

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 junho de 2014. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o terceiro trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o segundo 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 2 e 3 de setembro, 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 o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 5 de setembro 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 6,51% em agosto, 0,42 p.p. acima da registrada até agosto de 2013. De um lado, houve ligeira moderação dos preços livres, que em doze meses acumulam variação de 6,95% (7,64% até agosto de 2013); de outro, aceleração dos preços administrados por contrato e monitorados, que variaram 5,07% (1,27% até agosto de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,07% em doze meses, e a dos comercializáveis, 6,81%. Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação recuou para 7,53% (10,45% até agosto de 2013) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,44% (8,60% até agosto de 2013) e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres.

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,19% em julho, para 0,41% em agosto, com o acumulado em doze meses em 6,67% (0,43 p.p. acima do registrado em agosto de 2013). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,01% em julho para 0,38% em agosto; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,35% para 0,40%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,17% para 0,41%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,19% para 0,42%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,21% para 0,44%. O índice de difusão do IPCA recuou pelo quinto mês consecutivo e alcançou 55,0% em agosto (3,7 p.p. abaixo do registrado em agosto de 2013), e média nos últimos três meses de 58,4% (2,1 p.p. acima da média observada entre junho e agosto de 2013).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,06% em agosto, após recuar 0,55% em julho. Assim, a variação atingiu 4,63% em doze meses (5,25% até agosto de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 3,41% em doze meses até agosto, 1,31% no segmento agropecuário e 3,97% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 6,76% em doze meses (5,54% até agosto de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,26% em doze meses (7,86% até agosto de 2013), com variação de 8,48% no custo de mão de obra e de 5,93% 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 1,48% em junho, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses se deslocou para 1,50%. O PMI composto para o Brasil apontou declínio marginal da produção, em julho, com a redução na produção do setor industrial sendo parcialmente contrabalançada por crescimento na do setor de serviços.

Os Índices de Confiança do Consumidor (ICC), da Indústria (ICI), de Serviços (ICS) e do Comércio (ICOM), calculados pela FGV, recuaram em agosto. O ICC se deslocou para o menor patamar desde abril de 2009 e permanece abaixo da média histórica, refletindo o baixo grau de satisfação com a situação presente. O ICI e o ICS recuaram pelo oitavo mês consecutivo em agosto e se encontram no menor patamar desde abril de 2009. O recuo do ICI refletiu diminuição da satisfação com a situação atual; e o do ICS foi determinado pela piora nas expectativas dos empresários em relação aos meses seguintes. Por fim, o ICOM atingiu novo mínimo no índice médio do trimestre da série histórica iniciada em março de 2010, refletindo piora na percepção sobre o quadro atual.

A atividade fabril avançou 0,7% em julho, primeira variação positiva desde janeiro, com resultados favoráveis em 3 das 4 grandes categorias econômicas; e em 20 dos 24 ramos pesquisados, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Não obstante o crescimento mensal, a produção geral foi 3,6% inferior à registrada em julho de 2013 e acumula recuo de 1,2% em doze meses. Nessa mesma base de comparação, diminuiu a produção de bens duráveis (5,1%), intermediários (1,8%) e de capital (0,1%); mas, por outro lado, aumentou a de bens semiduráveis e não duráveis (0,6%). De acordo com dados dessazonalizados da CNI, o faturamento da indústria de transformação em termos reais aumentou 1,2% em julho, após quatro meses em retração; e o número de horas trabalhadas foi 2,6% maior. Não obstante, em relação a julho de 2013, o faturamento real e o número de horas trabalhadas foram inferiores em 5,1% e 2,3%, respectivamente.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 83,2% em agosto. Em termos de distribuição setorial, a utilização da capacidade se apresenta mais intensa no segmento de material para construção (88,2%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (81,2%). No que se refere

a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, registrou aumento indesejado de estoques desde a divulgação do Relatório de junho de 2014. Em agosto, 14,4% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo (11,2% em junho), e 1,7%, nível de estoques insuficiente (2,6% em junho), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, o nível de estoques permanece alto, em particular, nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,8% em junho, em relação ao mesmo mês do ano anterior. No comércio ampliado, as vendas diminuíram 6,1% na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,7% e -3,6%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Dessa forma, a taxa de crescimento das vendas em doze meses foi de 4,9% para o comércio varejista restrito e de 1,9% para o ampliado. Houve diminuição no volume de vendas em 9 dos 10 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 recuou 0,6% no segundo trimestre de 2014, após recuo de 0,2% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a variação foi de -0,9% no segundo trimestre (1,9% no primeiro trimestre). Dessa forma, a economia brasileira cresceu 1,4% nos últimos quatro trimestres, com expansão de 1,3% no valor adicionado e de 1,9% nos impostos diretos. Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 1,1% em quatro trimestres; a industrial, 0,5%; e a do setor de serviços, 1,6%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – avançou 0,3% no segundo trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo recuou 0,7% na margem e avançou 0,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a FBCF recuou 5,3% em relação ao trimestre anterior e 11,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. O setor externo teve contribuição positiva para a taxa de crescimento no segundo trimestre de 2014, na medida em que as exportações avançaram 2,8% em relação ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada,

e as importações recuaram 2,1%; e em comparação ao primeiro trimestre de 2013, a contribuição também foi positiva, com crescimento de 1,9% das exportações e queda de 2,4% das importações.

O IBGE divulgou resultados da PME referente a julho de 2014 para apenas 4 das 6 regiões metropolitanas usualmente pesquisadas, em razão de paralisação de servidores. Nesse sentido, ainda serão conhecidos os dados sobre o mercado de trabalho de Salvador e de Porto Alegre. A taxa de desocupação ficou estável nas outras regiões, em relação ao mês anterior. Em relação a julho de 2013, a taxa declinou 1,1 p.p. no Rio de Janeiro, 1,0 p.p. em Recife, 0,9 p.p. em São Paulo e 0,2 p.p. em Belo Horizonte. Cabe notar que a menor expansão da oferta de mão de obra nos últimos anos – como indicado pelo menor crescimento da 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 dos trabalhadores em Recife e no Rio de Janeiro aumentou em ambas as comparações; em Belo Horizonte ficou estável no mês e diminuiu no ano e em São Paulo, diminuiu no mês e aumentou no ano. O emprego formal celetista continua em expansão, mas há moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 537 mil postos de trabalho em doze meses até julho de 2014 (566 mil até julho 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\$1.331,1 bilhões em julho, com crescimento nominal de 13,5% em relação a julho de 2013. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas – financiado principalmente com recursos direcionados – cresceu 28,2% e atingiu R\$393,0 bilhões, o que corresponde a 7,8% 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\$1.504,3 bilhões em julho (com crescimento de 9,6% em relação a julho de 2013), com a taxa de juros média de 16,0% (1,6 p.p. maior do que a observada em julho de 2013). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES alcançou R\$540,6 bilhões – crescimento de 11,4%

em doze meses até julho. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R\$16,3 bilhões em doze meses até julho de 2014 (R\$9,6 bilhões até julho de 2013). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$65,1 bilhões em doze meses até julho de 2014 (R\$81,9 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\$107,0 bilhões nos doze meses até julho de 2014 (R\$114,5 bilhões no mesmo período de 2013).

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$6,4 bilhões em agosto (US\$2,5 bilhões em agosto de 2013). Concorreram para esse resultado US\$239,4 bilhões em exportações e US\$233,0 bilhões em importações, com aumento de 0,3% e recuo de 1,3%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em agosto de 2013. Em doze meses até agosto, o *quantum* exportado aumentou 4,4% e o preço médio das exportações recuou 3,9%, enquanto o *quantum* importado avançou 0,9% e o preço médio das importações diminuiu 1,3%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$78,4 bilhões em julho, equivalente a 3,5% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$24,8 bilhões em termos líquidos (US\$27,7 bilhões em julho de 2013), e as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos” – em grande parte, destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$21,5 bilhões (US\$18,1 bilhões em julho de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram, no mesmo período, US\$34,1 bilhões (US\$34,3 bilhões até julho de 2013), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$24,4 bilhões para US\$26,4 bilhões.

Os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$64,0 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 2,8% do PIB.

Sobre atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam perspectivas de crescimento heterogêneas das economias maduras (considerando o conjunto como um todo, taxas baixas e abaixo do crescimento potencial). 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. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, não obstante a resiliência da demanda doméstica.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US\$105 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 2,1% nos preços das metálicas, e diminuição de 4,0% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 5 de setembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava redução de 2,6% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de junho de 2014.

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

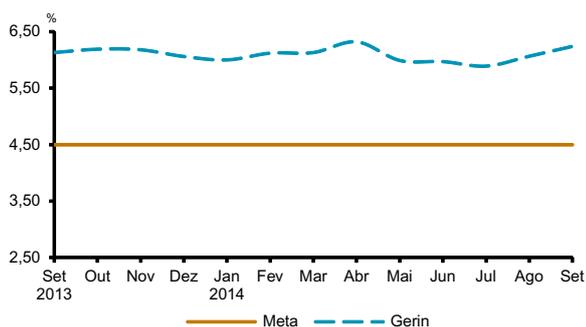
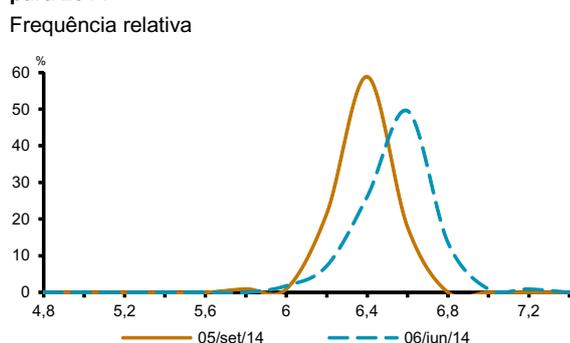


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 1,44% para 0,48%, entre 6 de junho, data de corte do Relatório anterior, e 5 de setembro. Para 2015, a taxa de crescimento recuou de 1,80% para 1,10%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,47% para 6,29% para 2014; e de 6,03% para 6,29%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 5,97% para 6,24%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de junho 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 0,14%.

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 ritmo de

atividade global mais intenso no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências ainda apontam taxas de crescimento heterogêneas nas economias maduras, em algumas das quais baixas e abaixo do crescimento potencial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de tensão e 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 os níveis de confiança historicamente baixos, tanto de consumidores como de empresários, 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, 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 ações recentes do Banco Central Europeu (BCE), incertezas sobre a efetividade dessas iniciativas, aliadas a certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região, ainda se manifestam na fragilidade mercado de crédito, 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 de tensões geopolíticas e, talvez mais relevante, 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.

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, ainda que gradual, 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, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Indicadores recentes, entretanto, 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, o cenário de maior crescimento global – não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava –, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, 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. Esses riscos se traduzem, por exemplo, na percepção de que os prêmios de risco têm se mostrado muito comprimidos e os preços de ativos muito elevados. De fato, em período recente, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos – em particular de economias emergentes e da periferia europeia – mantiveram-se em declínio e se posicionaram, em casos específicos, em patamares abaixo daqueles observados no início de 2010. Por sua vez, de modo geral, os mercados acionários de economias emergentes e de economias maduras (exceto na Europa) se valorizaram desde o Relatório anterior. Ainda não está claro, entretanto, se esses movimentos estão refletindo adequadamente os fundamentos econômicos. Uma hipótese alternativa é que sejam 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* medidos em dólares mostram ligeiro recuo na comparação com o registrado no trimestre anterior. Em particular, o IC-Br composto recuou para patamares próximos aos observados

em fevereiro deste ano. Nesse contexto, o IC-Br metais, após longo período de estabilidade, aumentou desde o último Relatório. Por outro lado, o IC-Br energia diminuiu, o que, ao menos em parte, pode ser reflexo do aumento da produção de óleo de xisto nos Estados Unidos. Por sua vez, o IC-Br agrícola seguiu diminuindo. 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 ainda prevalece excesso de capacidade ociosa.

No âmbito interno, o Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser 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. Não obstante que dados de alta frequência eventualmente possam apontar em direção distinta, em termos de absorção doméstica, o consumo agregado (consumo das famílias mais consumo do governo) tende a continuar em expansão 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 – 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

dos setores mais diretamente envolvidos em transações comerciais com o resto do mundo – ou seja, indústria e 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 médio 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, o Comitê entende que, 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 efetivo retomassem patamares mais elevados e até mesmo para que o crescimento potencial aumentasse. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade da 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, não obstante sinais de acomodação, ainda 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, o Comitê antecipa desenvolvimentos que tendem a contribuir para o arrefecimento de riscos originados na

dinâmica salarial, como a concessão de menores reajustes do salário mínimo e dos salários de servidores públicos. De fato, 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 terceiro trimestre seguido, deslocando-se para 17,4% do PIB no acumulado em doze meses. Especificamente no segmento empresarial, dois fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo: a baixa confiança de empresários e a evidência de estreitamento das margens de lucro. Ainda sobre o fator capital, note-se também que a utilização da capacidade instalada recuou no último trimestre, com menor grau de heterogeneidade entre os setores na comparação com o observado no Relatório de Inflação anterior.

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 nos próximos trimestres as medidas de hiato tendem a permanecer no território desinflacionário.

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 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 elevado da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços, e, sobretudo, por incertezas que cercam a trajetória de preços (como o da gasolina) e de tarifas de serviços públicos (por exemplo, eletricidade e ônibus urbano), nos dois casos com grande visibilidade.

O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. Importa destacar que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 –, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por uma moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem por parte das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados.

Ainda sobre o mercado de crédito, o Copom considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom ressalta que, desde o Relatório anterior, os preços de ativos domésticos mostraram certa 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. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos. Dessa forma, natural esperar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais sejam transmitidos, ainda que parcialmente, 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. Em outra perspectiva, o Comitê nota que o real se depreciou nos últimos três anos em relação às moedas de importantes parceiros comerciais do Brasil e, dessa forma, também identifica a ocorrência de um processo de realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais.

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, antes de alcançar os preços, ações de política monetária interferem nas decisões de consumo e de investimento de famílias e de firmas. 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, o Comitê 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.

Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência dos dois supracitados importantes processos de ajustes de preços relativos 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, o Comitê lembra que as condições monetárias foram apertadas, e avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, para o Comitê, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, é plausível afirmar que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por

unanimidade, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés, nas reuniões de julho e de setembro.

Votaram pela manutenção da taxa Selic em 11,00%, em julho e em setembro, 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 pondera que, apesar de a inflação ainda se encontrar elevada, pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes dos dois supracitados processos de realinhamentos de preços 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. Nesse contexto, o Comitê reafirma sua visão de que, mantidas as condições monetárias – isto é, levando em conta estratégia que não contempla redução do instrumento de política monetária –, a inflação tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

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.

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 5 de setembro 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 setembro de 2014 – mesmos valores considerados no Relatório de Inflação de junho 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 ficaram inalteradas para 2015, em comparação aos valores divulgados no Relatório de junho de 2014. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R\$2,39/US\$ para R\$2,31/US\$. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,48/US\$, mesmo valor considerado no Relatório anterior. Para 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$2,56/US\$.

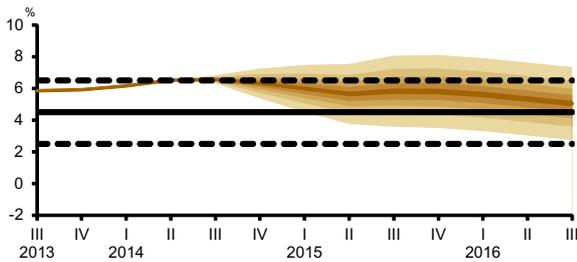
No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2014 mantiveram-se em 11,00% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, deslocaram-se de 12,08% a.a. para 11,65% a.a. Para 2016, as expectativas indicam taxa Selic média de 10,75% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 53 p.b. e de 59 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 agosto, nos preços da gasolina (0,2%) e do gás de bujão (0,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de redução de 6,3% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 16,8% nos preços da eletricidade. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que

consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 6,0% para 2015, mesmo valor considerado no Relatório anterior e de 4,9% para 2016, ante 4,5% considerado no Relatório de junho de 2014.

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.).

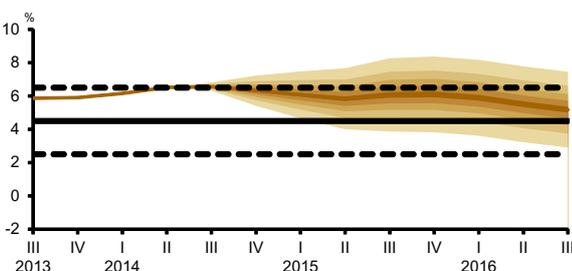
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11,00% a.a. (Cenário de referência)

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

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 Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (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 6,3% em 2014, 0,1 p.p. menor do que a projetada no Relatório de junho de 2014, acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção parte de 6,6% no terceiro trimestre de 2014; e encerra o ano em 6,3%. Para 2015, a projeção recua para 6,0% no primeiro trimestre; desloca-se para 5,6% e 5,8% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente; e encerra o ano em 5,8%. Para o primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,6%, 5,3% e 5,0%, respectivamente.

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 37% e, em 2015, de 31%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2014 se encontra em 6,3%, mesmo valor projetado no cenário de referência, e 0,1 p.p. menor 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

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

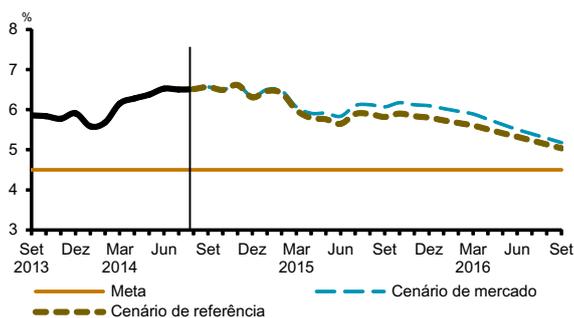
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2014 II	6,5	6,5
2014 III	6,6	6,6
2014 IV	6,4	6,4
2015 I	6,1	6,3
2015 II	5,9	6,2
2015 III	6,0	6,3
2015 IV	5,7	6,0
2016 I	5,4	5,5
2016 II	5,1	5,0

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



doze meses, assim como no cenário de referência, encerra o ano de 2014 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,6% no terceiro trimestre de 2014; e encerra o ano em 6,3%. Para 2015, a projeção se encontra em 6,1% no primeiro trimestre de 2015; desloca-se para 5,8% e 6,1% no segundo e terceiro trimestres de 2015, respectivamente; e encerra o ano em 6,1%. Para o primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,9%, 5,5% e 5,2%, respectivamente.

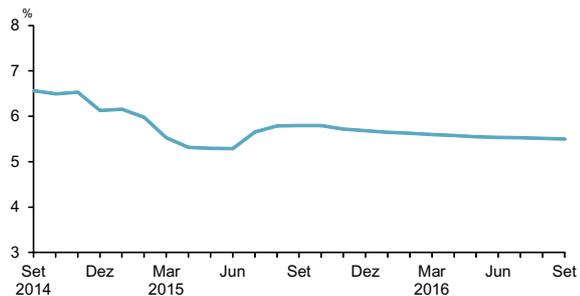
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 situa-se em torno de 37%, e em 2015, de 39%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra estabilidade para o terceiro trimestre de 2014 e redução das projeções entre o quarto trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2015. Nos três trimestres seguintes, há elevação nas projeções de inflação. A redução das projeções entre 2014 e 2015 se deve, em parte, a taxas de inflação em meses recentes, em geral, abaixo das projeções prevaletentes por ocasião da publicação do Relatório anterior; e o aumento na previsão para 2016 se deve à elevação da projeção dos preços administrados por contrato e monitorados. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue o mesmo padrão do cenário de referência, refletindo, basicamente, as mesmas 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 terceiro trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até agosto 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 quarto trimestre de 2014. Apesar de se posicionarem acima da meta, as projeções indicam que a inflação entra em trajetória de convergência nos trimestres finais do horizonte de projeção.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até agosto de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de

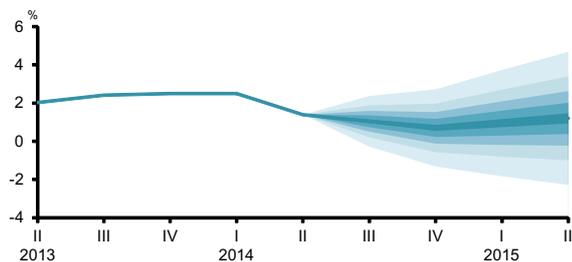
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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



inflação apresenta tendência declinante até junho de 2015, quando há uma elevação, convergindo então 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 0,7% para 2014 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 1,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2015.

Indicador de Condições de Mercado de Trabalho¹

A taxa de desemprego figura entre os indicadores mais relevantes na formulação da política monetária, dentre outros aspectos, por carregar conteúdo informacional sobre a posição da economia no ciclo econômico. Apesar de sua importância, essa informação sobre o estado do mercado de trabalho deve ser complementada por outras constantes em diferentes indicadores, principalmente em momentos em que, em seu conjunto, os indicadores oferecem sinais divergentes sobre o desempenho do mercado de trabalho.

Como ilustração, nota-se que recentemente, enquanto a taxa de desemprego tem se posicionado em patamares historicamente baixos e os ganhos salariais são elevados, sugerindo baixa ociosidade no mercado de trabalho, o recuo na geração de postos de trabalho e na taxa de participação aponta em direção oposta. Em princípio, outros desenvolvimentos podem ajudar a explicar essa discrepância, por exemplo, alteração no perfil etário de trabalhadores, mudança na qualificação, e, nesse sentido, compõem o conjunto de informação sobre as condições do mercado de trabalho. Dito de outra forma, todos esses elementos podem afetar o custo marginal de produção das empresas e representar fontes de pressão inflacionária.

Este boxe apresenta um Indicador de Condições de Mercado de Trabalho (ICMT) para o Brasil. A metodologia utilizada agrega informações de diferentes variáveis por meio da análise de componentes principais (PCA)^{2,3}. Com isso, procura-se capturar o movimento comum das séries, que, de um lado, reflita as condições gerais desse mercado e, de outro, seja interpretado como medida de custo marginal do trabalho.

1/ Este boxe é baseado no artigo “*Labor Market Conditions Indicators for Brazil*”, de Waldyr Areosa, Arnildo Correa, Flávia Graminho e Wagner Gaglianone, a ser divulgado na série de Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.

2/ PCA consiste em transformar matematicamente um conjunto original de variáveis em outro conjunto (de mesma dimensão). As variáveis desse novo conjunto, denominadas “componentes principais”, são independentes entre si e estimadas com o objetivo de reter, em ordem de estimação, o máximo de informação em termos da variação total contida nos dados. Cada componente principal é uma combinação linear das variáveis originais, e a primeira componente principal apresenta a maior variação comum dos dados. Vide Johnson e Wichern (1992).

3/ A metodologia utilizada é próxima à utilizada em Barnes *et al.* (2007)

Tabela 1 – Variáveis selecionadas

Grupos	Total	Séries temporais
I – Quantidade	32	Taxas de desemprego - IBGE (Brasil, Recife, Salvador, BH, RJ, SP, Porto Alegre); Taxa desemp. setorial (indústria, construção, comércio, adm. pública, serviços, serv. domésticos, outros serviços); Desempregados (%) por tempo de procura de trabalho (2 anos ou mais); Pessoas de 10 anos ou mais (que saíram do trabalho no último ano; subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas); Número de horas pagas (total; por trab.); Pessoal ocupado assalariado; Vagas formais criadas no mês (Caged); Emprego e horas trabalhadas, Indústria (CNI); Taxas de desemprego aberto - DIEESE (PED, SP, BH, Porto Alegre, Recife, Salvador); População Economicamente Ativa - IBGE (Brasil, SP); Taxa de atividade: PEA/PIA;
II – Preços	6	Rendimento médio real do trabalho principal - IBGE (habitual, hab. com carteira, hab. sem carteira, efetivo); Folha de pagamento real - IBGE (total, por trabalhador)
III – Longo Prazo	2	Proporção de jovens na PEA, abaixo de 24 anos de idade (IBGE); Taxa de crescimento da PIA (em 12 meses)
IV – Conjuntura	5	Admissões + demissões (Caged); Tempo de procura por trabalho, pop. desemp. - DIEESE (BH, PoA, Salv., SP)
V – Qualidade	2	Percentual de pessoas ocupadas - IBGE (com menos de 3 anos de estudo; com mais de 8 anos de estudo).

O primeiro passo consiste na escolha das variáveis. Com o objetivo de introduzir alguma estrutura econômica, as variáveis foram distribuídas em cinco grupos: quantidade, preço (i.e., salários), outros fatores conjunturais, fatores de longo prazo e qualidade da mão de obra, conforme consta na Tabela 1, utilizando o período de janeiro de 2003 a junho de 2014.

Como segundo passo, para que aumentos no ICMT pudessem ser interpretados como elevação no custo marginal do trabalho, os sinais de algumas séries foram invertidos⁴. Além disso, foi aplicado tratamento para sazonalidade e não estacionariedade e, em alguns casos, consideraram-se as médias móveis de seis meses (aplicando-se tratamento de suavização).

Num terceiro momento, todas as séries foram normalizadas, com a retirada da média amostral e divisão pelo respectivo desvio-padrão.

Por último, o ICMT foi construído como a média ponderada das séries normalizadas (com o sinal apropriado), segundo duas estratégias de ponderação: i) pesos iguais; e ii) pesos obtidos via componentes

4/ Tiveram sinal mantido as seguintes séries: número de horas pagas (total, por trabalhador); pessoal ocupado assalariado; vagas formais criadas no mês (Caged); emprego e horas trabalhadas na indústria (CNI); rendimento médio real do trabalho principal (IBGE – habitual com carteira, habitual sem carteira, efetivo); folha de pagamento real (IBGE – total, por trabalhador); Admissões + demissões (Caged); Percentual de pessoas ocupadas (IBGE – com mais de 8 anos de estudo). Inversão de sinal foi aplicada às demais séries.

principais. Diversas especificações foram construídas usando as duas primeiras componentes principais das 47 variáveis selecionadas⁵ e as duas primeiras componentes principais de cada um dos cinco grupos de variáveis da Tabela 1.

Para efeito de comparação e análise, foram construídos seis indicadores, da seguinte forma, como mostra a Tabela 2: 1) média simples de todas as séries (pesos iguais entre todas as variáveis); 2) primeira componente principal das 47 variáveis; 3) média ponderada das duas primeiras componentes principais das 47 variáveis, com pesos dados pelos autovalores estimados; 4) média simples das primeiras componentes principais das séries em cada categoria (pesos iguais entre os grupos de variáveis); 5) primeira componente principal das primeiras componentes principais das séries em cada categoria; e 6) média ponderada das duas primeiras componentes principais das primeiras componentes principais em cada categoria, utilizando como fator de ponderação os respectivos autovalores estimados.

Tabela 2 – Descrição dos indicadores

Nome do indicador	Pesos	Séries
ICMT 1	Iguais	Todas (47)
ICMT 2	1ª componente principal	Todas (47)
ICMT 3	Soma ponderada da 1ª e 2ª componentes principais	Todas (47)
ICMT 4	Iguais	1ª componente principal de cada grupo (5)
ICMT 5	1ª componente principal	1ª componente principal de cada grupo (5)
ICMT 6	Soma ponderada da 1ª e 2ª componentes principais	1ª componente principal de cada grupo (5)

A Tabela 3 apresenta os pesos atribuídos a cada grupo de variáveis utilizando os métodos de agregação anteriormente descritos. Cabe notar que, como o grupo “quantidade” reúne 32 variáveis, tem peso significativo nos índices ICMT1, ICMT2 e ICMT3, que diminui nos demais indicadores (ICMT4, ICMT5 e ICMT6), em decorrência dos métodos de agregação utilizados.

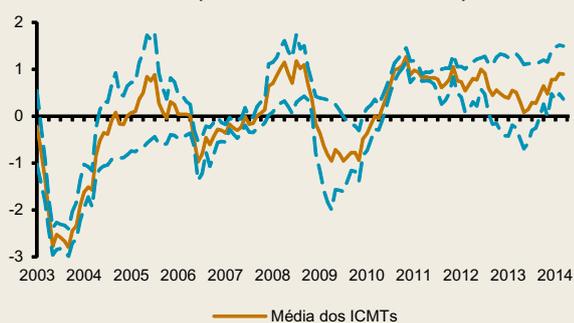
Para evitar efeito de escala na comparação das medidas, os ICMTs são normalizados, de modo que todos apresentem média zero e desvio-padrão unitário.

5/ As duas primeiras componentes principais explicam cerca de 42% da variação total do grupo de séries normalizadas.

Tabela 3 – Importância relativa dos grupos de variáveis

	Nº de variáveis	ICMT 1	ICMT 2	ICMT 3	ICMT 4	ICMT 5	ICMT 6
1 - Quantidade	32	68,1%	78,8%	70,6%	20,0%	11,4%	26,1%
2 - Preços	6	12,8%	10,4%	15,5%	20,0%	21,1%	22,5%
3 - Longo Prazo	2	4,3%	1,5%	4,1%	20,0%	29,9%	21,4%
4 - Conjuntura	5	10,6%	7,2%	5,1%	20,0%	7,0%	7,0%
5 - Qualidade	2	4,3%	2,1%	4,7%	20,0%	30,6%	23,0%
Soma	47	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Gráfico 1 – ICMTs (média, máximo e mínimo)^{1/}



1/ As linhas tracejadas denotam os ICMTs máximo e mínimo.

O Gráfico 1 apresenta a média dos seis indicadores descritos na Tabela 2, além do valor máximo e mínimo em cada ponto do tempo. De modo geral, a dinâmica temporal de todos os indicadores é semelhante.

Os exercícios sugerem que fatores como qualidade e composição da mão de obra, rotatividade e rendimentos do trabalhador, crescimento da população, dentre outros, além da própria taxa de desemprego, são importantes para a avaliação do mercado de trabalho. Ao considerar esses aspectos, o ICMT constitui uma medida sintética de mudanças nas condições do mercado de trabalho e, conseqüentemente, no custo marginal das empresas e na inflação.

Referências

AREOSA, W., CORREA, A., GRAMINHO, F. e GAGLIANONE, W. (2014). “Labor Market Conditions Indicators for Brazil”, mimeo.

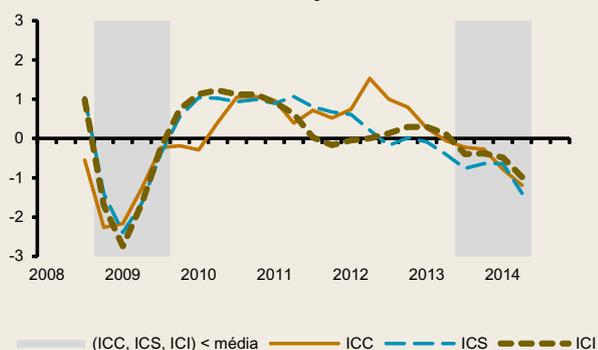
BARNES, M., CHAHROUR, R., OLIVEI, G., TANG, G. (2007). “A Principal Components Approach to Estimating Labor Market Pressure and Its Implications for Inflation”, Federal Reserve Bank of Boston, Public Policy Briefs n.07-2.

JOHNSON, R.A. e WICHERN, D.W. (1992). “Applied Multivariate Statistical Analysis”, Prentice-Hall, New Jersey, USA.

Índices de Confiança e Variáveis Macroeconômicas

Índices de confiança são medidas que visam, por construção, refletir a percepção de determinados grupos de agentes sobre a situação presente e futura da economia. Em razão da importância desses indicadores, em recente boxe avaliou-se o poder preditivo de curto prazo de diversos índices de confiança¹. Dando seguimento a essa análise, o objetivo deste boxe é identificar relações empíricas de diferentes índices de confiança entre si e deles com a atividade econômica e a inflação, em um horizonte mais longo.

Gráfico 1 – Índices de confiança



O Gráfico 1 apresenta as séries normalizadas, a partir de 2008T3, de três índices de confiança calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV): (i) Índice de Confiança da Indústria (ICI); (ii) Índice de Confiança do Consumidor (ICC); e (iii) Índice de Confiança de Serviços (ICS). No Gráfico 1, as duas áreas sombreadas apontam os períodos em que os três índices encontram-se simultaneamente abaixo da respectiva média no período, a saber: 2008T4 a 2009T3 e a partir de 2013T3 até o último dado disponível, 2014T2.

No que se refere a relações empíricas entre diferentes índices de confiança, as evidências sugerem existência de causalidade entre os indicadores investigados. A Tabela 1 apresenta os resultados de testes de causalidade de Granger, com frequência mensal e duas defasagens, entre os índices de confiança analisados, com ajuste sazonal. Os resultados sugerem, com um nível de significância de 10%, a existência de antecedência temporal² circular entre os três índices de confiança, da seguinte forma: $ICI \rightarrow ICS \rightarrow ICC \rightarrow ICI$.

Uma possível explicação para tal resultado, sob o ponto de vista econômico, seria a própria cadeia de ciclo produtivo. Afinal, um choque negativo (positivo) de confiança iniciado no setor industrial pode ter impacto (por exemplo, via redução (aumento) de oferta setorial)

1/ Ver boxe “Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança”, no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

2/ A seta indica causalidade de Granger unidirecional entre duas variáveis. Por exemplo, $X \rightarrow Y$ indica que X Granger-causa Y.

Tabela 1 – Teste de causalidade de Granger

Hipótese Nula (Ho)	Número de Observações ^{1/}	Estatística F	p-valor
ICC não Granger-causa ICI	103	2,73	0,07
ICI não Granger-causa ICC	103	1,28	0,28
ICS não Granger-causa ICI	70	0,39	0,68
ICI não Granger-causa ICS	70	10,06	0,00
ICS não Granger-causa ICC	70	5,91	0,00
ICC não Granger-causa ICS	70	2,38	0,10

^{1/} Amostra de set/2005 até mai/2014 para os testes entre ICC e ICI e jun/2008 até mai/2014 para os demais testes.

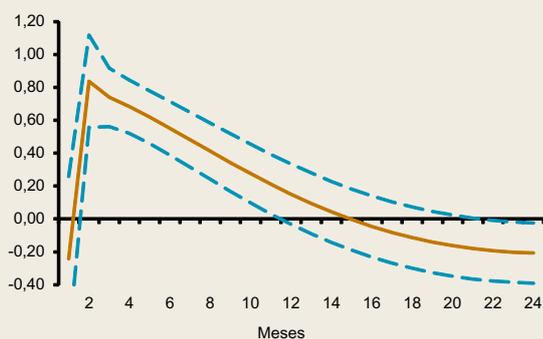
em um setor intermediário (como o de serviços para a indústria), eventos que, no final da cadeia, poderiam afetar trabalhadores dos dois setores, via redução (aumento) da oferta de emprego e/ou de salários.

Além disso, cabe argumentar que decisões de consumo dos trabalhadores (por exemplo, alterações na demanda agregada) são monitoradas pelos produtores, podendo afetar a confiança da indústria, fechando, dessa forma, o ciclo observado de causalidade, no sentido de Granger, entre os índices analisados.

Em outra perspectiva, assimetria de informação, diferenças nas funções objetivo dos agentes econômicos e mecanismos defasados de transmissão de choques na economia poderiam explicar a antecedência temporal observada entre os índices de confiança.

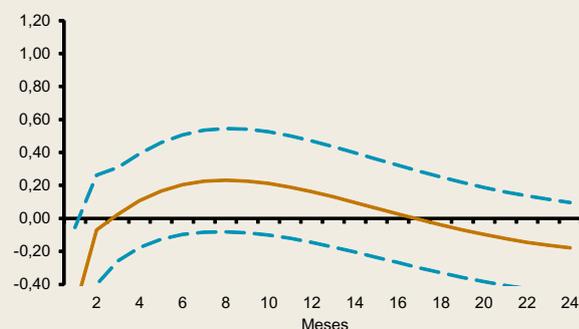
No que diz respeito à relação entre os índices de confiança e variáveis macroeconômicas, as evidências também indicam retroalimentação e ambiguidade. De fato, se por um lado, recuo no ritmo de atividade econômica ou aumento na inflação podem gerar diminuição de confiança na economia; por outro, perda de confiança dos agentes na situação econômica pode afetar a tomada de decisões empresariais, determinar redução de investimentos, que tende a se traduzir em moderação do ritmo de atividade, redução da oferta de emprego e recuo da inflação. Pelo ângulo do consumo, um consumidor menos confiante tende a conter gastos ao se defrontar com perspectiva de moderação de ganhos futuros, o que tende a conter pressões de preços.

Gráfico 2A – Função Resposta a Impulso^{1/}



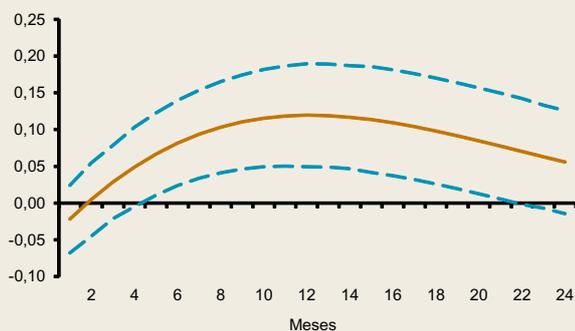
^{1/} Resposta do hiato da produção industrial ao choque de confiança da indústria. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 2B – Função Resposta a Impulso^{1/}



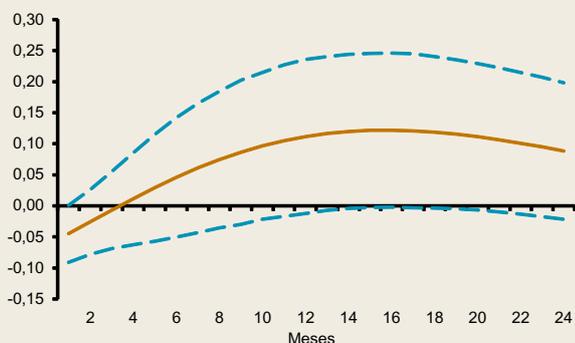
^{1/} Resposta do hiato da produção industrial ao choque de confiança do consumidor. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 3A – Função Resposta a Impulso^{1/}



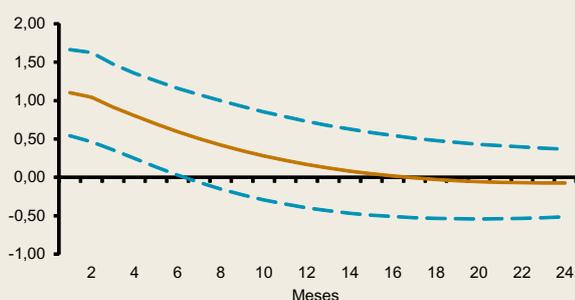
1/ Resposta da inflação ao choque de confiança da indústria.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 3B – Função Resposta a Impulso^{1/}



1/ Resposta da inflação ao choque de confiança do consumidor.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 4 – Função Resposta a Impulso^{1/}



1/ Resposta do choque de confiança do consumidor a um choque de confiança da indústria. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

A fim de capturar o efeito líquido de variações nos índices de confiança sobre atividade econômica e inflação ao longo do tempo, estimou-se um modelo de Vetores Autoregressivos (VAR) com frequência mensal e quatro variáveis: (i) inflação ao consumidor (IPCA); (ii) ICC; (iii) ICI³; e (iv) hiato de uma proxy da atividade econômica (produção industrial)⁴. Seguindo o critério de informação de Schwarz, os modelos VAR foram estimados com uma defasagem para a proxies de atividade⁵.

Estimados os modelos, foram construídas funções de resposta a impulso (choque) da confiança do consumidor e da indústria (impulso generalizado⁶) e os impactos sobre inflação e hiato. A análise dos Gráficos 2A, 2B, 3A e 3B, 4 e 5 indica que: (i) choques nos índices de confiança do consumidor e da indústria têm efeitos diferentes sobre a inflação e a atividade econômica – o ICI afeta hiato da produção industrial e inflação positiva e significativamente por vários meses, ao passo que o ICC não afeta significativamente essas duas variáveis; (ii) o ICI afeta significativamente o hiato da produção industrial do segundo mês ao décimo primeiro mês após o choque; e a inflação, do quinto ao vigésimo segundo mês; e (iii) as evidências indicam que choques na confiança do consumidor afetam a confiança da indústria, e vice-versa, o que corrobora a hipótese de antecedência temporal sugerida pelos testes de causalidade de Granger.

Cabe destacar que os exercícios apontam, ainda, ambiguidade na relação entre inflação e índices de confiança, em particular, o ICI. Nesse sentido, em resposta a um aumento na inflação, o ICI recua a partir do segundo mês e se recupera somente a partir do décimo mês após o choque (Gráfico 6). Por outro lado, um recuo no ICI leva a uma redução da inflação a partir do quinto mês, por sua vez, precedida de alargamento do hiato da produção industrial (Gráficos 2A e 3A). Ao mesmo tempo, o ICC não tem efeitos diretos sobre a inflação, e vice-versa (Gráficos 3B e 7).

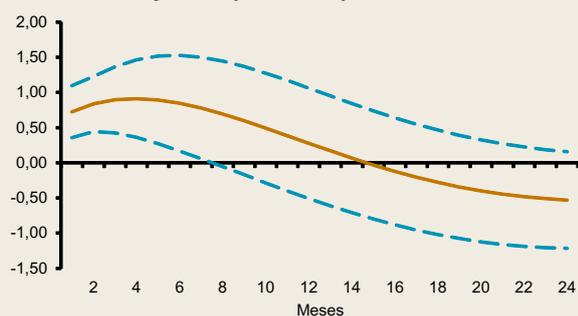
3/ O Índice de Confiança dos Serviços não foi utilizado na estimação devido ao pequeno tamanho da amostra, com início em junho de 2008.

4/ Alternativamente, foi utilizado o hiato do IBC-Br como proxy de atividade econômica, com resultados qualitativamente semelhantes ao hiato da produção industrial.

5/ A amostra considerada para o modelo com produção industrial engloba o período de junho/1995 a fevereiro/2014, enquanto a do modelo com o IBC-BR, de março/2003 a março/2014.

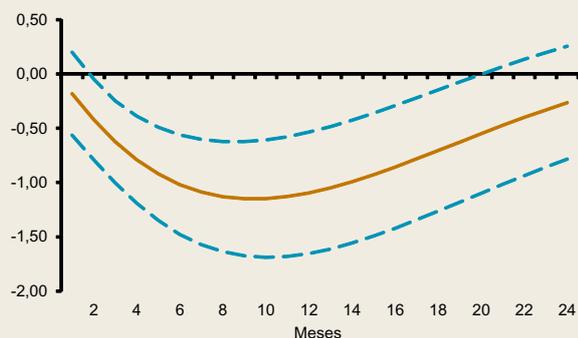
6/ Adota-se a técnica de Pesaran e Shin (1998) na construção das funções resposta a impulso (aplicando um choque de um desvio-padrão das inovações), dado que essa metodologia gera um conjunto ortogonal de inovações que não depende da ordenação das variáveis do modelo.

Gráfico 5 – Função Resposta a Impulso^{1/}



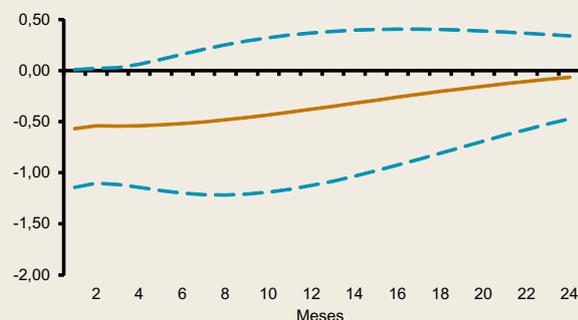
1/ Resposta do choque de confiança da indústria a um choque de confiança do consumidor. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 6 – Função Resposta a Impulso^{1/}



1/ Resposta do choque de confiança da indústria a um choque na inflação. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 7 – Função Resposta a Impulso^{1/}



1/ Resposta do choque de confiança do consumidor a um choque na inflação. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Em resumo, este boxe apresenta evidência da existência de causalidade entre os índices de confiança (indústria, serviços e consumidor), bem como de circularidade entre eles. Adicionalmente, as evidências sugerem que choques na confiança da indústria têm efeitos sobre inflação e atividade econômica, enquanto choques na confiança do consumidor não apresentariam efeitos diretos significativos sobre essas variáveis.

Referências

PESARAN, H.H. e SHIN, Y. (1998). “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models”, *Economics Letters*, 58(1), 17-29.