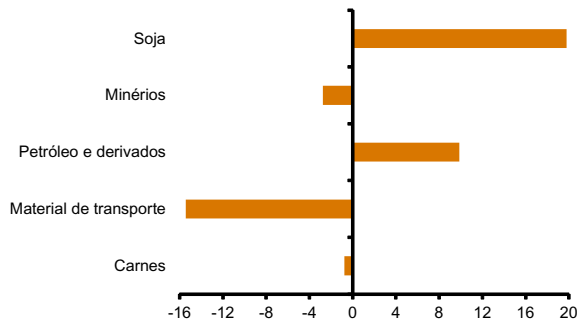
O *deficit* da balança comercial atingiu US\$4,9 bilhões nos cinco primeiros meses do ano (US\$5,4 bilhões em igual período de 2013). As exportações somaram US\$90,1 bilhões, as importações, US\$94,9 bilhões, e a corrente de comércio,

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	905,7	883,0	-2,5
Básicos	431,6	444,1	2,9
Industrializados	453,2	414,7	-8,5
Semimanufaturados	119,2	107,5	-9,8
Manufaturados	334,0	307,2	-8,0
Operações especiais	21,0	24,2	15,5

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-maio – 2014/2013^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

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

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

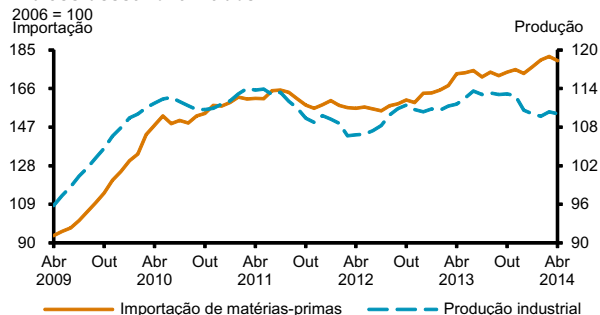
Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	958,0	930,6	-2,9
Bens de capital	205,0	200,1	-2,4
Matérias-primas	414,6	415,2	0,1
Bens de consumo	158,3	161,3	1,9
Duráveis	82,0	86,7	5,7
Automóveis de passageiros	33,1	31,2	-5,9
Não duráveis	76,2	74,6	-2,1
Combustíveis e lubrificantes	180,1	154,0	-14,5
Petróleo	62,4	56,1	-10,0
Demais	117,7	97,8	-16,9

Fonte: MDIC/Secex

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

Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

US\$185 bilhões (recuos respectivos de 3,5%, 3,8% e 3,6% ante o mesmo período de 2013).

Consideradas médias diárias, as exportações decresceram 2,5% nos cinco primeiros meses do ano, na mesma base de comparação, com expansão de 2,9% nas vendas de produtos básicos e decréscimos respectivos de 9,8% e 8,0% nos embarques de semimanufaturados e manufaturados. As exportações dessas categorias representaram, na ordem, 50,3%, 12,2% e 34,8% do total, no período (47,7%, 13,2% e 36,9% nos cinco primeiros meses de 2013).

A média diária das importações recuou 2,9% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2013, destacando-se a redução de 14,5% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, em parte, explicada por registros defasados de compras realizadas em 2012.

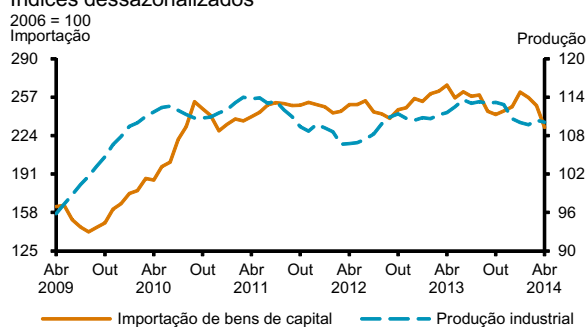
As importações de bens de capital decresceram 2,4% (maquinaria industrial, -15,3%) e as de bens de consumo não duráveis, 2,1% (produtos farmacêuticos, -9,5%). As aquisições de bens de consumo duráveis aumentaram 5,7% em relação aos cinco primeiros meses de 2013 (máquinas e aparelhos de uso doméstico, 26,7%, automóveis de passageiros, -5,9%) e as de matérias-primas e produtos intermediários, 0,1%. Destacaram-se, no período, o aumento de 1,3 p.p., para 44,6%, na participação relativa das importações de matérias-primas e produtos intermediários, e o recuo de 2,3 p.p., para 16,5%, na de combustíveis e lubrificantes.

A média diária da corrente de comércio do país recuou 2,7% nos cinco primeiros meses do ano, destacando-se as retrações nas transações com os países do Oriente Médio (11,4%) e com o Mercado Comum do Sul (Mercosul) (11,4%) – o comércio bilateral com a Argentina, evidenciando o impacto de questões relacionadas ao regime automotivo, reduziu 18,8% no período. A corrente de comércio com os EUA e com os países asiáticos expandiu 4,6% e 3,5%, respectivamente.

A Ásia foi o principal destino das exportações brasileiras (34,9% do total) nos cinco primeiros meses do ano, com elevações respectivas de 6,7% e 0,1% nos embarques à China e aos demais países da região. As vendas para os EUA (11,7% do total) elevaram-se 13,2%, com destaque para soja, partes de motores e turbinas para aviação, aviões e petróleo em bruto.

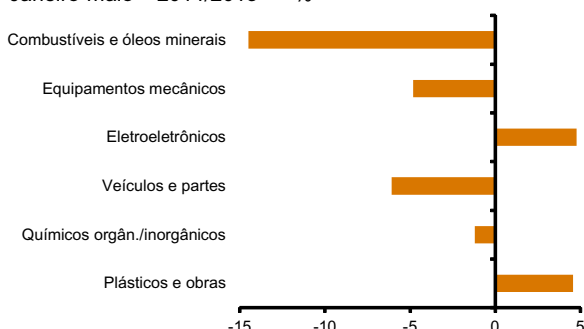
As importações provenientes da China (16,6% do total) e dos EUA (15,5%) variaram 9,6% e -0,8%, respectivamente,

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



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais produtos
Janeiro-maio – 2014/2013^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2013	2014	Var. %	2013	2014	Var. %	2013	2014
Total	906	883	-2,5	958	931	-2,9	-52	-48
A.Latina e Caribe	187	177	-5,0	168	153	-8,6	19	24
Mercosul-5 ^{1/}	111	99	-10,2	86	75	-12,9	25	25
Argentina	75	61	-18,5	70	57	-19,1	4	3,7
Demais	36	39	7,1	15	18	15,7	21	21
Demais	76	78	2,6	82	79	-4,1	-6	-1
EUA ^{2/}	91	103	13,2	145	144	-0,8	-54	-41
UE	176	163	-7,6	203	193	-5,0	-27	-30
Europa Oriental	16	16	1,3	12	13	9,1	3,3	2
Oriente Médio	43	38	-11,5	34	30	-11,3	9	8
Ásia	296	308	4,0	290	298	2,9	6	10
China	175	187	6,7	141	155	9,6	34	33
Outros	121	121	0,1	149	144	-3,4	-28	-23
África	42	36	-13,5	65	63	-3,6	-23	-26
Demais	55	41	-24,8	41	36	-12,4	14	5

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

em relação aos cinco primeiros meses de 2013. Ressalte-se, ainda, a retração de 12,9% nas compras originárias do Mercosul (Argentina, 19,1%) e a elevação de 9,1% nas oriundas da Europa Oriental.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 3,5% no valor da exportação dos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, resultou de retração de 5,1% nos preços e aumento de 2,0% no *quantum*. Os preços de todas as categorias de produtos exportados diminuíram: básicos, 7,2%; semimanufaturados, 7,1%; e manufaturados, 1,5%. Com relação ao volume exportado, destaque-se o aumento de 10,4% na categoria de produtos básicos, em especial, soja e petróleo, e a redução de 7,4% no volume exportado de produtos manufaturados.

Na mesma base de comparação, o recuo de 3,8% no valor das importações resultou retrações nos preços (2,3%) e no *quantum* (1,4%). A evolução dos preços refletiu, em grande parte, o recuo de 4,6% na categoria de matérias primas e produtos intermediários, enquanto o decréscimo nas quantidades importadas foi impactado, em especial, pelas retrações nas categorias de combustíveis e lubrificantes (12,7%) e de bens de capital (7,1%).

5.3 Serviços e renda

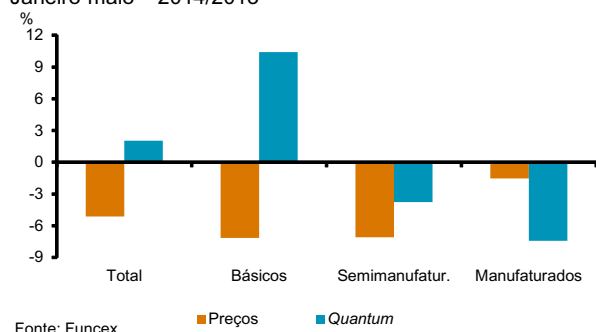
O *deficit* em transações correntes atingiu US\$40,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014 (US\$39,3 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$81,9 bilhões em maio (3,61% do PIB).

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$19,3 bilhões (elevação de 3,4% no período), com destaque para a expansão de 12%, para US\$8,5 bilhões, nas relativas a aluguel de equipamentos. As despesas líquidas com viagens internacionais e com *royalties* e licenças cresceram 5% e 22,8%, e as relativas a transportes e a computação e informação recuaram 5,1% e 8,5%, respectivamente, em relação aos cinco primeiros meses de 2013.

As remessas líquidas com juros atingiram US\$5,3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 10,1% no período. As despesas brutas somaram US\$7,1 bilhões e as receitas, US\$1,7 bilhão, recuando, na ordem, 0,1% e 22,3%. Vale ressaltar que as receitas de juros provenientes da

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

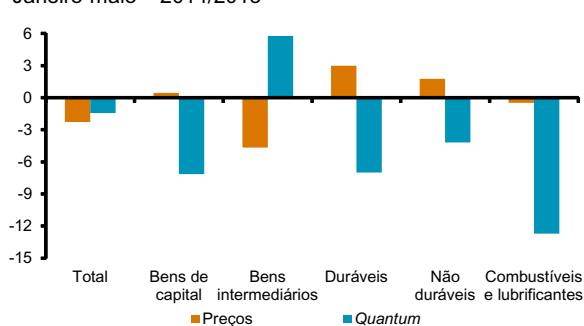
Janeiro-maio – 2014/2013



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-maio – 2014/2013



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	2013			2014		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,4	-39,3	-81,1	-6,6	-40,1	-80,0
Balança comercial	0,8	-5,4	2,6	0,7	-4,9	5,0
Exportações	21,8	93,3	242,2	20,8	90,1	245,0
Importações	21,1	98,7	239,6	20,0	94,9	240,0
Serviços	-4,3	-18,6	-47,2	-4,5	-19,3	-47,6
Transportes	-0,9	-4,0	-9,8	-0,8	-3,8	-10,0
Viagens internacionais	-1,7	-7,3	-18,4	-1,7	-7,6	-18,0
Computação e inform.	-0,5	-2,0	-4,5	-0,5	-1,9	-4,4
Aluguel equipamentos	-1,4	-7,6	-19,1	-1,7	-8,5	-21,0
Demais	0,2	2,2	4,5	0,3	2,5	5,8
Rendas	-3,0	-16,5	-39,8	-2,9	-16,5	-39,9
Juros	-0,7	-4,9	-14,2	-0,6	-5,3	-14,4
Lucros e dividendos	-2,4	-11,9	-26,0	-2,4	-11,3	-26,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,5	0,0	0,1	0,5
Transferências correntes	0,2	1,3	3,4	0,1	0,6	2,5

1/ Projeção.

remuneração das reservas internacionais, devido às menores taxas de juros internacionais, decresceram 18,2% em relação a igual intervalo de 2013.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$11,3 bilhões, decréscimo de 4,7% em relação aos cinco primeiros meses de 2013. As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 54,2% e 42,2% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas; eletricidade, gás e água; serviços financeiros; e metalurgia. Considerados períodos de doze meses, as remessas brutas de lucros e dividendos somaram US\$30,2 bilhões em maio, dos quais US\$23,4 bilhões referentes a IED.

As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$579 milhões nos cinco primeiros meses de 2014 (reco de 54,3% em relação a igual intervalo de 2013). Os ingressos líquidos para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo econômico nos principais destinos de emigrantes brasileiros, recuaram 32,9% no período, para US\$269 milhões.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$45,5 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014 (US\$46,9 bilhões em igual período do ano anterior).

Em continuidade ao processo de internacionalização das empresas brasileiras, os Investimentos Brasileiros Diretos (IBD) no exterior acumularam aplicações líquidas de US\$3,3 bilhões no exterior, no período (retornos líquidos de US\$5,4 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013).

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$25,3 bilhões de janeiro a maio de 2014 (US\$22,9 bilhões em igual período de 2013). Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US\$66,5 bilhões em maio (US\$64,2 bilhões em maio de 2013).

As aplicações líquidas de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$164 milhões em maio, acumulando US\$1,8 bilhão nos cinco primeiros meses de 2014 (US\$3,7 bilhões no período correspondente de 2013).

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	6,7	46,9	73,0	7,4	45,5	99,2
Investimentos diretos	12,0	28,2	67,5	3,3	22,0	63,0
Brasileiros no exterior	8,1	5,4	3,5	-2,6	-3,3	-
Estrangeiros no país	3,9	22,9	64,0	6,0	25,3	63,0
Participação	2,7	14,7	41,6	4,6	19,1	48,0
Intercompanhias	1,2	8,2	22,4	1,4	6,2	15,0
Investimentos em carteira	3,5	11,3	25,7	6,1	20,7	32,3
Ativos	-0,9	-3,7	-9,0	-0,2	-1,8	-
Passivos	4,4	15,0	34,7	6,3	22,5	32,3
Derivativos	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,2	-
Outros investimentos	-8,7	7,3	-20,4	-2,0	2,5	3,9
Ativos	-5,6	-7,5	-40,0	-4,2	-16,8	-23,2
Passivos	-3,2	14,8	19,6	2,2	19,3	27,1

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	4,5	16,6	41,0	3,0	24,0	35,7
Bônus públicos	0,8	0,8	4,1	-	1,4	1,4
Títulos privados	1,3	3,9	9,1	0,4	4,8	10,5
Empréstimos dir.	2,5	11,9	27,8	2,6	17,8	23,8
Empréstimos CP ^{2/}	-6,7	1,1	-0,2	-	5,1	-
Títulos CP (líq.)	-	-	-	-	-	-
Portfólio no país (líq.)	3,2	13,9	37,2	5,4	20,3	30,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	110%	172%	94%	71%	179%	125%
Títulos	154%	131%	76%	125%	115%	125%
Empréstimos dir.	96%	191%	102%	64%	211%	125%

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 investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$22,5 bilhões nos primeiros cinco meses de 2014, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$7,5 bilhões (US\$10 bilhões em igual período de 2013). As aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país somaram US\$13,8 bilhões (US\$3,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013).

Desde a introdução da alíquota de 6% de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre captações externas de prazo médio inferior a 360 dias, em março de 2011, não ocorreram emissão de títulos ou desembolsos de empréstimos de curto prazo, no mercado internacional. Os ingressos líquidos por meio de *notes* e *commercial papers* totalizaram US\$609 milhões nos cinco meses de 2014, compostos por desembolsos de US\$4,8 bilhões e amortizações de US\$4,2 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 115% no período (131% em igual intervalo de 2013).

Os ingressos líquidos de bônus da República somaram US\$638 milhões nos cinco primeiros meses do ano, com destaque para a emissão do *Euro 21* e para a continuidade de operações de recompra no mercado secundário. O Tesouro Nacional, no âmbito da política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$738 milhões de bônus no período, dos quais US\$605 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$133 milhões, a ágio.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram aplicações líquidas de US\$16,8 bilhões nos cinco meses de 2014, com redução de US\$2,4 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros, dos quais US\$6,6 bilhões absorvidos pelo Banco Central em retornos líquidos de linha com recompra. As empresas não financeiras aplicaram, liquidamente, US\$7,7 bilhões no exterior sob a forma de depósitos. A concessão líquida de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizou US\$11,4 bilhões (US\$4,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013).

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos e a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, resultaram em ingressos líquidos de US\$19,3 bilhões nos primeiros cinco meses de 2014 (US\$14,8 bilhões no período equivalente de 2013). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$3,3 bilhões. Os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012	2013		2014	
	Ano	Jan-mai	Ano	Jan-mai	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	352,0	373,1	373,1	358,8	358,8
Compras líquidas do Bacen	12,7	5,5	-11,5	6,6	17,0
A termo	7,0	-	-	-	-
Spot	11,2	-	-	-	-
Linhas com recompra	-5,5	5,5	-11,5	6,6	17,0
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-6,6	-1,7	-4,9	-1,8	-3,5
Desembolsos	-	-	0,9	0,1	0,1
Amortizações	-3,4	-0,4	-2,9	-0,6	-1,0
Juros	-3,2	-1,4	-3,0	-1,3	-2,6
Remuneração das reservas	4,4	1,2	3,4	1,2	3,0
Outras variações	4,1	-1,2	-7,1	2,0	2,0
Variações por preço	1,4	0,7	-4,3	1,6	1,6
Variações por paridades	0,8	-2,2	-4,1	0,0	0,0
Demais ^{2/}	1,8	0,3	1,3	0,4	0,4
Compras do Tesouro Nacional	6,6	1,7	5,8	1,9	3,6
Variação total	21,1	5,5	-14,3	9,9	22,1
Posição das reservas – Caixa	373,1	378,7	358,8	368,8	380,9
Saldo de linhas com recompra	5,5	-	17,0	10,4	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	378,6	378,7	375,8	379,2	380,9

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).

demais setores somaram US\$10,9 bilhões. Destaque-se os ingressos líquidos de empréstimos diretos (US\$9,4 bilhões), com taxa de rolagem de 211% no período acumulado do ano, e os relativos a compradores (US\$1 bilhão). Os empréstimos de curto prazo totalizaram ingressos líquidos de US\$5,1 bilhões de janeiro a maio de 2014 (ingressos líquidos de US\$1,1 bilhão em igual período de 2013).

As reservas internacionais totalizaram, em maio, US\$368,8 bilhões no conceito caixa e US\$379,2 bilhões no conceito liquidez, aumentando US\$9,9 bilhões e US\$3,4 bilhões, respectivamente, em relação a dezembro de 2013. No período, a receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1,2 bilhão, enquanto os impactos das variações por preço e por paridade atingiram US\$1,6 bilhão e US\$45 milhões, respectivamente.

Considerado o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$380,9 bilhões ao final de 2014. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões; despesas de juros de US\$2,6 bilhões; e amortizações de US\$1 bilhão.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para maio de 2014, o serviço da dívida externa diminuiu 2,2% em relação à posição apurada de março de 2014. As exportações recuaram 0,8% no período e a razão entre esses indicadores diminuiu para 32,5%. A dívida bruta cresceu 2,0%, o PIB em dólares elevou 0,5% e a dívida líquida reduziu sua posição credora no período, resultando em variação da relação dívida bruta/PIB, de 14,2% para 14,4%, e da dívida líquida/PIB, de -3,9% para -3,6%.

As relações entre a dívida bruta e as exportações e a dívida líquida (superavitária) e as exportações elevaram-se, respectivamente, de 1,3 e -0,4, para 1,4 e -0,3, no período. A razão entre as reservas internacionais (liquidez) e a dívida bruta passou de 117,8% para 116,1%, no período.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2011	2012	2013	2014	
	Dez	Dez	Dez	Mar	Mai ^{2/}
Exportações de bens	256,0	242,6	242,2	240,9	239,0
Exportações de bens e serviços	294,2	282,4	281,3	280,2	278,0
Serviço da dívida	52,6	54,1	74,9	79,4	77,7
Dívida externa bruta	298,2	312,9	308,6	320,2	326,7
Dívida externa líquida	-72,9	-89,7	-94,4	-87,3	-82,7
Reservas internacionais (liquidez)	352,0	378,6	375,8	377,2	379,2
Reservas internacionais (caixa)	352,0	373,1	358,8	363,9	368,8
PIB	2 475	2 247	2 243	2 258	2 268
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	12,0	13,9	13,8	14,2	14,4
Dívida líquida/PIB (%)	-2,9	-4,0	-4,2	-3,9	-3,6
Dívida bruta/exportações	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
Dívida líquida/exportação	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	20,5	22,3	30,9	33,0	32,5
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	17,9	19,2	26,6	28,3	27,9
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	118,0	121,0	121,8	117,8	116,1
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	118,0	119,3	116,3	113,7	112,9

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

2/ Dados estimados.

5.6 Conclusão

As perspectivas apontam manutenção do nível de despesas com serviços e rendas, bem como melhora do saldo comercial ao longo do ano, em cenário de retomada da atividade econômica global e da produção doméstica de petróleo e derivados. Nesse contexto, para os próximos trimestres, antecipa-se cenário de financiamento confortável do balanço de pagamentos.

Importa destacar a resiliência dos fluxos de IED direcionados ao Brasil, modalidade de capital externo de longo prazo, e que tem financiado cerca de 80% do *deficit* em transações correntes do país. Adicionalmente, as captações das empresas brasileiras no mercado financeiro internacional têm aumentado, com taxas de rolagem superiores a 100%.

Sobre disponibilidade de liquidez internacional, o Brasil dispõe de volume significativo de reservas, que, no conceito de liquidez internacional, representavam, em maio, dezenove meses de importações de bens, ou quatro vezes as amortizações vincendas nos próximos doze meses.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,4	-39,3	-81,1	-6,6	-40,1	-80,0
Balança comercial	0,8	-5,4	2,6	0,7	-4,9	5,0
Exportações	21,8	93,3	242,2	20,8	90,1	245,0
Importações	-21,1	-98,7	-239,6	-20,0	-94,9	-240,0
Serviços e Rendas	-7,3	-35,2	-87,0	-7,4	-35,8	-87,5
Viagens	-1,7	-7,3	-18,4	-1,7	-7,6	-18,0
Juros	-0,7	-4,9	-14,2	-0,6	-5,3	-14,4
Lucros e dividendos	-2,4	-11,9	-26,0	-2,4	-11,3	-26,0
Demais	-2,6	-11,2	-28,3	-2,7	-11,5	-29,1
Transferências	0,2	1,3	3,4	0,1	0,6	2,5
Conta capital e finan.	6,8	47,4	74,1	7,4	45,8	100,0
Conta capital	0,1	0,5	1,2	0,1	0,3	0,8
Investim. brasileiros ^{2/}	1,6	-5,9	-45,5	-7,0	-21,9	-23,2
Investim. estrang.	1,5	43,4	100,4	14,0	63,9	101,3
IED	3,9	22,9	64,0	6,0	25,3	63,0
Ações totais ^{3/}	1,9	10,0	11,6	6,6	7,5	12,0
Títulos no país	1,3	3,8	25,4	-0,0	13,8	18,0
Emprést. e tít. LP	1,0	5,7	-0,5	1,5	12,2	8,3
Títulos públicos	0,7	0,3	0,5	-0,1	0,6	0,2
Títulos privados	0,4	0,9	-2,9	-0,2	0,6	2,1
Empréstimos dir.	-0,1	5,7	0,6	1,2	9,4	4,8
Demais ^{4/}	-0,1	-1,2	1,2	0,5	1,6	1,2
Emprést. e tít. CP	-6,7	1,1	-0,2	-0,0	5,1	-
Demais ^{5/}	3,7	9,4	18,1	0,4	3,4	21,1
Erros e omissões	0,1	-0,5	1,0	1,0	2,6	-
Ativos de reserva	-0,6	-7,6	5,9	-1,7	-8,3	-20,0
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-4,3	-3,6		-4,3	-3,5
IED / PIB (%)		2,5	2,9		2,7	2,7

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 2014. A atualização considera informações divulgadas desde o último Relatório, tendências para a economia brasileira e internacional, bem como estatísticas recentes sobre o estoque do endividamento externo do país e sobre o serviço da dívida.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2014 foi mantida em US\$80 bilhões (3,47% do PIB), não obstante a revisão na projeção para o *superavit* comercial, de US\$8 bilhões para US\$5 bilhões. As projeções para exportações e importações foram reduzidas, na ordem, em US\$8 bilhões e US\$5 bilhões, para US\$245 bilhões e US\$240 bilhões, refletindo, sobretudo, os resultados observados no trimestre encerrado em maio. Note-se que a projeção de *superavit* na balança comercial considera aumentos de 1,2% nas exportações e de 0,2% nas importações, na comparação com os valores de 2013.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2014 passou a US\$47,6 bilhões, de US\$51,2 bilhões no Relatório anterior, destacando-se a revisão na projeção de *deficit* em viagens, de US\$18,5 bilhões para US\$18 bilhões, com base nas despesas brutas verificado nos primeiros cinco meses de 2014. As estimativas para as despesas líquidas com aluguel de equipamentos foram mantidas em US\$21 bilhões e aquelas com transportes, reduzidas em US\$1,1 bilhão, para US\$10 bilhões, em linha com a revisão das perspectivas para a corrente de comércio.

A projeção para despesas líquidas com juros, considerando o cronograma da posição de dívida externa em março de 2014, aumentou US\$1 bilhão, para US\$14,4 bilhões; ao tempo em que a projeção para despesas com lucros e dividendos passou de US\$27 bilhões para US\$26 bilhões. As estimativas de receitas líquidas com transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes, diminuíram de US\$3,1 bilhões para US\$2,5 bilhões.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013			2014		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,7	-40,8	-84,5	-6,8	-41,2	-83,0
Capitais (líquido)	9,1	45,8	76,8	6,5	46,1	101,2
Inv. Estrangeiro Direto	3,9	22,9	64,0	6,0	25,3	63,0
Inv. Estrangeiro carteira	3,1	13,5	34,4	6,6	19,0	30,0
Empréstimos MLP	1,2	7,3	-1,0	1,3	11,0	8,8
Crédito comerciais	-3,2	10,8	20,3	0,7	9,9	22,1
Bancos	-6,8	-0,5	-0,6	0,2	6,2	-0,5
Demais	3,6	11,3	21,0	0,6	3,7	22,6
Inv. brasileiro no exterior	4,1	-6,2	-41,2	-8,2	-21,6	-22,0
Demais	-	-2,4	0,3	0,1	2,5	-0,7
Hiato financeiro	2,5	4,9	-7,6	-0,3	5,0	18,2
Compras líquidas BCB	-	-5,5	11,5	-1,3	-6,6	-17,0
Depósitos de bancos	-2,5	0,5	-3,9	1,6	1,6	-1,2

1/ Projeção.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2014 se encontra em US\$99,2 bilhões. As projeções para os Investimentos Brasileiros Diretos (IBD) seguem com aquisições líquidas de participações no capital de empresas não residentes – projetadas em US\$20 bilhões –, compensadas integralmente pelos retornos líquidos de empréstimos intercompanhia. A projeção para ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) foi mantida em US\$63 bilhões, portanto, permanecem como principal fonte de financiamento do *deficit* corrente.

Relativamente a investimentos em carteira, a projeção para os ingressos líquidos em ações passou de US\$5 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$12 bilhões. Por sua vez, a estimativa de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa no país foi revista para US\$18 bilhões, considerados os resultados ocorridos nos primeiros cinco meses deste ano, bem como informações preliminares para junho. A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior foi elevada de 100% para 125%.

O estoque de operações de linha com recompra efetuadas pelo Banco Central – referenciado na posição de dezembro de 2013 (US\$17 bilhões) –, atingiu US\$10,4 bilhões, em virtude de compras líquidas de US\$6,6 bilhões nos primeiros cinco meses. Considerada a estimativa de *superavit* de US\$18,2 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, devem aumentar em US\$1,2 bilhão no ano.

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 março de 2014. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o primeiro trimestre de 2015. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 11,00% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 27 e 28 de maio, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,25/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 junho 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 precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 6,37% em maio, 0,13 p.p. abaixo da registrada até maio de 2013. O recuo da inflação acumulada em doze meses reflete a menor variação dos preços livres, 7,07% até maio (8,11% até maio de 2013). Já os preços administrados por contrato e monitorados variaram 4,08% (1,54% até maio de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,42% em doze meses, e a dos comercializáveis, 6,67%. Dentre os bens comercializáveis, em doze meses até maio, a inflação no segmento de alimentos e bebidas recuou para 7,67% (13,52% até maio de 2013). Por sua vez, a inflação do setor de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,70% (8,51% até maio 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 boa medida, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,51% em abril, para 0,54% em maio. Dessa forma, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,52% (0,35 p.p. acima da registrada em maio de 2013). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,41% em abril para 0,42% em maio; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,56% para 0,64%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,50% para 0,58%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,52% para 0,54%. Por sua vez, o núcleo por dupla ponderação passou de 0,56% para 0,50%. O índice de difusão do IPCA alcançou 66,8% em maio (3,8 p.p. acima do registrado em maio de 2013), e média nos últimos três meses de 69,3% (3,3 p.p. abaixo da média observada entre março e maio de 2013).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, recuou 0,45% em maio, após avançar 0,45% em abril. Assim, a variação atingiu 7,26% em doze meses até maio (1,06 p.p. acima da variação até maio de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 7,43% em doze meses até maio, 9,32% no segmento agropecuário e 6,73% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 6,57% em doze meses até maio (ante 5,96% até maio de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,75% em doze meses (0,19 p.p. acima da variação até maio de 2013), com variação de 8,68% no

custo de mão de obra e de 6,74% 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, recuou 0,1% em março, em relação ao mês anterior, após ficar estável em fevereiro, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses se deslocou para 2,1%. O PMI para o Brasil apontou, em maio, ritmo moderado de crescimento no setor de serviços e recuo da atividade no setor industrial.

Os Índices de Confiança do Consumidor (ICC), da Indústria (ICI), de Serviços (ICS) e do Comércio (Icom), calculados pela FGV, recuaram em maio. O ICC se deslocou para o menor nível desde abril de 2009 e permaneceu abaixo da média histórica. O ICI e o ICS também se distanciaram de suas médias históricas ao registrarem as maiores perdas pontuais desde dezembro de 2008. Por fim, o Icom registrou o menor índice médio do trimestre da série histórica iniciada em março de 2010. O recuo dos indicadores em geral se deveu tanto à diminuição do grau de satisfação com a situação presente quanto com o otimismo em relação aos meses seguintes.

A atividade fabril recuou 0,3% em abril, com resultados desfavoráveis em três das quatro grandes categorias de uso e em 12 dos 24 ramos pesquisados, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Note-se ainda que a produção geral foi 5,8% inferior à registrada em abril de 2013, mas, no acumulado em doze meses, houve crescimento de 0,8%. Nessa mesma base de comparação, aumentou a produção de bens de capital (5,5%), duráveis (1,2%), semiduráveis e não duráveis (1,7%); mas, por outro lado, diminuiu a de bens intermediários (0,3%). No que se refere ao faturamento da indústria de transformação, de acordo com dados da CNI, houve crescimento real de 0,7% no período de doze meses até abril, ao mesmo tempo em que diminuiu em 1,8% no número de horas trabalhadas.

O Nuci na indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 84,3% em maio. Em termos de distribuição setorial, a utilização da capacidade se apresenta mais intensa no de material para construção (88,8%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de consumo não duráveis (81,7%) e no de bens de capital (81,7%). 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 março de 2014. Em maio, 9,7% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo, e 2,9%, 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 retraiu 1,1% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior, após 12 meses de crescimento interanual. No comércio ampliado, as vendas diminuíram 5,7% na mesma base de comparação. Dessa forma, a taxa de crescimento das vendas nos últimos doze meses foi de 4,5% para o comércio varejista restrito e de 3,2% para o comércio varejista ampliado. Houve expansão do volume de vendas em três dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado. 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 0,2% no primeiro trimestre de 2014, após crescer 0,4% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a taxa de expansão se deslocou para 1,9% no primeiro trimestre (de 2,2% no quarto trimestre). Dessa forma, a economia brasileira cresceu 2,5% nos últimos quatro trimestres, com expansão de 2,3% no valor adicionado e de 3,5% nos impostos diretos. Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 4,8%; a industrial, 2,1%; e a do setor de serviços, 2,2% também em quatro trimestres.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 0,1% no primeiro trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 0,7% na margem e 3,4% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a FBCF recuou 2,1% tanto em relação ao trimestre anterior quanto em relação ao mesmo trimestre de 2013. O setor externo teve contribuição negativa para a taxa de crescimento no primeiro trimestre de 2014, na medida em que as exportações recuaram 3,3% em relação ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada, e as importações cresceram 1,4%; e em comparação ao primeiro trimestre de 2013, a contribuição também foi negativa, com crescimento de 4,5% das exportações e de 6,8% das importações.

O IBGE divulgou os resultados da PNADC – que investiga domicílios em cerca de 3500 municípios – referente ao primeiro trimestre de 2014, que apontou taxa de desocupação de 7,1% (8% no mesmo trimestre de 2013). Já de acordo com a PME, que abrange apenas seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego sem ajuste sazonal alcançou 4,9% em abril (5,8% em abril de 2013). De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu o mínimo (4,6%) da série histórica iniciada em 2002. Cabe notar que a menor expansão da oferta de mão de obra nos últimos anos – como indicado pelo menor crescimento da População em Idade Ativa (PIA) tem contribuído sobremaneira para a manutenção das taxas de desocupação em níveis historicamente baixos. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual aumentou 2,6% em abril ante abril do ano passado; e a massa salarial real, 3,6%, na mesma base de comparação. A dispersão de ganhos foi baixa em abril, uma vez que houve crescimento em todas as regiões metropolitanas analisadas, com destaque para Belo Horizonte (0,4%), a menor, e Salvador (4,5%), a maior. O emprego formal celetista continua em expansão, embora com moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 678 mil postos de trabalho em doze meses até abril de 2014 (732 mil até abril de 2013).

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura do sistema financeiro e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – tem sido importante fator de sustentação do crescimento do consumo das famílias. A propósito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.294,2 bilhões em abril, com crescimento nominal de 15,2% em relação a abril de 2013. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado principalmente com recursos direcionados, cresceu 30,7% e atingiu R\$367,6 bilhões, o que corresponde a 7,4% do PIB. Os indicadores de inadimplência têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.482,9 bilhões em abril (com crescimento de 11,9% em relação a abril de 2013). A taxa de juros média praticada nesse segmento atingiu 16,0%, 2,0 p.p. maior do que a taxa média observada em abril de 2013. Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos a pessoas jurídicas pelo BNDES alcançou R\$530,6 bilhões – crescimento de 14,5% em doze meses até abril. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias

de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$17,2 bilhões em 12 meses até abril de 2014, ante R\$12,4 bilhões acumulados até abril de 2013. Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas as emissões de empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$61,1 bilhões nos doze meses até abril de 2014 (ante R\$82,5 bilhões no mesmo período do 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\$109,0 bilhões nos doze meses até abril de 2014, ante R\$120,0 bilhões no mesmo período de 2013.

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou para US\$3,1 bilhões em maio (US\$7,8 bilhões em maio de 2013). Concorreram para esse resultado US\$239,0 bilhões em exportações e US\$235,9 bilhões em importações, com variações de 0,4% e 2,4%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2013. Em doze meses até abril, o *quantum* exportado aumentou 4,7% e o preço médio das exportações recuou 4,3%, enquanto o *quantum* importado avançou 4,7% e o preço médio das importações diminuiu 1,4%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$81,6 bilhões em abril, equivalente a 3,7% do PIB. Um componente importante foram remessas de lucros e dividendos, que somaram US\$25,5 bilhões em termos líquidos (US\$27,7 bilhões em abril de 2013). 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\$19,9 bilhões em doze meses até abril (US\$18,9 bilhões em abril de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram, no mesmo período, US\$34,6 bilhões (US\$32,9 bilhões até abril de 2013). Por outro lado, os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$64,5 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 2,9% do PIB.

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.

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

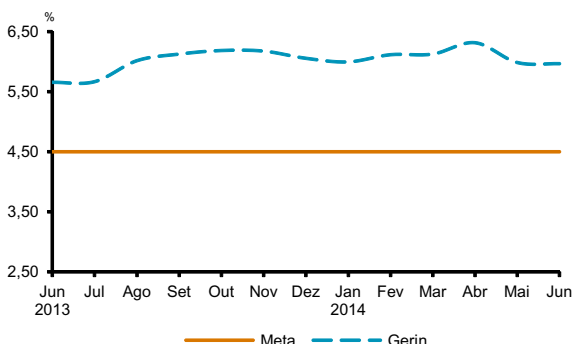
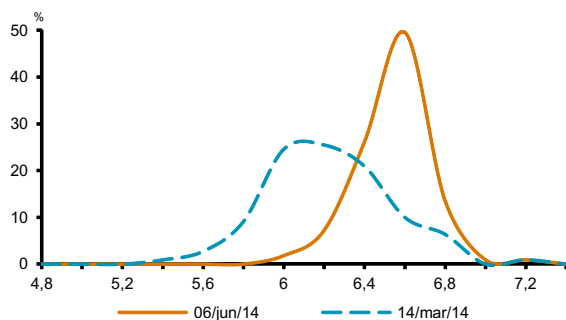


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014

Frequência relativa



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 aumento de 0,8% nos preços das metálicas, e alta de 4,8% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 6 de junho, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *CRB*, apresentava aumento de 2,4% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de março de 2014.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 1,70% para 1,44%, entre 14 de março, data de corte do Relatório anterior, e 6 de junho. Para 2015, a taxa de crescimento recuou de 2,00% para 1,80%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,11% para 6,47% para 2014; e de 5,70% para 6,03%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,13% para 5,97%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de março de 2014, 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 caiu para 0,18%.

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*, não obstante

observarem-se pressões localizadas de preços na margem, bem como ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de atividade menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. Outros aspectos relevantes do contexto doméstico são a dinâmica do mercado de trabalho e dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres.

No âmbito internacional, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer, ainda que em menor intensidade do que em anos recentes, cenário de restrição fiscal, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras. Nos Estados Unidos, o ritmo de atividade no início do ano foi impactado por condições climáticas adversas, todavia, 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, não obstante iniciativas recentemente anunciadas pelo BCE, incertezas sobre a efetividade dessas ações, aliadas a certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região, ainda se manifestam na fragilidade do emprego e dos investimentos. Dessa forma, as perspectivas indicam crescimento moderado este ano na Área do Euro, com distribuição assimétrica entre os países membros. 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; bem como os decorrentes de tensões geopolíticas.

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 – de um lado, a melhora no ritmo de atividade global; de outro, mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias e focos de volatilidade nos mercados financeiros internacionais – são 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, nota que apesar de avanços no ambiente global, em particular nas economias maduras, nas principais economias emergentes o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, a despeito da resiliência

da demanda doméstica. Entretanto, indicadores recentes sugerem que as taxas de crescimento para o conjunto das economias emergentes tendem a permanecer relativamente elevadas, mas com distribuição díspar e em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, esse 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 anterior, 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. Em período recente, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos – em particular de economias emergentes e da periferia europeia – deslocaram-se para patamares abaixo das respectivas médias históricas. Não está claro, entretanto, que esse movimento de compressão de prêmios esteja refletindo adequadamente os fundamentos econômicos. Uma hipótese alternativa é que seja resultado, essencialmente, da implementação de medidas não convencionais de política monetária em importantes blocos econômicos. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Os índices agregados de preços de *commodities* mostram relativa estabilidade nos mercados internacionais, mas com comportamento assimétrico dos principais componentes. Nesse contexto, o IC-Br composto, medido em dólares, manteve-se nos patamares registrados no início do ano. A segmentação do índice aponta recuo do IC-Br agrícola, enquanto o IC-Br metais e o IC-Br energia aumentaram; no caso do último, apesar de o preço do barril de petróleo tipo *Brent* haver permanecido ao redor de US\$110. O Comitê destaca que, não obstante pressões localizadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre o preço do petróleo, ressalta 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, concorrem 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 interno, o Copom avalia que o ritmo de expansão da atividade tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013, e que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Nesse contexto, considerando a variação em doze meses, nota que as taxas de expansão da absorção interna têm sido maiores do que as do PIB, mas estão convergindo. Além disso, não obstante reconhecer que dados de alta frequência eventualmente podem apontar em direção distinta, o Comitê observa que o consumo tende a continuar em expansão em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes e que os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, tende a favorecer o crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria, e também da agropecuária; ao mesmo tempo em que o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior antecipam uma composição do crescimento de curto prazo mais favorável ao crescimento potencial. Nessa direção também apontam avanços em qualificação da mão de obra e o programa de concessão de serviços públicos. Nesse contexto, em prazos mais longos, emergiriam bases para ampliação da taxa de investimento da economia, para uma alocação mais eficiente dos fatores de produção e, conseqüentemente, para que as taxas de crescimento do PIB retomassem patamares mais elevados. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

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 a concessão de menores reajustes do salário mínimo e para os salários de servidores públicos. Esses desenvolvimentos tendem a suavizar a dinâmica dos salários de um modo geral, com repercussões sobre os custos de produção, sobretudo nos segmentos intensivos em mão de obra.

Sobre o fator capital, de acordo com as Contas Nacionais relativas ao primeiro trimestre, a taxa de investimento recuou pelo segundo trimestre seguido, deslocando-se para 17,8% do PIB no acumulado em doze meses. Por sua vez, a utilização da capacidade instalada tem apresentado ligeira tendência de recuo e grau de heterogeneidade relativamente elevado entre os setores.

Em termos de indicadores de ociosidade da economia como um todo, o Copom nota que, de modo geral, medidas convencionais de hiato do produto têm se deslocado no sentido desinflacionário. De fato, na margem, as taxas de expansão da atividade têm sido menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia. Além disso, considerando as perspectivas de crescimento para os próximos trimestres (conforme consta na Seção 6.3), o

Comitê avalia que as medidas de hiato tendem a se mostrar desinflacionárias.

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 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 entende que uma fonte 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, sobretudo, por incertezas que cercam a trajetória de preços (como o da gasolina) e tarifas de serviços públicos (por exemplo, eletricidade e ônibus urbano) com grande visibilidade.

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 (os quais, diga-se de

passagem, recuaram em anos recentes) 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 ressalta a ocorrência, desde o Relatório anterior, de dinâmica benigna aos preços de ativos domésticos em geral, que também se traduziu em ganhos de estabilidade. No horizonte relevante para a política monetária, entretanto, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início ou aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Dessa forma, natural esperar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais, ainda que parcialmente, sejam transmitidos aos ativos domésticos.

O Copom destaca que, nas economias de mercado, no longo prazo os preços tendem a apresentar taxas de crescimento relativamente próximas. Nesse sentido, em linha com as projeções constantes na próxima seção, identifica a ocorrência de um processo de realinhamento entre preços administrados e preços livres.

O Copom lembra, por outro lado, que a taxa Selic foi elevada em 375 p.b. e que a transmissão das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens. Nesse 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 simultaneamente. A propósito, o Comitê nota que, antes de alcançar os preços, ações de política monetária interferem nas decisões de consumo e de investimento de famílias e de firmas; e que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, a exemplo dos que atualmente se manifestam, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados. À vista disso, considerando a experiência brasileira na vigência do Regime de Metas, o Comitê avalia que a resposta da economia ao recente 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, entende que as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários introduzidos na economia ano passado e este ano têm se propagado normalmente por intermédio dos principais canais de transmissão, e que assim continuarão nos próximos trimestres.

O Copom, em resumo, pondera que pressões de custos salariais e a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. No julgamento do Comitê, também concorrem para essa resistência dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. Para combater essas e outras pressões de preços, destaca que as condições monetárias foram apertadas e que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar; bem como que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,00% a.a., sem viés, na reunião de abril; e mantê-la em 11,00% a.a., sem viés, na reunião de maio.

Votaram pela elevação da taxa Selic para 11,00% a.a. em abril e pela sua manutenção em maio 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 avalia que pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes dos processos de realinhamentos de preços citados anteriormente e de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotarem ao

longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Ainda assim, o Comitê antecipa cenário que contempla inflação resistente nos próximos trimestres, mas, que, mantidas as condições monetárias, tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

O Copom destaca ainda que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter 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.

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 junho de 2014 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,25/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de maio de 2014 – ante R\$2,35/US\$ e 10,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2014.

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 reduziram-se para 2014 e para 2015, em comparação aos valores divulgados no Relatório de março de 2014. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R\$2,48/US\$ para R\$2,39/US\$. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,48/US\$, ante R\$2,54/US\$, valor considerado no Relatório anterior. Para o segundo trimestre de 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,53/US\$.

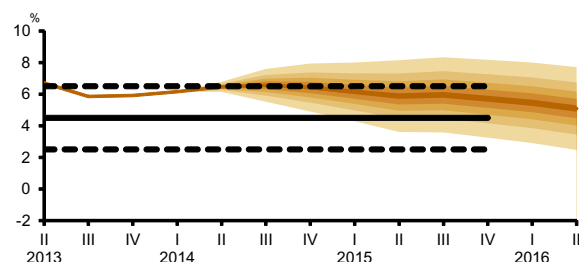
No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2014 mantiveram-se em 11,00% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, deslocaram-se de 12,00% a.a. para 12,08% a.a. Para o segundo trimestre de 2016, as expectativas indicam taxa Selic média de 11,58% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360

dias de 22 p.b. e de 110 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (11,00% 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, mesmo valor considerado no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até maio, nos preços da gasolina (1,4%) e do gás de bужão (0,7%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de redução de 3,8% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 11,5% 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 IGP. De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 6,0% para 2015, ante 5,0% considerados no Relatório anterior e de 4,5% para 2016, mesmo valor considerado no último Relatório.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,00% 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 11,00% a.a.

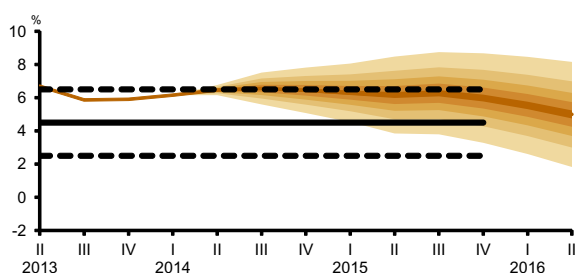
(Cenário de referência)

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

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.).

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 Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014 e no PLDO/2015, respectivamente. 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.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,4% em 2014, 0,3 p.p. maior do que a projetada no Relatório de março de 2014, acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção parte de 6,5% no segundo trimestre de 2014; desloca-se para 6,6% no terceiro; e encerra o ano em 6,4%. Para o primeiro trimestre de 2015, a projeção recua para 6,1%; desloca-se para 5,9% e 6,0% no segundo e terceiro trimestres de 2015, respectivamente; e encerra o ano em 5,7%. No primeiro e segundo trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,4% e 5,1%, respectivamente.

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

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 46% e, em 2015, de 30%.

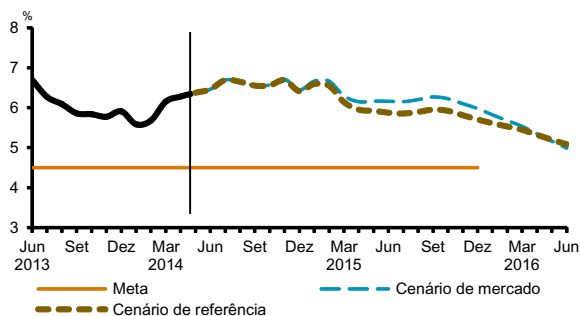
No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2014 se encontra em 6,4%, mesmo valor projetado no cenário de referência, e 0,2 p.p. maior do que o valor constante no Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em doze meses, assim como no cenário de referência, encerra o ano de 2014 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,5% no segundo trimestre de 2014; vai a 6,6% no terceiro e encerra o ano em 6,4%. A projeção se encontra em 6,3% no primeiro trimestre de 2015; desloca-se para 6,2% e 6,3% no segundo e terceiro trimestres de 2015, respectivamente; e encerra o ano em 6,0%. No primeiro e segundo trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,5% e 5,0%, respectivamente.

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 48%, e em 2015, de 38%.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de março de 2014

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2014 I	6,0	6,0
2014 II	6,2	6,2
2014 III	6,4	6,4
2014 IV	6,1	6,2
2015 I	6,0	6,1
2015 II	5,8	5,9
2015 III	5,8	5,8
2015 IV	5,5	5,5
2016 I	5,4	5,2

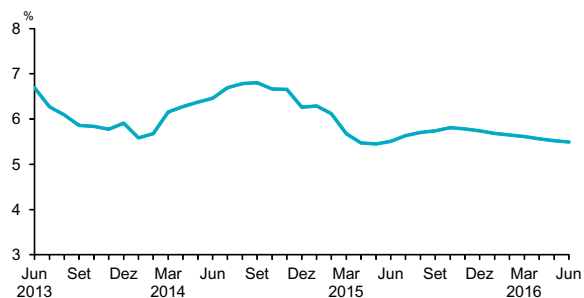
Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação na projeção de inflação para 2014 e para 2015, e estabilidade para o primeiro trimestre de 2016. Esse aumento para 2014 e 2015 se deve, em parte, a taxas de inflação em meses recentes, em geral, acima das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do Relatório anterior; e à elevação da projeção dos preços administrados por contrato e monitorados para 2015. No cenário de mercado, a projeção também apresenta elevação, refletindo, em parte, expectativas de inflação para 2014 e 2015 acima das consideradas por ocasião da publicação do Relatório de março de 2014, além das razões mencionadas anteriormente.

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 segundo trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até maio 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

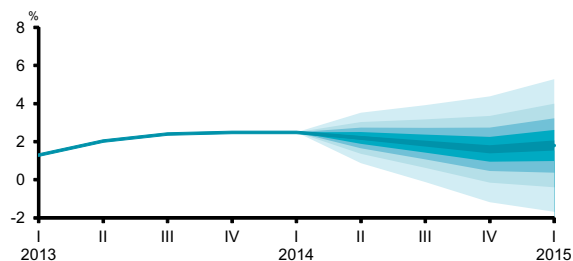
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 11,00% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



posicionando acima da meta em todo o horizonte de projeção, em ambos os cenários.

A média das estimativas geradas pelos modelos de VAR, para a inflação acumulada em doze meses, consta do Gráfico 6.6. Até maio de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a projeções. 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 1,6% para 2014 (0,4 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 1,8% para o acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2015.

Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2014

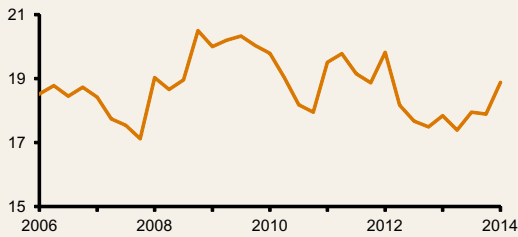
Como instrumentos auxiliares ao processo decisório de política monetária, o Comitê de Política Monetária (Copom) utiliza conjunto diverso de ferramentas para projetar variáveis macroeconômicas. No caso específico de projeção de inflação, desde a introdução do regime de metas para a inflação, em 1999, modelos semiestruturais de pequeno porte têm sido uma das principais ferramentas¹. Assim como em anos anteriores, tomando como base as revisões periódicas mais recentes, este boxe atualiza as informações sobre as três classes de modelos semiestruturais de pequeno porte: (i) modelos agregados; (ii) “modelo de preços desagregados”, para os segmentos de serviços, alimentos e bebidas no domicílio e produtos industriais; e (iii) “modelo CNC”, para preços de bens comercializáveis e não comercializáveis². Na estrutura básica desses modelos, o lado da oferta da economia é constituído por curvas de *Phillips*; o da demanda por uma curva IS que descreve a dinâmica do hiato do produto; e a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros é descrita por meio de uma equação que relaciona a taxa de juros de política (Selic) à taxa de juros de longo prazo (*swap* pré-DI de 360 dias). Note-se que, nos modelos agregados, há uma curva de *Phillips* para a inflação de preços livres; no de “modelo de preços desagregados” há três curvas de *Phillips* adicionais que descrevem a inflação de cada um dos setores (serviços, alimentos e bebidas no domicílio e produtos industriais); e no CNC, as duas curvas de *Phillips* adicionais descrevem a inflação de cada um dos dois setores (comercializáveis e não comercializáveis).

1/ O Banco Central tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores tais como Lima *et al.* (2011), além dos boxes “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central” (Relatório de Inflação de junho de 2001), “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” (Relatório de Inflação de junho de 2011), “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012) e “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2013” (Relatório de Inflação de junho de 2013).

2/ O modelo de preços desagregados foi inicialmente descrito no boxe “Previsão de Inflação com Curvas de *Phillips* com Preços Desagregados” (Relatório de Inflação de março de 2010). O modelo CNC foi inicialmente descrito no boxe: “Projeção de Inflação Utilizando Modelo Semiestrutural Desagregado: Bens Comercializáveis e Não Comercializáveis” (Relatório de Inflação de setembro de 2012). O Banco Central também possui outros modelos de projeção, incluindo o de preços administrados (“Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012).

Gráfico 1 – Spread ao tomador final

Spread do crédito com recursos livres (p.p.)^{1/}



1/ Em relação à Selic.

Modelos agregados de pequeno porte

A principal inovação foi a inclusão da variável *spread* na curva IS, dada pela diferença entre a taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres e a taxa Selic. Com isso, agrega-se informação sobre o mercado de crédito, em linha com sua crescente importância para a economia brasileira. O Gráfico 1 mostra a evolução do *spread* ao tomador final nos últimos anos.

No que se refere à curva de *Phillips* para a inflação de preços livres, tem-se:

$$(1) \pi_t^L = \sum_{i>0} \alpha_{1i} E_t \pi_{t+i} + \sum_{j>0} \alpha_{2j} \pi_{t-j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} \pi_{t-k}^* + \sum_{l>0} \alpha_{4l} h_{t-l} + \sum_{m \geq 0} \sum_n \alpha_{5m}^n Z_{t-m}^{\pi,n} + \varepsilon_t,$$

na qual π_t^L é a inflação de preços livres do IPCA, $E_t \pi_{t+i}$ é a expectativa corrente acerca da inflação i trimestres à frente, π_t é a inflação plena medida pela variação do IPCA, π_t^* é a inflação externa medida pela variação do índice *Commodity Research Bureau* (CRB) expresso em moeda nacional, h_t é uma medida do hiato do produto, $Z_t^{\pi,n}$ é a variável de controle n , e ε_t é um termo de erro. As variáveis de controle são *proxies* para choques de oferta, por exemplo, inovações no preço internacional do petróleo (em reais) e o descasamento entre preços no atacado e no varejo. Importante destacar que os parâmetros estimados satisfazem à restrição de verticalidade da curva de *Phillips* no longo prazo:

$$\sum_{i>0} \alpha_{1i} + \sum_{j>0} \alpha_{2j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} = 1$$

A curva IS descreve a dinâmica do hiato do produto como função das suas defasagens, da taxa real de juros, de variáveis fiscais, externas e do mercado de crédito, a saber:

$$(2) h_t = \beta_0 + \sum_{i>0} \beta_{1i} h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2j} r_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3k} \Delta sup_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{4l} \Delta \bar{y}_{t-l}^* + \sum_{m \geq 0} \beta_{5m} \Delta h_{t-m}^* + \sum_{n \geq 0} \beta_{6n} spr_{t-n} + u_t,$$

na qual r_t é a taxa de juros real, medida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela expectativa de inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*, Δsup_t é variação do *superavit* primário estrutural, $\Delta \bar{y}_t^*$ é a taxa de crescimento do produto potencial mundial, Δh_t^* é a variação do hiato do produto mundial, spr_t é o *spread* ao tomador final e u_t é um termo de erro.

A equação da curva de juros define o *spread* entre a taxa de longo prazo (*swap*) e a taxa de curto prazo (Selic) como função de suas defasagens, da variação da inflação esperada, da dinâmica do hiato do produto, e de variáveis de controle, conforme abaixo³:

$$(3) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \sum_{i>0} \gamma_{1i} (Swp_{t-i} - S_{t-i}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \sum_{k>0} \gamma_{3k} \Delta h_{t-k} + \sum_{m \geq 0} \sum_n \gamma_{4m}^n Z_{t-m}^{Swp,n} + v_t,$$

na qual Swp_t é a taxa *swap* pré-DI de 360 dias e S_t é a taxa Selic, ambas nominais; $\Delta E_t \pi_{t+3}^4$ é a variação da expectativa de inflação em t para o período do contrato de *swap* considerado; Δh_t é a variação do hiato do produto; $Z_t^{Swp,n}$ corresponde às variáveis de controle da equação, como a variação do prêmio de risco medido pelo Embi Brasil, variações nos requerimentos de capital dos bancos e nos recolhimentos compulsórios; e v_t é um termo de erro. Importante ressaltar que, assim como em (1), as variáveis de controle não afetam o equilíbrio de longo prazo do modelo, pois, por construção, possuem média igual a zero.

Modelo de preços desagregados

À semelhança dos modelos agregados, o modelo de preços desagregados, equações (4) a (9), também passa a incorporar o *spread* ao tomador final. Nesse modelo, a economia é dividida em três setores: (i) serviços, (ii) alimentos e bebidas no domicílio, e (iii) produtos industriais. Dessa forma, são especificadas três curvas de *Phillips* setoriais, além da agregada para o conjunto dos preços livres; bem como são especificadas uma curva IS (8) e uma curva de juros (9).

$$(4) \pi_t^S = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^S D_i + \beta_1^S \frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}^S}{4} + (1 - \beta_1^S) E_t \pi_{t+1} + \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \delta^S \Delta S M_{t-1} + \varepsilon_t^S$$

$$(5) \pi_t^{AB} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AB} D_i + \beta_1^{AB} \pi_{t-1} + \beta_2^{AB} E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta_1^{AB} - \beta_2^{AB}) \pi_{t-1}^* + \gamma^{AB} \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \varepsilon_t^{AB},$$

$$(6) \pi_t^{PI} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} D_i + \beta_1^{PI} \pi_{t-1} + \beta_2^{PI} \frac{\sum_{i=1}^4 E_t \pi_{t+i}}{4} + (1 - \beta_1^{PI} - \beta_2^{PI}) \pi_{t-1}^* + \varepsilon_t^{PI},$$

$$(7) \pi_t^L = \omega_t^S \pi_t^S + \omega_t^{AB} \pi_t^{AB} + \omega_t^{PI} \pi_t^{PI},$$

$$(8) h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 \frac{\sum_{i=1}^2 r_{t-i}}{2} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=2}^5 \Delta sup_{t-i}}{4} + \varphi_3 \frac{\sum_{i=2}^4 \Delta h_{t-i}^*}{3} + \varphi_4 spr_{t-1} + \mu_t,$$

$$(9) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t,$$

3/ Cabe ressaltar que o *spread* modelado na curva de juros é diverso daquele introduzido na curva IS. Enquanto o *spread* ao tomador final, incluído na curva IS, é dado pela diferença entre a taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres e a taxa Selic, o *spread* modelado na curva de juros é dado pela diferença entre a taxa *swap* pré-DI de 360 dias e a taxa Selic.

A fim de garantir a consistência interna do modelo, são atendidas as seguintes restrições:

$$\gamma^{AB} = \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AB}}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^S},$$

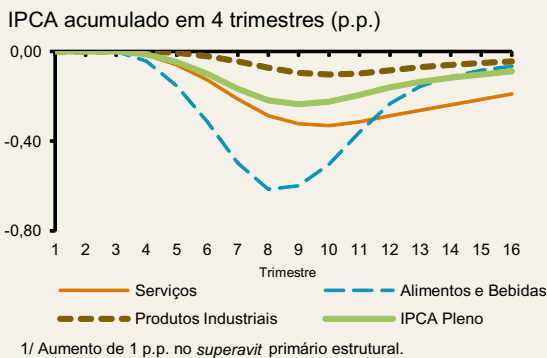
$$\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} = 0.$$

Nas equações acima, π_t^S , π_t^{AB} , π_t^{PI} representam a inflação de serviços, de alimentos e bebidas no domicílio, e de produtos industriais, respectivamente; D_t são *dummies* sazonais; ΔSM_t é a variação do salário mínimo; ω_t^S , ω_t^{AB} , ω_t^{PI} são os pesos das respectivas inflações setoriais na inflação de preços livres, tais que $\omega_t^S + \omega_t^{AB} + \omega_t^{PI} = 1$; e ε_t^S , ε_t^{AB} , ε_t^{PI} , μ_t e ν_t são os termos de erro das equações.

Nota-se que, nesta revisão, a taxa de crescimento do produto potencial mundial não se mostrou significativa no modelo de preços desagregados; bem como o hiato do produto na curva de Phillips de produtos industriais.

O Gráfico 2 apresenta, como exemplo de função de reação do modelo, a resposta da inflação doméstica, via canal da demanda agregada, a um aumento permanente de 1 p.p. no *superavit* primário estrutural, obtida a partir do modelo de preços desagregados. Como esperado, há uma defasagem entre o impulso fiscal e a materialização de seus efeitos sobre a inflação. Cabe informar que as respostas dos preços são de intensidades distintas e não são sincronizadas nos três setores.

Gráfico 2 – Resposta da inflação à política fiscal, modelo desagregado^{1/}



Modelo de bens comercializáveis e não comercializáveis

No modelo CNC, a economia é dividida em dois setores: (i) bens comercializáveis e (ii) bens não comercializáveis, portanto, são especificadas duas curvas de *Phillips* setoriais, além de uma curva agregada para os preços livres. De acordo com as equações (10) a (14), esse modelo também incorpora as inovações contidas nos modelos com curvas de *Phillips* agregadas; e, assim como aqueles, também possui uma curva IS e uma curva de juros.

$$(10)\pi_t^{NC} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC} D_i + \beta_1^{NC} \frac{\sum_{i=1}^6 \pi_{t-i}^{NC}}{6} + (1 - \beta_1^{NC}) E_t \pi_{t+1} + \gamma^{NC} h_{t-1} + \delta^{NC} \Delta S M_{t-1} + \varepsilon_t^{NC},$$

$$(11)\pi_t^C = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^C D_i + \beta_1^C \pi_{t-1} + \beta_2^C E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta_1^C - \beta_2^C) \frac{\sum_{i=1}^2 \pi_{t-i}^*}{2} + \gamma^C h_{t-2} + \varepsilon_t^C,$$

$$(12)\pi_t^L = \omega_t^{NC} \pi_t^{NC} + (1 - \omega_t^{NC}) \pi_t^C,$$

$$(13)h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 \frac{\sum_{i=1}^2 r_{t-i}}{2} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=2}^5 \Delta sup_{t-i}}{4} + \varphi_3 \frac{\sum_{i=2}^4 \Delta h_{t-i}^*}{3} + \varphi_4 spr_{t-1} + \mu_t,$$

$$(14)Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t.$$

Deve ser atendida a seguinte restrição:

$$\gamma^C = \gamma^{NC} \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^C}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC}}.$$

Nas equações acima, π_t^{NC} é a inflação de bens não comercializáveis; π_t^C é a inflação de bens comercializáveis; ω_t^{NC} é o peso da inflação de bens não comercializáveis na inflação de livres; e ε_t^{NC} , ε_t^C , μ_t e v_t são os termos de erro das equações. As demais variáveis são as mesmas que aparecem nas outras classes de modelos.

Nota-se que, à semelhança do observado no modelo de preços desagregados, a taxa de crescimento do produto potencial mundial não se mostrou significativa na curva IS.

O Gráfico 3 ilustra a resposta da inflação a uma desvalorização de 10% do câmbio. Nota-se que os impactos setoriais são bastante diferenciados, como esperado, sendo relativamente intenso no setor de comercializáveis.

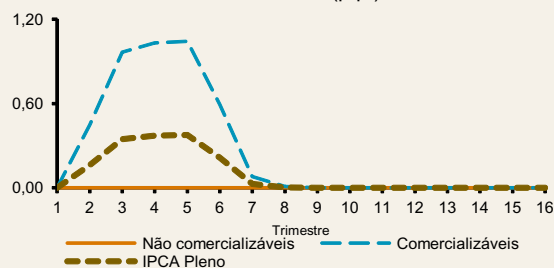
Em suma, este box atualiza as informações sobre os modelos semiestruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central após processo regular de revisão. Dentre as inovações, cabe destacar a incorporação na curva IS de uma medida do *spread* praticado nas operações de crédito com recursos livres.

Referências

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; e WERLANG, S.R.C. (2000). "Implementing Inflation Targeting in

Gráfico 3 – Resposta da inflação ao câmbio, modelo CNC^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio.

Brazil”. *BCB Working Paper Series*, nº. 1.

LIMA, E.J.A.; ARAUJO, F.; e SILVA, J.R.C. (2011). “Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil”, in *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2009)*. <http://www.bcb.gov.br/?LIVRO10ANOSMI>.

Anexo

Notas da 182ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 1º e 2/4/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (1º/4) e do 20º andar (2/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (1º/4) e 16h04 (2/4)

Horário de término: 19h38 (1º/4) e 19h46 (2/4)

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 1º/4)

André Barbosa Coutinho Marques – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

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 2/4)

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 1º/4)

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. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,69%

em fevereiro, 0,09 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em fevereiro de 2013 e 0,14 p.p. maior que a de janeiro de 2014. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses recuou para 5,68% em fevereiro (ante 6,31% em fevereiro de 2013), com os preços livres aumentando 6,28% (7,86% em fevereiro de 2013), e os preços administrados, 3,71% (1,53% em fevereiro de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,25% em doze meses (6,43% em fevereiro de 2013), e os de não comercializáveis, 7,19% (9,13% em fevereiro de 2013). Por sua vez, os preços no segmento de alimentos e bebidas, sensibilizado por fatores climáticos, aumentaram 6,31% no mesmo período (12,49% em fevereiro de 2013), e os dos serviços, 8,20% (8,66% até fevereiro de 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

2. 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, e, assim, 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 deslocou-se 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 situou-se em 63,8% em fevereiro (8,5 p.p. abaixo do registrado em fevereiro de 2013).

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,85% em fevereiro, após alta de 0,40% em janeiro, e 6,30% no acumulado em doze meses (8,24% em fevereiro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), aumentou 6,15% em doze meses (9,24% em fevereiro de 2013), com elevação de 0,47% nos preços de produtos agropecuários e de 8,41% nos preços de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 5,95% em doze meses até fevereiro (6,04% em fevereiro de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 8,04% (7,18% em fevereiro de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 9,57% 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), variou 0,51% em fevereiro e 8,24% em doze meses. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor 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. Em janeiro de 2014, o IBC-Br ajustado sazonalmente variou 1,3% em relação ao mês anterior e 0,9% em relação a janeiro de 2013. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil apontou aceleração da atividade econômica em fevereiro, com expansão tanto no setor manufatureiro quanto no de serviços. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), ficou praticamente estável entre fevereiro e março de 2014 e permanece abaixo da média histórica do índice. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), recuou em março e atingiu o menor patamar desde junho de 2009. Após a terceira queda no ano, o índice mantém-se abaixo da média histórica pelo 13º mês consecutivo. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) também recuou em março. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta crescimento de 1,1% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.

5. O Produto Interno Bruto (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, expandiu 1,9% (ante 2,2% no terceiro trimestre). Dessa forma, a economia brasileira

cresceu 2,3% em 2013. Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias cresceu 0,7% no quarto trimestre, ante o anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,9% em relação ao mesmo trimestre de 2012, configurando a 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 de 2012. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) avançou 0,3% em relação ao trimestre anterior e 5,5% em relação ao mesmo trimestre de 2012.

6. A atividade fabril avançou 0,4% em fevereiro, após crescimento de 3,8% em janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, houve avanço de 5,0% em fevereiro, interrompendo dois meses de taxas negativas consecutivas (-2,6% em dezembro de 2013 e -2,2% em janeiro de 2014), com destaque para a produção de veículos automotores, que cresceu 7,0% no mês, segundo resultado positivo consecutivo. O setor industrial prosseguiu com a melhora no seu ritmo produtivo, expresso não só no segundo resultado positivo consecutivo na comparação com o mês imediatamente anterior, mas também no perfil disseminado de taxas positivas, já que 19 dos 27 ramos de atividade expandiram a produção em fevereiro. O indicador PMI do setor industrial aponta pequena expansão em fevereiro, com crescimento no número de novos pedidos. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 6,0% na passagem de janeiro para fevereiro de 2014, de acordo com a série livre de influências sazonais (12,4% em relação a fevereiro de 2013).

7. Entre as categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis (20,9%) e bens de capital (12,4%) assinalaram crescimento de dois dígitos em fevereiro, na comparação interanual mensal. Os segmentos de bens de consumo semi e não duráveis e de bens intermediários também apontaram taxas positivas, 3,6% e 1,1%, respectivamente. No que se refere à variação acumulada em doze meses até fevereiro, houve crescimento de 12,5% e 1,3% na produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, respectivamente. Já a atividade no setor de bens intermediários e de bens semiduráveis e não duráveis recuou 0,1% e 0,4%, respectivamente, nessa mesma base de comparação.

8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) atingiu um mínimo para os meses de fevereiro (5,1%) desde o início da série, em 2002, e representa redução de 0,5 p.p. em relação à taxa observada em fevereiro de 2013. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu 5,0%. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 3,1% em fevereiro, quando comparado a igual mês do ano anterior, e a massa salarial real, 4,1%, na mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 260,8 mil postos de trabalho formais em fevereiro. A geração líquida foi superior à observada em fevereiro de 2013 (123,4 mil). Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora existam alguns sinais de moderação na margem.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito cresceu 6,2% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, aumentou 3,5% em janeiro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 0,4% e de 2,1%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 3,3%, com expansão em oito dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou em março, principalmente por causa da percepção da situação atual. 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.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV,

sem ajuste sazonal, alcançou 83,6% em março (83,3% em março de 2013) e, na série dessazonalizada, 84,4%. A utilização da capacidade no setor de bens de capital ficou em 82,9%. No setor de bens de consumo, de bens intermediários e de materiais de construção, a utilização da capacidade se posicionou em 82,0%, 85,2% e 88,4%, respectivamente. Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 10,9% no período de doze meses encerrado em janeiro.

11. O saldo da balança comercial atingiu US\$1,7 bilhão em doze meses até fevereiro. Esse resultado adveio de exportações de US\$242,6 bilhões e de importações de US\$240,9 bilhões, com avanços de 1,1% e 6,5%, respectivamente, em relação ao acumulado até fevereiro de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$82,5 bilhões em fevereiro, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$65,8 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,9% do PIB.

12. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam perspectivas de crescimento compatíveis com a tendência em economias maduras e emergentes. Especificamente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas ainda constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nas economias emergentes, entretanto, observa-se alguma diminuição no ritmo de atividade. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) continuou processo de redução gradual do programa de compra de ativos; no entanto, de modo geral, prevalecem posturas acomodáticas nas economias maduras. Nas economias emergentes, a política monetária se apresenta menos expansionista, e em alguns casos contracionista. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nos Estados Unidos (EUA), na Zona do Euro e no Japão.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US\$110 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 aumentaram 7,7%, enquanto os preços das *commodities* metálicas recuaram 3,3%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 2,1% em doze meses até fevereiro de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.

15. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5% em 2014, ante 4,5% considerados na reunião do Copom de fevereiro. Essa projeção considera variações ocorridas, até fevereiro, nos preços da gasolina (0,6%) e do gás de bujão (0,3%), bem como as hipóteses 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). Com base nesses modelos, projeta-se variação de 5% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em 2015, ante 4,5% na última reunião do Comitê.

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 21 pontos base (p.b.) e 17 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.

17. 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 Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à 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 2014 elevou-se de 6,00% para 6,30%. Para 2015, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,70% para 5,80%.

19. 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 10,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 aumentou em relação ao valor considerado na última reunião e 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 2014 também aumentou em relação ao valor considerado na reunião de fevereiro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, em ambos os cenários, a projeção de inflação elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de fevereiro e se posiciona acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

20. 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.

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

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, 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. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, amparadas em dados positivos recentemente divulgados, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais

intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. De fato, há avanços nas economias maduras, inclusive em países da Área do Euro, não obstante, de modo geral, 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 ainda que, não obstante pressões localizadas, recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais; bem como que, nos mercados de moeda, há evidências de tensão e de volatilidade.

23. O Copom pondera que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a se manter relativamente estável este ano, em comparação a 2013, bem como que informações recentes indicam, no horizonte relevante para a política monetária, mudanças na composição da demanda e da oferta agregada. O Comitê nota que a absorção interna expande-se a taxas maiores do que as do PIB (que, todavia, se aproximam) e tende a ser beneficiada, entre outros fatores, pelos efeitos de ações de política fiscal, pela expansão moderada da oferta de crédito (especialmente do crédito ao consumo), pelo programa de concessão de serviços públicos e de permissão para exploração de petróleo. Nesse contexto, o consumo tende a continuar em crescimento, porém, em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos ganhariam impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária e que, no horizonte relevante para a política monetária, o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços em termos de qualificação da mão de obra – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

24. 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 e que se criam 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. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.

25. 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.

26. 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 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 permanece originando pressões inflacionárias de custos.

27. O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos semestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, os movimentos nos mercados

domésticos de divisas, em certa medida, refletem a 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, em que pese acomodação recentemente observada, 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 um choque temporário que tende a reverter nos próximos meses.

28. 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, 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. Dessa forma, o Copom entende ser apropriado ajustar as condições monetárias.

29. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, neste momento, elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 11,00% a.a., sem viés. O Comitê irá monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

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 agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a continuar em ritmo moderado de expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, sugerem expansão dos investimentos. 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. Para o Copom, considerando-se a experiência brasileira na vigência do regime de metas, infere-se que, de modo geral, as trajetórias de importantes indicadores econômicos durante o atual ciclo de ajuste da taxa Selic, bem como as perspectivas para essas trajetórias nos próximos trimestres, apresentam-se em linha com o que se poderia antecipar. Dessa forma, as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários introduzidos na economia desde abril de 2013 têm se propagado normalmente por intermédio dos principais canais de transmissão e que assim tendem a continuar nos próximos trimestres. Nesse sentido, como os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam com defasagens, o Comitê entende que parte significativa da resposta dos preços ao atual ciclo de aperto monetário ainda está por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária tendem a ser potencializados.

33. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter 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 27 de maio 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.

Notas da 183ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 27 e 28/5/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (27/5) e do 20º andar (28/5) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h13 (27/5) e 16h50 (28/5)

Horário de término: 20h27 (27/5) e 20h55 (28/5)

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 27/5)

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 28/5)

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 27/5)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

Vanderléia Centenaro – Coordenadora do Departamento Econômico

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) atingiu 0,67% em abril, 0,12 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em abril de 2013 e 0,25 p.p. menor que a registrada em março de 2014. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses se deslocou para 6,28% em abril (ante 6,49% em abril de 2013), com os preços livres aumentando 7,04% (8,09% em abril de 2013), e os preços administrados,

3,79% (1,55% em abril de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,16% em doze meses (6,57% em abril de 2013), e os de não comercializáveis, 7,79% (9,44% em abril de 2013). Por sua vez, os preços no segmento de alimentos e bebidas, sensibilizado por fatores climáticos, aumentaram 7,38% no mesmo período (14,00% em abril de 2013), e os dos serviços, 8,99% (8,13% até abril de 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,67% em março para 0,51% em abril, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,46% (0,43 p.p. acima da registrada em abril de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,59% em março para 0,56% em abril; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,88% para 0,41%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,70% para 0,50%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,58% para 0,52%; e o núcleo por médias aparadas com suavização passou de 0,59% para 0,56%. O índice de difusão situou-se em 70,0% em abril (4,2 p.p. acima do registrado em abril de 2013).

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou 0,45% em abril, após alta de 1,48% em março, e 8,10% no acumulado em doze meses (6,83% em abril de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), atingiu 8,76% em doze meses (7,02% em abril de 2013), com elevação de 11,23% nos preços de produtos agropecuários e de 7,82% nos preços de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, variou 6,36% em doze meses até abril (6,17% em abril de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 7,96% (7,16% em abril de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 9,05% 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), variou -0,38% em abril, e 7,96% em doze meses. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor 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. Em março de 2014, o IBC-Br variou -0,09% em relação a março de 2013 e, ajustado sazonalmente, -0,11% em relação ao mês anterior. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil apontou estabilidade da atividade econômica em abril, com a primeira queda no setor manufatureiro em oito meses e expansão moderada no setor de serviços. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 3,3% entre abril e maio de 2014 e permanece abaixo da média histórica do índice. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), recuou em maio, apresentando a maior variação negativa na margem desde dezembro de 2008. Com a sequência de quedas iniciada em janeiro de 2014, o índice mantém-se abaixo da média histórica pelo 15º mês consecutivo. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) também recuou em maio, atingindo o menor patamar desde abril de 2009 e apresentando a maior queda mensal desde dezembro de 2008. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetou, em março de 2014, crescimento de 0,7% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.

5. A atividade fabril recuou 0,5% em março, após ficar estável em fevereiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Na série sem ajuste sazonal, em relação ao mesmo mês do ano anterior, houve queda de 0,9% em março. Assim, o setor industrial acumulou variação positiva de 0,4% nos três primeiros meses do ano. O recuo da atividade industrial na passagem de fevereiro para março teve predomínio de

resultados negativos, alcançando duas das quatro grandes categorias econômicas e 14 dos 24 ramos pesquisados. O indicador PMI do setor industrial aponta retração da produção brasileira em abril. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação caiu 6,3% de fevereiro para março de 2014, de acordo com a série livre de influências sazonais, representando a maior queda mensal desde novembro de 2008.

6. Entre as categorias de uso, comparando com mesmo mês de 2013, bens de capital (-8,4%) e bens de consumo duráveis (-4,6%) assinalaram, em março de 2014, recuos mais intensos do que a média nacional (-0,9%). O segmento de bens intermediários também recuou nesse mês (-0,1%), e o setor de bens de consumo semi e não duráveis registrou a única taxa positiva (1,7%). No que se refere à variação acumulada em doze meses até março, houve crescimento de 8,9% e 3,9% na produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, respectivamente. A atividade no setor de bens semiduráveis e não duráveis e de bens intermediários também apresentou crescimento, de 3,0% e de 0,7%, respectivamente, nessa mesma base de comparação.

7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 4,9% em abril, representando redução de 0,1 p.p. em relação a março e queda de 0,9 p.p. em relação a abril de 2013. De acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central, a taxa atingiu 4,6%, nova mínima da série histórica. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual cresceu 2,6% em abril, quando comparado a igual mês do ano anterior, e a massa salarial real, 3,6%, na mesma base de comparação. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 105,4 mil postos de trabalho formais em abril, sendo a menor geração líquida para o mês desde 1999. 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 restrito recuou 1,1% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, caiu 5,7% em março, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,5% e de -1,2%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 3,2%, com expansão em oito dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, manteve trajetória de declínio em maio, afetado pela diminuição tanto do grau de satisfação com a situação presente quanto do otimismo em relação aos meses seguintes. O índice médio do trimestre ficou em 117,4 pontos, o menor da série histórica iniciada em março de 2010. 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 84,1% em maio e, na série dessazonalizada, 84,3%. Entre as categorias de uso da indústria, as que mostram Nuci mais elevado, de acordo com as séries com ajuste sazonal, são material para construção (88,8%) e bens de consumo não duráveis (81,7%), seguidas por bens intermediários (86,2%), bens de consumo duráveis (83,7%) e bens de capital (81,7%). Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 7,2% no período de doze meses encerrado em março.

10. O saldo da balança comercial atingiu US\$3,1 bilhões em doze meses até abril. Esse resultado adveio de exportações de US\$240,0 bilhões e de importações de US\$236,9 bilhões, com avanços de 0,3% e 3,2%, respectivamente, em relação ao acumulado até abril de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$81,6 bilhões em abril, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$64,5 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,9% do PIB.

11. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Especificamente sobre a 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. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) deu continuidade à gradual redução da compra de ativos e, de modo geral, prevalecem posturas acomodatórias nas economias maduras. Nas economias emergentes, de modo geral, a política monetária se apresenta menos expansionista. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nas economias maduras; e, nas emergentes, em níveis elevados.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US\$110 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 aumentaram 2,3%, e os preços das *commodities* metálicas aumentaram 1,8%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 3,5% em doze meses até abril de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.

14. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5% em 2014, mesmo valor considerado na reunião do Copom de abril. Essa projeção considera variações ocorridas, até abril, nos preços da gasolina (1,8%) e do gás de bujão (0,5%), bem como hipóteses de redução de 4,2% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 11,5% 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). Com base nesses modelos, projeta-se variação de 5% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em 2015, mesmo valor considerado na última reunião do Comitê.

15. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 26 pontos base (p.b.) e 7 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.

16. 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 Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2015, respectivamente. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2014 elevou-se de 6,30% para 6,47%. Para 2015, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 5,80% para 6,00%.

18. 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 11,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação

de 2014 diminuiu em relação ao valor considerado na última reunião, mas 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 2014 também diminuiu em relação ao valor considerado na reunião de abril, mas permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, no cenário de referência, a projeção de inflação recuou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, mas se encontra acima da meta. Já no cenário de mercado, a projeção de inflação para 2015 se manteve relativamente estável, acima da meta.

Implementação da política monetária

19. 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.

20. À vista disso, 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 de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. De fato, há avanços nas economias maduras, inclusive em países da Área do Euro, não obstante, de modo geral, 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 ainda que, não obstante pressões localizadas recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais; bem como que, nos mercados de moeda, há evidências de tensão e de volatilidade.

22. O Copom pondera que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013, e que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O Comitê nota que as taxas de expansão da absorção interna têm sido maiores

do que as do PIB, mas que tendem a se aproximar. Nesse contexto, o consumo tende a crescer em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria, e também da agropecuária; e o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. É plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços em qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes 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 e que se criam 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. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado 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 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 permanece originando pressões inflacionárias de custos.

26. 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. Concorrem para isso dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, nos últimos doze meses as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

27. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, neste momento, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.

28. 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.

29. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta. De um lado, o consumo das famílias tende a registrar ritmo moderado de expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, tendem a favorecer a ampliação dos investimentos. 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.

30. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter 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.

31. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 15 de julho 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.

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
CAC 40	Cotation Assistée em Continue
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	Credit Default Swap
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	Deutscher Aktienindex
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	Emerging Markets Bond Index Plus
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	Financial Times Securities Exchange Index
FTSE MIB	FTSE Milano Italia Borsa Index
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
IBEX 35	Índice Bursatil Español
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de Commodities – 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
IE	Índice de Expectativas
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado

INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto sobre o Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LTN	Letras do Tesouro Nacional
LTRO	Long-Term Refinancing Operation
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MRO	Operações Principais de Refinanciamento
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
QE	Quantitative Easing
Refis	Programa de Recuperação Fiscal
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
Sensex	Bombay Stock Exchange Sensitive Index
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index
WTI	West Texas Intermediate
XU100	Istanbul Stock Exchange National 100 Index