

Relatório de Inflação

Março 2015

Volume 17 | Número 1



Relatório de Inflação

Março 2015

Volume 17 | Número 1



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 17	nº 1	mar.	2015	p. 1-122
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 17, nº 1.

Controle Geral de Publicações

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

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

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

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	23
1.6 Conclusão	23
Preços	25
2.1 Índices gerais	25
2.2 Índices de preços ao consumidor	26
2.3 Núcleos	27
2.4 Expectativas de mercado	27
2.5 Conclusão	28
Políticas creditícia, monetária e fiscal	33
3.1 Crédito	33
Taxas de juros e inadimplência	34
3.2 Agregados monetários	38
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	39
Mercado de capitais	39
3.3 Política fiscal	40
Necessidades de financiamento do setor público	41
Evolução em 2014	41
Evolução em janeiro de 2015	43
Operações do Banco Central no mercado aberto	43
Dívida mobiliária federal	44
Dívida líquida do setor público	44
3.4 Conclusão	45
Economia internacional	47
4.1 Atividade econômica	47
4.2 Política monetária e inflação	49
4.3 Mercados financeiros internacionais	52
4.4 <i>Commodities</i>	53
4.5 Conclusão	54

Setor externo	57
5.1 Movimento de câmbio	57
5.2 Comércio de bens	57
5.3 Serviços e renda	59
5.4 Conta financeira	60
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	62
5.6 Conclusão	63
Perspectivas para a inflação	71
6.1 Determinantes da inflação	72
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	77
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	84
Boxes	
Sinais de Distensão no Mercado de Trabalho	17
Revisão da Projeção do PIB para 2014 e Projeção do PIB para 2015	20
Influência dos Preços de <i>Commodities</i> sobre o Repasse Cambial	30
Revisão da Estrutura de Estatísticas de Crédito	35
Emissões de Subsidiárias de Matrizes Brasileiras no Mercado Internacional	64
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015	68
Decomposição da Inflação de 2014	88
Repasse Cambial para Preços	95
Anexo	101
Apêndice	115

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 considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, 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 do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos.

Em linhas gerais, desde o Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências apontam taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial, notadamente na Área do Euro. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas.

Ainda sobre o ambiente externo, importa destacar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

No âmbito doméstico, 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 em 2015 será inferior ao potencial. Para o Comitê, o ritmo de atividade tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de recuperação da atividade em algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento em outras, combinado com a depreciação do real, tende a favorecer o crescimento da economia brasileira.

Ainda sobre atividade doméstica, o Copom avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Na visão do Comitê, essas mudanças antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por 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. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera necessárias iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

No que diz respeito às contas públicas, as recentes medidas de restabelecimento de alíquotas de alguns tributos, combinadas com ações visando reduzir o ritmo de expansão de grupamentos específicos de despesas e compatibilizar a execução do gasto público ao desempenho da arrecadação, sinalizam comprometimento com o atingimento das metas de *superavit* primário em 2015 e nos anos seguintes.

O *deficit* em transações correntes recuou no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Essa evolução repercutiu reduções na corrente de comércio – consistente com a recuperação modesta da economia mundial e com a desaceleração da atividade interna – e nas despesas líquidas de serviços e, principalmente, de rendas – influenciada pelo recuo nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros diretos, investimentos estrangeiros em carteira e empréstimos, embora tenham diminuído 2,2% no período, permaneceram em patamar confortável para o financiamento do balanço de pagamentos.

A inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 7,70% em fevereiro, 2,02 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 7,12% em doze meses (6,28% até fevereiro de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 9,66% (3,71% até fevereiro de 2014).

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 13 de março de 2015 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,15/US\$, e a meta para a taxa Selic em 12,75% ao ano (a.a.), projeta inflação de 7,9% em 2015, 4,9% em 2016 e 4,7% no primeiro trimestre de 2017.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 7,9% em 2015, 5,1% em 2016 e 4,9% no primeiro trimestre de 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2014, de acordo com o cenário de referência, é de -0,1% (0,3 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -0,5% para 2015. Essas projeções estão baseadas na atual metodologia de Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

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.

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, a intensificação 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.

Nesse contexto, como indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê nota, conforme antecipado, que a inflação se eleva no curto prazo e tende a permanecer elevada em 2015. Ao tempo em que reconhece que os ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a

inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes.

A evolução recente de indicadores coincidentes da atividade econômica sugere que o ritmo de crescimento da economia brasileira segue em patamar inferior ao potencial. Nesse sentido, repercutindo o menor dinamismo da indústria, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 0,4% no trimestre encerrado em janeiro de 2015, em relação ao finalizado em outubro de 2014, de acordo com dados dessazonalizados.

O crescimento da economia do país deverá seguir em ritmo moderado nos próximos meses. Essa perspectiva reflete, em grande parte, o nível reduzido dos indicadores de confiança de consumidores e empresários; o menor dinamismo do mercado de trabalho sobre a massa de rendimentos e, em consequência, sobre o consumo privado; e os efeitos do cenário mais restritivo envolvendo as políticas monetária e fiscal. No médio prazo, entretanto, os ajustes macroeconômicos em curso devem criar condições adequadas para o início de novo ciclo de crescimento econômico no país.

1.1 Comércio

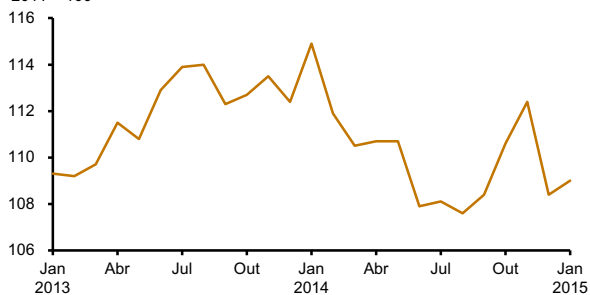
As vendas do comércio ampliado recuaram 1,7% em 2014 (crescimentos de 3,6% em 2013 e 8,0% em 2012), de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve reduções nas vendas em quatro dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os recuos nas vendas de veículos, motos, partes e peças (9,4%) e livros, jornais, revistas e papelaria (7,7%) e os aumentos nas de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (9,0%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (7,9%). Em termos regionais, ocorreram reduções nas vendas no Sudeste (3,2%), Centro-Oeste (0,5%) e Sul (0,4%), e aumentos no Norte (3,7%) e Nordeste (2,4%). As vendas do comércio varejista¹ cresceram 2,2% em 2014.

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

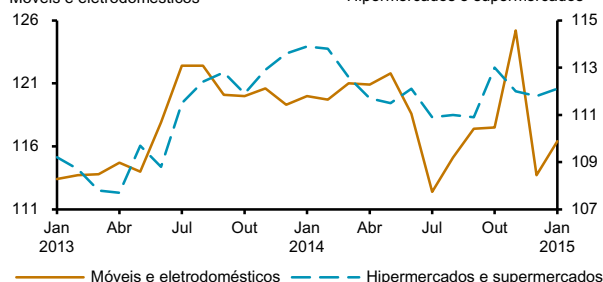
Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados

2011 = 100

Móveis e eletrodomésticos

Hipermercados e supermercados



Fonte: IBGE

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

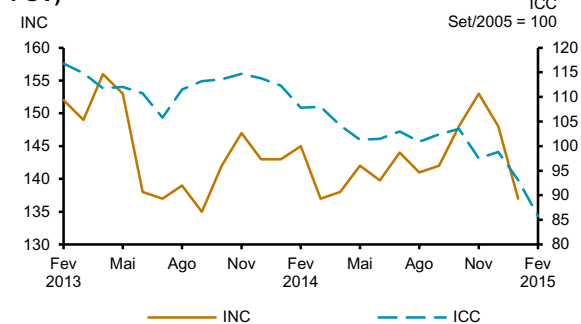
Dados dessazonalizados

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

Na margem, o comércio ampliado cresceu 1,0% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2014, quando havia registrado estabilidade no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. As vendas aumentaram em todos os dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais para escritório e comunicação (6,4%) e outros artigos de uso pessoal (4,1%). As vendas do comércio varejista cresceram 0,9% no trimestre, destacando-se, por regiões, as elevações no Sul (2,6%) e no Sudeste (1,5%).

Indicadores coincidentes sinalizam arrefecimento das vendas no varejo nos primeiros meses do ano. As vendas reais do setor supermercadista recuaram 0,5% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro de 2014, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras), após sequência de sete elevações, nessa base de comparação. As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), diminuíram 2,1% no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro de 2014, quando haviam crescido 3,9%, no mesmo tipo de análise.

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 0,7% no trimestre encerrado em fevereiro de 2015, em relação ao finalizado em novembro de 2014, quando havia aumentado 1,7%.

A inadimplência atingiu 4,3% no estado de São Paulo, no trimestre encerrado em fevereiro de 2015 (4,7% em igual período de 2014), de acordo com dados dessazonalizados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor² aumentou 13,7% no trimestre encerrado em janeiro de 2015, em relação a igual período de 2014.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), manteve tendência decrescente no início de 2015, com recuo de 9,5% no trimestre finalizado em fevereiro (-4,2% no trimestre encerrado em novembro), dados dessazonalizados, reflexo de retrações de 11,7% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 8,0% no Índice de Expectativas (IE). O ICC recuou 20,4% em relação a fevereiro de 2014, com reduções de 26,7% no ISA e de 16,8% no IE.

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.

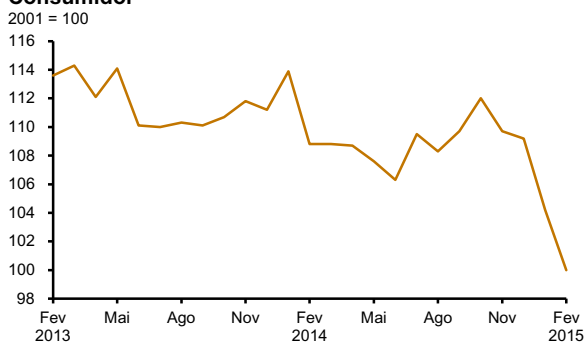
Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2014			2015
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}				
Comércio varejista	1,1	1,5	-2,6	0,8
Combustíveis e lubrificantes	0,6	-0,3	-0,5	0,0
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	1,9	-0,9	-0,2	0,3
Tecidos, vestuário e calçados	2,0	4,2	-7,2	1,3
Móveis e eletrodomésticos	0,1	6,6	-9,2	2,4
Artigos farmacêuticos, médicos	1,5	-0,6	-1,1	1,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0,7	11,6	-9,7	-0,6
Equipamentos e materiais para escritório	4,0	5,5	-7,6	12,3
Outros artigos de uso pessoal	0,8	5,5	-3,2	-0,7
Comércio ampliado	2,0	1,6	-3,6	0,6
Materiais de construção	1,2	0,2	-0,7	-0,1
Veículos, motos, partes e peças	4,4	7,3	-9,6	-0,5
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	1,0	2,2	1,9	0,9
Combustíveis e lubrificantes	2,7	2,8	1,4	0,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	0,1	0,6	1,2	0,3
Tecidos, vestuário e calçados	2,1	2,4	1,6	0,1
Móveis e eletrodomésticos	-0,8	4,0	3,3	1,5
Artigos farmacêuticos, médicos	3,5	3,2	1,9	0,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-1,4	2,4	1,8	2,9
Equipamentos e materiais para escritório	7,5	8,8	6,7	6,4
Outros artigos de uso pessoal	1,9	4,8	5,0	4,1
Comércio ampliado	0,0	2,4	2,3	1,0
Materiais de construção	2,6	3,5	1,6	0,7
Veículos, motos, partes e peças	-1,0	5,7	4,7	3,0
No ano				
Comércio varejista	2,6	2,5	2,2	0,6
Combustíveis e lubrificantes	2,9	2,7	2,6	0,7
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	1,9	1,6	1,3	0,2
Tecidos, vestuário e calçados	-0,9	-0,6	-1,1	-0,7
Móveis e eletrodomésticos	2,9	1,5	1,4	-3,1
Artigos farmacêuticos, médicos	9,5	9,1	9,0	5,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	-7,7	-7,5	-7,7	-10,4
Equipamentos e materiais para escritório	-3,6	-2,8	-1,7	19,0
Outros artigos de uso pessoal	7,6	8,0	7,9	4,7
Comércio ampliado	-1,5	-1,6	-1,7	-4,9
Materiais de construção	0,2	-0,1	0,0	-2,8
Veículos, motos, partes e peças	-9,4	-9,4	-9,4	-16,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 4,0% em fevereiro, em relação ao mês anterior. Destacaram-se as piores nos componentes de situação financeira e expectativas de renda pessoal, inflação e desemprego.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, apresentou recuo mensal de 7,4% em janeiro (-3,3% em dezembro e 3,4% em novembro). Ocorreram retrações nos indicadores do Nordeste (14,3%) e do Sudeste (8,1%), e aumentos nos do Norte/Centro-Oeste (6,9%) e do Sul (4,1%). O INC recuou 4,2% em relação a janeiro de 2014, interrompendo sequência de sete aumentos consecutivos, nesta base de comparação.

Os diversos indicadores de confiança do consumidor mostraram queda acentuada no início do ano. Esse comportamento reflete, em parte, o impacto de eventos não econômicos, em particular, o risco hídrico e o ambiente político.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria recuou 2,6% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, quando havia crescido 0,3%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa aumentou 1,0% e a da indústria de transformação diminuiu 3,3%, com recuos em 20 das 23 atividades pesquisadas (fumo, -15,3%; têxteis, -8,1%; máquinas e equipamentos -6,2%).

A análise por categorias de uso indica que a produção de bens de capital decresceu 5,9% no trimestre, evolução associada, em parte, ao ajuste de estoques no segmento de veículos pesados. A produção de bens de consumo duráveis contraiu 3,3%; a de bens de consumo semi e não duráveis, 2,9%; e a de bens intermediários, 1,1%.

A produção de veículos apresentou recuo de 28,9% em fevereiro, em relação a igual mês do ano anterior, atingindo 200,1 mil unidades, segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). A redução no primeiro bimestre do ano atingiu 22% em relação a igual período de 2014.

Tabela 1.2 – Produção industrialTrimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	%			
	2014			2015
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	0,3	-0,1	-1,7	-2,6
Por seção				
Indústria extrativa	3,4	1,9	1,0	1,0
Indústria de transformação	-0,2	-0,4	-2,2	-3,3
Por categoria de uso				
Bens de capital	2,5	3,8	-5,2	-5,9
Bens intermediários	0,3	-0,8	-1,0	-1,1
Bens de consumo	0,4	0,8	-1,4	-3,0
Duráveis	9,1	12,4	-0,1	-3,3
Semi e não duráveis	-0,7	-0,5	-2,1	-2,9

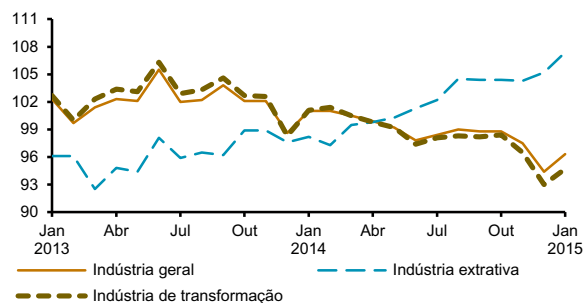
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2012 = 100



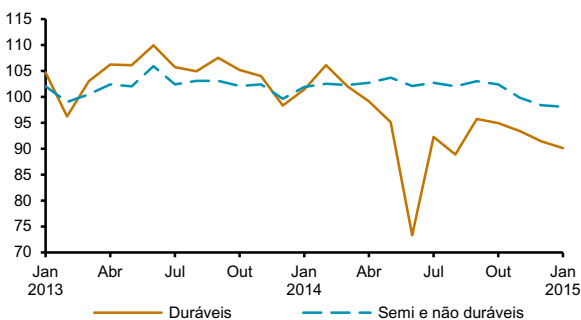
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

O pessoal ocupado assalariado na indústria diminuiu 0,8% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. No mesmo período, a folha de pagamento real recuou 1,0%.

O nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu média de 81,6% no trimestre finalizado em fevereiro, ante 82,6% no encerrado em novembro de 2014, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. A queda refletiu recuos nas indústrias de bens de consumo duráveis (4,7 p.p.), de bens de capital (2,2 p.p.), de bens intermediários (0,4 p.p.) e de bens de consumo não duráveis (0,2 p.p.).

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu 110 pontos³ no trimestre encerrado em fevereiro, ante 112,9 pontos no finalizado em novembro de 2014, dados dessazonalizados. O resultado repercutiu reduções nos indicadores das indústrias de bens de consumo duráveis (14,8 pontos) e de bens intermediários (0,9 ponto), e elevações nos relativos às indústrias de bens de consumo não duráveis (1,8 ponto) e de bens de capital (0,1 ponto).

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI), mantendo-se em patamar historicamente baixo, atingiu 83 pontos em fevereiro (85,9 pontos em janeiro), segundo dados dessazonalizados da FGV. O ICI aumentou 1,3 ponto no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao finalizado em novembro de 2014, com altas nos segmentos de bens intermediários (3,7 pontos) e de bens de consumo duráveis (1,7 ponto), e reduções nos de bens de capital (6,8 pontos) e de bens de consumo não duráveis (1,6 ponto).

O Índice de Gerentes de Compras⁵ (PMI) da indústria, sinalizando menor dinamismo da atividade industrial, recuou para 49,6 pontos em fevereiro, considerada a série dessazonalizada pela Markit.

Serviços

A receita nominal do setor apresentou aumento anual de 6,0% em 2014, ante 8,5% em 2013. A desaceleração repercutiu, em especial, o menor dinamismo das receitas nos

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

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

5/ 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.

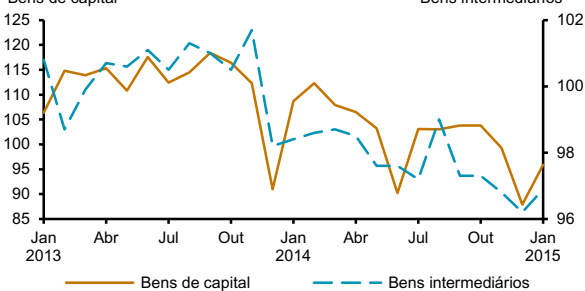
Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

Bens de capital

Bens intermediários



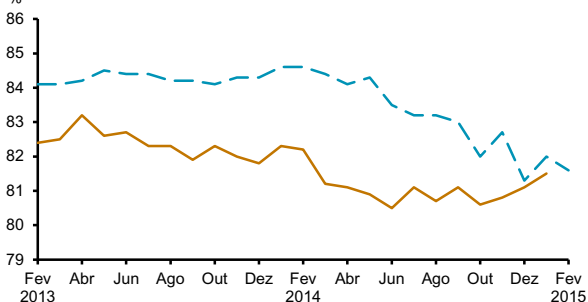
Fonte: IBGE

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.

Tabela 1.3 – Receita nominal de serviços

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2014			2015
	Out	Nov	Dez	Jan
Total	5,3	5,1	4,3	3,1
Serviços prestados às famílias	7,8	6,2	6,7	7,3
Serviços de informação e comunicação	2,1	1,9	0,3	-1,2
Serviços profissionais, administrativos e complementares	10,0	9,6	9,7	7,8
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	4,2	4,4	3,9	3,7
Outros serviços	10,4	9,0	7,0	3,3

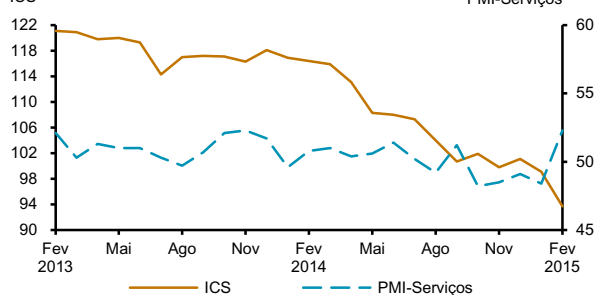
Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados

ICS

PMI-Serviços



Fontes: FGV e Markit

segmentos transportes e serviços auxiliares aos transportes e correio, e serviços de informação e comunicação que aumentaram, na ordem, 6,4% e 3,4% em 2014, ante 10,8% e 6,9%, respectivamente, em 2013.

Considerado o trimestre finalizado em janeiro, a receita nominal do setor de serviços cresceu 3,1% comparativamente ao mesmo trimestre do ano anterior, a menor taxa na comparação interanual desde o início da série em 2012. Entre os grupos de atividades, apenas o segmento de serviços de informação e comunicação registrou retração na mesma base de comparação.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 93,7 pontos em fevereiro, ante 99,1 pontos em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, sinalizando moderação na atividade do setor. O recuo mensal do indicador, que registra média histórica de 121,1 pontos, decorreu de reduções de 6,9 pontos no ISA-S e de 4,5 pontos no IE-S.

O PMI-Serviços referente à atividade de negócios atingiu 52,3 pontos em fevereiro (48,4 pontos em janeiro e 50,8 pontos em fevereiro de 2014) interrompendo sequência de quatro resultados mensais na área indicativa de retração.

Índice de atividade do Banco Central

O IBC-Br recuou 0,4% no trimestre encerrado em janeiro de 2015, em relação ao finalizado em outubro, quando havia aumentado 0,6%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados.

Destaque-se que, em função da migração das contas nacionais brasileiras para o Sistema de Contas Nacionais 2010 (SCN 2010), recentemente efetivada pelo IBGE, o IBC-Br deverá experimentar revisões na série histórica ao longo dos próximos meses, refletindo a incorporação das mudanças metodológicas efetuadas bem como as novas informações disponibilizadas pelo Instituto.

1.3 Mercado de trabalho

Observam-se sinais de distensão no mercado de trabalho, com aumento da taxa de desemprego que – consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE – registrou média de 4,8%

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

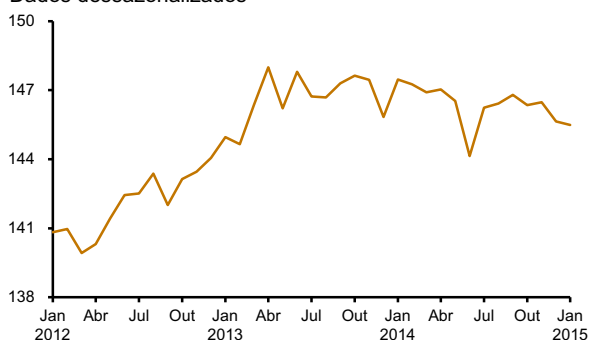
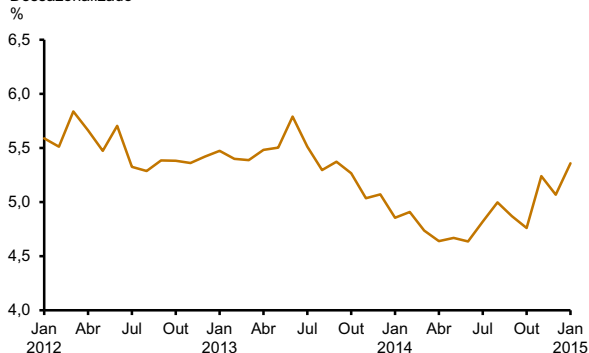


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto

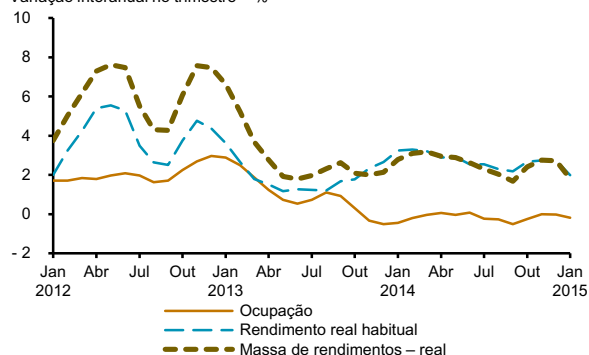
Dessazonalizado



Fonte: IBGE

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa

Varição interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

Tabela 1.4 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2014		2015	
	1º sem	2º sem	No ano	Jan ^{2/}
Total	493,1	-340,4	152,7	-628,9
Indústria de transformação	35,4	-222,0	-186,5	-188,0
Comércio	-76,4	201,2	124,8	-7,4
Serviços	344,3	28,8	373,1	-126,4
Construção civil	55,5	-200,8	-145,3	-190,6
Agropecuária	103,5	-124,4	-20,9	-86,8
Serviços ind. de util. pública	4,7	-0,5	4,2	-0,9
Outros ^{1/}	26,0	-22,7	3,3	-28,8

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em janeiro.

no trimestre encerrado em janeiro (4,6% em igual período de 2014). Essa elevação refletiu ampliação da População Economicamente Ativa (PEA), e moderação no nível de ocupados. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 5,2% no trimestre terminado em janeiro, ante 4,9% no encerrado em outubro de 2014, variação decorrente de aumento de 0,4% da PEA e estabilidade da População Ocupada (PO).

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, atingiu 6,5% no quarto trimestre de 2014 (6,8% no terceiro e 6,2% no quarto trimestre de 2013). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu, na ordem, 56,9%, 56,8% e 57,3%, nos períodos mencionados.

A economia do país eliminou, segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), 628,9 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro de 2015 (372,4 mil em igual período de 2014), dos quais 190,6 mil na construção civil, 188,0 mil na indústria de transformação e 126,4 mil no setor de serviços.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal cresceu 2,0% no trimestre encerrado em janeiro, em relação a igual período de 2014, segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais nas atividades construção civil (6,5%), serviços domésticos (3,1%) e administração pública (2,8%). A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 1,8% no mesmo período.

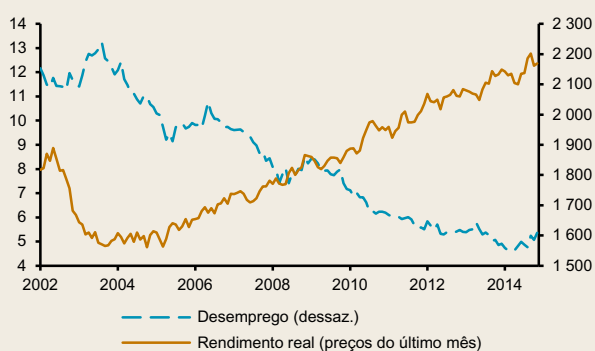
1.4 Produto Interno Bruto

O cronograma de divulgação das contas nacionais trimestrais estabelecido pelo IBGE para este ano distanciou a data de publicação dos resultados relativos do quarto trimestre de 2014 em função da transição metodológica para o novo sistema de contas nacionais, de modo que estão disponíveis para esta edição do Relatório de Inflação apenas os dados relativos ao terceiro trimestre, já abordados na edição anterior.

Em termos de projeção, resultados de indicadores setoriais de frequência mensal, relativos ao último trimestre de 2014, implicaram redução na projeção para a variação do PIB do

Sinais de Distensão no Mercado de Trabalho

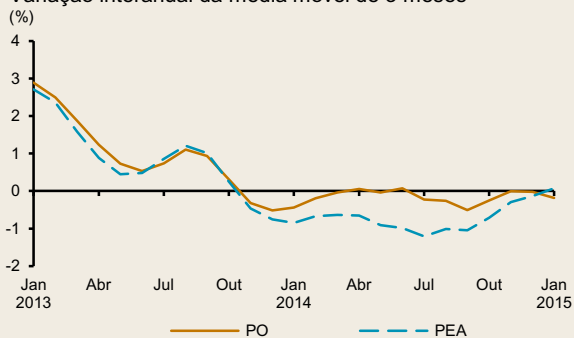
Gráfico 1 – Desemprego vs. rendimento



Fonte: IBGE

Gráfico 2 – Evolução da PO e PEA

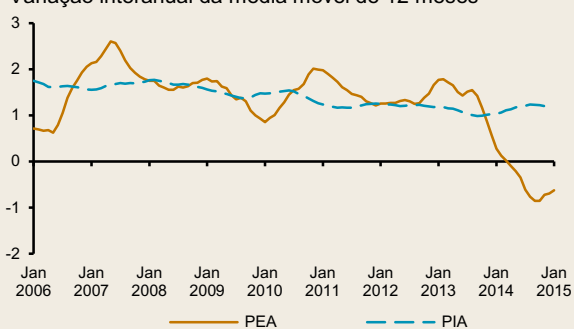
Variação interanual da média móvel de 3 meses



Fonte: IBGE

Gráfico 3 – Evolução da PEA e PIA

Variação interanual da média móvel de 12 meses



Fonte: IBGE

O mercado de trabalho do país registrou dinamismo acentuado nos últimos anos, evidenciado em aumentos significativos na ocupação e nos rendimentos reais, e em expressiva redução da taxa de desemprego (Gráfico 1). Dados recentes, entretanto, sugerem acomodação desse processo – expressa em elevação moderada do desemprego, menor crescimento dos rendimentos e redução da geração de empregos no mercado formal. Nesse cenário, esse boxe analisa as principais características e as perspectivas de alterações nas condições do mercado de trabalho.

A taxa de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), atingiu 5,3% em janeiro, aumentando 1,0 p.p. em relação a dezembro e 0,5 p.p. em doze meses – maior elevação interanual desde o primeiro semestre de 2009. O aumento recente do desemprego refletiu, em parte, o fim da trajetória de redução da (PEA), observada ao longo de 2014 (Gráfico 2).

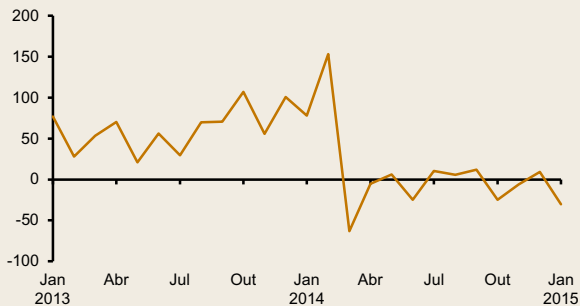
Ressalte-se que a trajetória declinante da PEA em 2014 está relacionada à redução da taxa de atividade, especialmente na faixa etária de 18-25 anos. Esse movimento refletiu, em parte, a opção de indivíduos em manter-se fora do mercado de trabalho, em cenário de incentivo ao aumento do grau de instrução, favorecido, ainda, pela elevação da renda familiar. Note-se que em eventual situação na qual a PEA volte a crescer em ritmo semelhante ao da População em Idade Ativa (PIA) (Gráfico 3) – seguindo comportamento observado no longo prazo – deverá haver pressão adicional sobre a taxa de desemprego.

Dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) também mostram aumento na taxa de desemprego no período recente, embora a dinâmica dos componentes indique diferenças em relação aos dados da PME, particularmente em relação à trajetória de crescimento da População Ocupada (PO)¹.

1/ Segundo a PNADC, a PO continua crescendo de forma significativa, ou seja, a tendência de desaceleração de crescimento da PO ocorrida na PME a partir de meados de 2013 não se verifica na PNADC.

Segundo a PNADC o aumento do desemprego decorre principalmente da forte elevação da PEA nos últimos meses. Destaque-se que a PNADC tem abrangência nacional enquanto a PME se restringe a seis regiões metropolitanas².

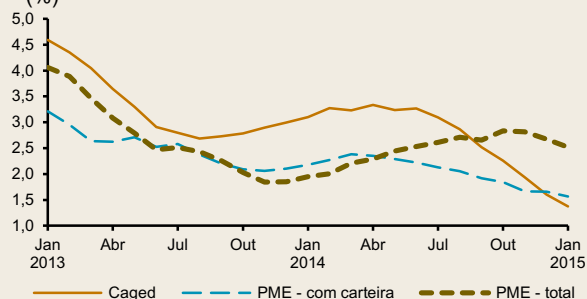
Gráfico 4 – Geração de postos de trabalho formais
Dessazonalizado (milhares)



Fonte: MTE

A evolução do emprego formal, considerados indicadores do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), ratificam o menor dinamismo no mercado de trabalho. Nesse sentido, considerados intervalos de doze meses, a economia brasileira gerou 41,3 mil empregos em janeiro de 2015, ante 731,4 mil em janeiro de 2014, com forte eliminação de vagas na indústria de transformação e construção. Destaca-se que a geração neutra³ de postos de trabalhos formais, ou seja, a geração associada à estabilização da taxa de desemprego, supondo-se manutenção da taxa de participação e da taxa de formalidade⁴, situa-se próxima a 450 mil postos de trabalho formais anuais. Na margem, dados mensais, dessazonalizados pelo Banco Central, também evidenciam desaceleração na criação de empregos formais (Gráfico 4).

Gráfico 5 – Evolução do rendimento
Variação interanual da média móvel de 12 meses (%)



Fonte: IBGE e MTE

Apesar da forte redução da geração de postos de trabalho em 2014, evidenciada nas estatísticas da PME e do Caged, os rendimentos reais aumentaram no ano, desempenho associado, provavelmente, à redução na oferta de empregos menos qualificados. Vale ressaltar, contudo, a desaceleração no ritmo de crescimento dos rendimentos: segundo dados do Caged, a média de doze meses dos rendimentos reais⁵ cresceu 1,4% em janeiro de 2015, ante 3,1% em janeiro de 2014; e de acordo com dados da PME, o aumento do rendimento médio real habitual do trabalho principal dos empregados com carteira assinada do setor privado variou 1,6% e 2,2%, respectivamente, nos mesmos períodos (Gráfico 5).

Note-se, entretanto, que o crescimento do rendimento médio real do total da população ocupada mostra-se mais resistente. Consideradas estatísticas da PME, esses rendimentos aumentaram 2,5% no período encerrado em janeiro 2015, ante 1,9% no finalizado em janeiro de 2014.

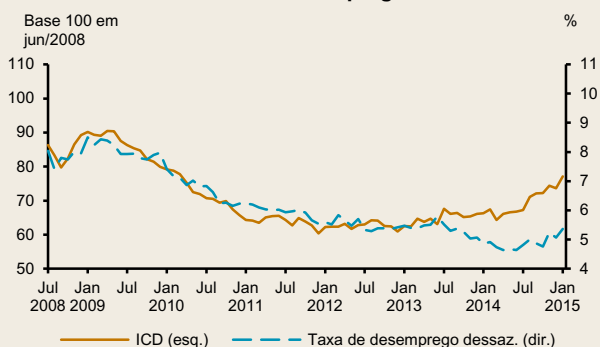
2/ As diferenças entre a PME e a PNADC já foram exploradas no boxe “PME e outros Indicadores do Mercado de Trabalho”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2014.

3/ Ver boxe Indicadores Conjunturais do Mercado de Trabalho, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2012.

4/ Taxa de participação é a razão entre a população econômica ativa e a população em idade ativa, enquanto a taxa de formalidade é aqui definida como a razão entre empregados com carteira e o total da população ocupada.

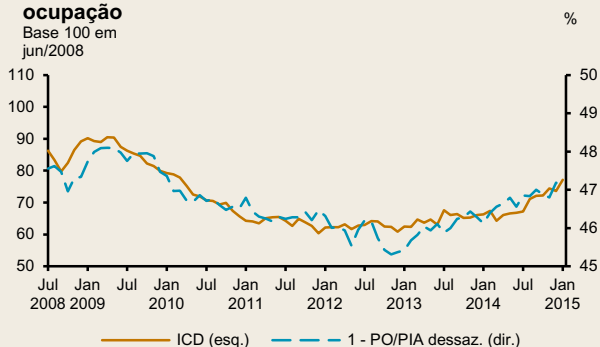
5/ A medida de rendimento utilizada para o Caged foi a média aritmética do rendimento dos admitidos e dos desligados.

Gráfico 6 – ICD e taxa de desemprego



Fonte: FGV e IBGE

Gráfico 7 – ICD e complemento do nível de ocupação



Fonte: FGV e IBGE

Destaque-se ainda a trajetória do Indicador Coincidente de Desemprego (ICD) da Fundação Getulio Vargas (FGV), que monitora a evolução contemporânea da taxa de desemprego, com base em dados da Sondagem do Consumidor produzida pela própria FGV. Após apresentar, até meados de 2012, aderência bastante estreita com a taxa de desemprego dessazonalizada da PME, o ICD passou a aumentar, e a taxa de desemprego da PME continuou em declínio (Gráfico 6). A divergência sugere que o ICD, por ser construído a partir de perguntas sobre a perspectiva do consumidor em relação ao grau de dificuldade de se obter emprego, não faz distinção entre indivíduos que decidem sair da força de trabalho frente a dificuldades de obter emprego e aqueles que, apesar da dificuldade, optam por permanecer na população economicamente ativa. Reforça essa hipótese a aderência, incluindo período recente, entre a evolução do ICD e do complemento do nível de ocupação dessazonalizado⁶, ambos indicadores mostrando, nos últimos dois anos, tendência de redução da população ocupada como proporção da população em idade ativa (Gráfico 7).

Em linhas gerais, diversos indicadores sugerem sinais de distensão do mercado de trabalho nos últimos meses. Nesse sentido, destacam-se a redução da população ocupada como proporção da população em idade ativa; o aumento da taxa de desemprego, que repercute o reduzido crescimento da população ocupada e os indícios de recuperação do crescimento da população economicamente ativa; a diminuição da geração líquida de postos de trabalho formais; e a moderação no ritmo de crescimento dos rendimentos do trabalho.

6/ Complemento do nível de ocupação, calculado como $1 - PO/PIA$, ou seja, a parcela da PIA que não está trabalhando.

Revisão da Projeção do PIB para 2014 e Projeção do PIB para 2015

Este boxe atualiza as projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2014 e em 2015. As projeções não incorporam as mudanças introduzidas pelo novo Sistema de Contas Nacionais (SCN-2010), cujas séries trimestrais não se encontravam disponíveis quando este Relatório foi elaborado.

As projeções não incorporam diretamente cenário de restrição de energia elétrica ou de água em 2015, embora considerem os impactos que riscos associados a esses eventos possam exercer sobre a confiança empresarial e, conseqüentemente, sobre decisões de investimento.

Projeção para o PIB de 2014

A projeção para a variação do PIB em 2014 – incorporados resultados não divulgados até a publicação do último Relatório – foi revisada de 0,2% para -0,1%.

A produção agropecuária deverá crescer 1,3% no ano, ante projeção anterior de 1,4%, recuo associado, em especial, à revisão do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a safra de trigo. A projeção para a produção da indústria passou de -1,4% para -1,7%, piora associada ao desempenho negativo das indústrias de transformação e da construção civil no quarto trimestre. O crescimento anual projetado para o setor de serviços atinge 0,6% (0,7% na estimativa anterior), destacando-se as revisões negativas nas projeções para comércio e transportes.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, as projeções para os consumos das famílias e do governo foram mantidas em 1% e 1,8%, respectivamente. A projeção para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) foi revisada de -7,1% para -8,2%, evolução compatível com o desempenho da construção e da absorção de bens de capital no quarto trimestre.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, as variações anuais das exportações e das

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

importações foram revistas de 0,2% para -0,9% e de -0,6% para -1,4%, respectivamente. Nesta revisão estão implícitas variações negativas para os dois componentes no último trimestre do ano.

A contribuição da demanda interna para a evolução do PIB em 2014 está estimada em -0,2 p.p., e a do setor externo, em 0,1 p.p.

Projeção para o PIB de 2015

A projeção para a variação do PIB em 2015 é de -0,5%.

Estima-se expansão de 1% da atividade agropecuária (1,3% em 2014 e 7,3% em 2013), destacando-se o impacto dos aumentos projetados, pelo IBGE, para as safras de soja (9,8%), feijão (4,4%) e arroz (2,6%).

A produção da indústria deverá recuar 2,3% em 2015, segunda retração anual consecutiva. Estima-se expansão de 5% para a indústria extrativa, favorecida por perspectivas favoráveis em relação à extração de minério de ferro e de petróleo. Para as indústrias de transformação e de construção estão projetados recuos respectivos de 3,4% e de 5,5%, evolução compatível com os níveis reduzidos de confiança nos dois setores. A queda de 1,4% projetada para a distribuição de eletricidade, gás e água é consistente com o ritmo da indústria de transformação e com a desaceleração esperada para o consumo residencial de energia elétrica, em resposta ao aumento de tarifas no setor.

Estima-se expansão de 0,1% para o setor terciário em 2015, resultado 0,5 p.p. inferior ao projetado para 2014. Nesse cenário, destacam-se as projeções de crescimento para as atividades imobiliárias e aluguel (1,5%), administração, saúde e educação públicas (1,1%) e serviços de informação (0,5%). No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se crescimento de 0,2% para o consumo das famílias, trajetória consistente com o cenário de distensão no mercado de trabalho, de arrefecimento do crédito e de confiança do consumidor em patamares reduzidos. O crescimento do consumo do governo, repercutindo o processo de ajuste fiscal em curso, deve desacelerar para 0,3%; e a FBCF deverá retrair 6% (segundo recuo anual consecutivo), reflexo de desempenhos negativos esperados para a construção civil e para a absorção de

bens de capital. Cabe mencionar que o desempenho dos investimentos no curto prazo está influenciado, em parte, por eventos não econômicos associados ao risco hídrico, ao ambiente político e aos desdobramentos da operação “Lava-Jato”.

As exportações e as importações de bens e serviços devem variar 2,4% e -3%, respectivamente, em 2015, ante recuos, na ordem, de 0,9% e 1,4% estimados para 2014. A projeção para as exportações reflete as perspectivas de crescimento para a agropecuária e para a indústria extrativa; a expectativa de maior crescimento global; e os ganhos de competitividade associados à mudança de patamar da taxa de câmbio. A redução projetada para as importações repercute, em especial, o ambiente de moderação no consumo e a depreciação do Real. Nesse cenário, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2015 estão estimadas em -1,3 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente.

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2013		2014		
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	0,4	1,6	2,8	0,0	0,3
Indústria	2,3	2,1	0,8	-3,4	-1,5
Extrativa mineral	1,1	-0,2	5,4	8,0	8,2
Transformação	2,8	2,6	-0,5	-5,5	-3,6
Construção civil	2,0	2,0	-0,9	-8,7	-5,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,7	3,4	5,2	1,0	0,6
Serviços	2,3	1,9	2,0	0,2	0,5
Comércio	2,8	3,5	2,2	-2,4	-1,8
Transporte, armazenagem e correio	5,2	2,4	4,0	0,9	1,8
Serviços de informação	4,9	8,8	4,4	3,0	2,0
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	2,6	0,6	2,6	2,5	3,2
Outros serviços	0,1	-0,7	0,5	-1,6	-0,6
Atividades imobiliárias e aluguel	2,1	1,5	2,0	1,5	2,0
Administração, saúde e educação públicas	2,6	2,5	1,9	1,3	1,0
Valor adic. a preços básicos	2,2	1,9	1,8	-0,7	-0,1
Impostos sobre produtos	3,8	3,4	2,4	-1,9	-1,3
PIB a preços de mercado	2,4	2,2	1,9	-0,9	-0,2
Consumo das famílias	2,4	2,5	2,2	1,2	0,1
Consumo do governo	2,5	2,2	3,4	0,9	1,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	6,7	4,0	-2,1	-11,2	-8,5
Exportação	3,2	5,6	2,8	1,9	3,8
Importação	13,7	4,8	1,4	-2,4	0,7

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

ano. Para 2015, a projeção mostra variação anual do PIB de -0,5%.

1.5 Investimentos

Como componente das contas nacionais, a última informação disponível para o investimento refere-se ao terceiro trimestre de 2014, já tendo sido abordada na edição anterior do Relatório de Inflação.

Indicadores associados à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), para o quarto trimestre, sinalizam contração dos investimentos no período. Nesse sentido, a produção de bens de capital, os insumos típicos da construção civil e as importações de bens de capital recuaram, respectivamente, 7,4%; 3,5% e 6,0%.

Cabe mencionar que o desempenho dos investimentos no curto prazo está influenciado, em parte, por eventos não econômicos associados ao risco hídrico, ao ambiente político e aos desdobramentos da operação “Lava-Jato”.

Em termos de financiamentos aos investimentos, ressalte-se que os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) alcançaram R\$187,8 bilhões em 2014 (R\$190,4 bilhões em 2013). O recuo anual de 1,4% reflete, principalmente, as reduções respectivas de 12,8% e 10,1% nos desembolsos para a indústria de transformação e para a agropecuária.

1.6 Conclusão

A moderação registrada no ritmo de crescimento da atividade econômica se estendeu ao quarto trimestre de 2014 e início de 2015. Nesse cenário, ratificado por estatísticas recentes relacionadas às atividades varejista e industrial, o crescimento da economia brasileira em 2015 deverá situar-se abaixo do potencial.

De fato, a evolução da demanda doméstica está condicionada pelos níveis reduzidos dos indicadores de confiança; pela interrupção dos ciclos de expansão robusta do emprego, dos rendimentos e do crédito; e pelos efeitos defasados de

Tabela 1.7 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2014		2015	
	Out	Nov	Dez	Jan
Insumos da construção civil	-5,8	-5,9	-6,8	-7,8
Bens de capital	-12,5	-11,3	-11,8	-13,1
Tipicamente industrializados	-0,9	-1,2	-1,4	-1,0
Agrícolas	-12,6	-14,4	-19,2	-23,7
Peças agrícolas	-25,4	-32,7	-37,0	-37,5
Construção	-20,6	-21,3	-25,7	-29,3
Energia elétrica	-0,8	-3,6	-5,2	-6,5
Equipamentos de transporte	-19,8	-18,1	-18,1	-18,4
Misto	-4,8	-2,3	-2,5	-4,6

Fonte: IBGE

políticas monetária e fiscal mais restritivas. Ressalte-se que o componente externo da demanda agregada, em cenário de consolidação da retomada da economia global e da alteração de patamar da taxa de câmbio, tende a contribuir para o crescimento da economia.

Cabe colocar em perspectiva que os ajustes de política econômica ora observados, ainda que se traduzam em vetores contracionistas no curto prazo, constituem-se elementos essenciais para preservação do ambiente macroeconômico favorável, recuperação da confiança dos agentes e retomada do crescimento sustentável da atividade no médio prazo.

A inflação mais elevada no trimestre finalizado em fevereiro evidenciou, essencialmente, o realinhamento dos preços monitorados e livres, pressões pontuais advindas da desvalorização cambial, além de efeitos sazonais refletidos na evolução dos preços de alimentos e serviços. As variações nos índices de preços ao produtor, mesmo em cenário de depreciação do câmbio, arrefeceram repercutindo, sobretudo, reduções nos preços internacionais de *commodities* agrícolas e industriais.

2.1 Índices gerais

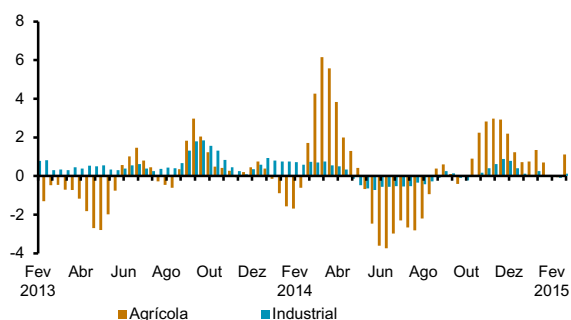
Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2014			2015	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	0,59	1,14	0,38	0,67	0,53
IPA	0,73	1,44	0,30	0,23	0,41
IPC-Br	0,43	0,65	0,75	1,73	0,97
INCC	0,17	0,44	0,08	0,92	0,31

Fonte: FGV

Gráfico 2.1 – Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial

Variação % mensal



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,60% no trimestre encerrado em fevereiro (1,76% no finalizado em novembro de 2014). Considerados os componentes do indicador, a variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,00% para 0,93%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,58% para 3,49%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,77% para 1,31%.

A menor variação do IPA no trimestre repercutiu desacelerações dos preços agropecuários (de 4,82% para 2,56%) e industriais (de 0,96% para 0,31%). No primeiro segmento, sobressaíram as reduções das taxas nos itens bovinos (de 13,72% para 2,96%), laranja (de 32,18% para -16,64%), soja (de 0,39% para -4,93%) e milho (de 15,35% para 3,92%), enquanto no âmbito dos produtos industriais destacaram-se as reduções nas variações dos preços de farelo de soja (de 11,58% para -11,77%); carne bovina (de 8,51% para -2,92%); produtos químicos orgânicos (de -5,27% para -19,57%); e derivados do petróleo (de 2,35% para -0,09%). Considerados intervalos de doze meses, os preços agropecuários e os industriais aumentaram, na ordem, 6,17% e 0,01% em fevereiro (4,05% e 2,12%, respectivamente, em novembro de 2014).

A aceleração trimestral do IPC refletiu, em especial, aumentos nas variações das tarifas de eletricidade residencial

(de 6,01% para 13,53%) e de ônibus urbano (de -0,05% para 10,87%), dos preços da gasolina (de 2,85% para 8,10%) e de cursos formais (de 0,0% para 9,24%).

A aceleração do INCC repercutiu os aumentos nas variações dos preços de materiais e serviços (de 1,12% para 1,58%) e dos custos de mão de obra (de 0,46% para 1,08%).

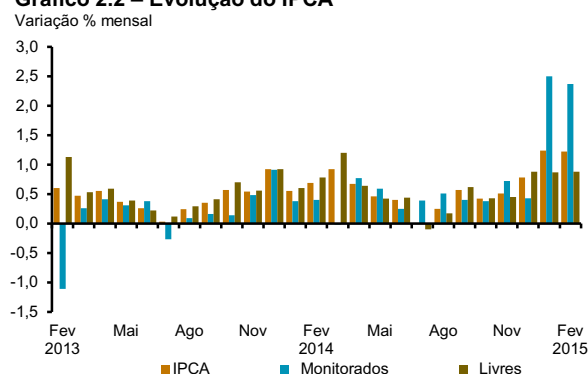
Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 3,74% em fevereiro (4,10% em novembro e 6,30% em fevereiro de 2014).

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2014			2015	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,42	0,51	0,78	1,24	1,22
Livres	0,43	0,45	0,88	0,87	0,88
Comercializáveis	0,38	0,28	0,62	0,31	0,59
Não comercializáveis	0,48	0,59	1,11	1,35	1,12
Serviços	0,43	0,46	1,20	0,87	1,07
Monitorados	0,38	0,72	0,43	2,50	2,37

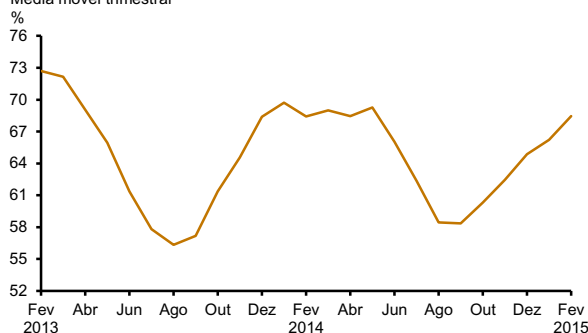
Fontes: IBGE e Banco Central

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

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 3,27% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,51% no terminado em novembro, resultado de acelerações dos preços livres (de 1,51% para 2,65%) e dos monitorados (de 1,51% para 5,38%).

A evolução dos preços livres decorreu de acelerações dos preços comercializáveis (de 1,33% para 1,53%) e dos não comercializáveis (de 1,67% para 3,62%). No primeiro grupo, destacaram-se os aumentos nos itens cigarros e automóvel novo, repercutindo o aumento das respectivas alíquotas de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), enquanto no âmbito dos bens não comercializáveis sobressaíram as elevações nos itens produtos *in natura*, alimentação fora do domicílio e cursos regulares.

A aceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, principalmente, os aumentos nas tarifas de ônibus urbano⁶ e energia elétrica residencial, o último decorrente da implementação do sistema de bandeiras tarifárias.

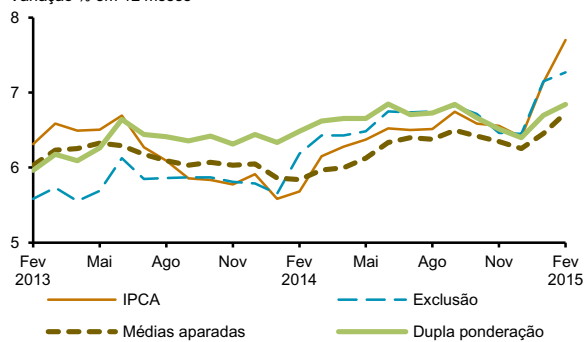
Os preços dos serviços aumentaram 3,17% no trimestre encerrado em fevereiro (1,67% no finalizado em novembro de 2014), com destaque para a aceleração do subgrupo alimentação fora do domicílio e para o aumento sazonal dos gastos com cursos regulares. Em doze meses encerrados em fevereiro, os preços dos serviços aumentaram 8,58%.

Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA atingiu 7,70% em fevereiro (6,56% em novembro de 2014), resultado de acelerações dos preços livres (de 6,76% para

6/ Houve reajustes, no trimestre, nas regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Salvador, Rio de Janeiro, São Paulo, Recife, Fortaleza, Curitiba, Porto Alegre e Goiânia.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos 2014	Variação % mensal					
		2014			2015		
		Out	Nov	Dez	Jan	Fev	No ano
IPCA	100,00	0,42	0,51	0,78	1,24	1,22	2,48
Livres	76,96	0,43	0,45	0,88	0,87	0,88	1,76
Monitorados	23,04	0,38	0,72	0,43	2,50	2,37	4,93
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,01	0,00	0,54	1,86	0,10	1,96
Ônibus urbano	2,60	0,00	0,18	0,19	8,02	2,73	10,97
Água e esgoto	1,40	0,26	-0,26	0,12	1,42	0,22	1,64
Plano de saúde	3,26	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	1,55
Gasolina	3,72	0,18	1,99	0,61	0,01	8,42	8,43
Pedágio	0,11	0,02	0,07	0,65	0,20	-0,01	0,19
Remédios	3,31	0,14	0,06	0,27	0,25	0,00	0,25
Energia elétrica	3,15	1,20	1,67	0,51	8,27	3,14	11,67
Gás veicular	0,11	0,82	-0,01	0,63	0,41	1,05	1,46
Gás de bujão	1,09	0,91	0,56	0,50	0,26	0,91	1,17
Óleo diesel	0,15	-0,04	2,66	1,92	0,34	5,32	5,68

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal					
	2014			2015		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	
IPCA (cheio)	0,42	0,51	0,78	1,24	1,22	
Exclusão ^{1/}	0,42	0,31	0,87	0,64	0,91	
Exclusão ^{2/}	0,41	0,33	0,73	1,16	0,90	
Médias aparadas com suavização	0,51	0,38	0,49	0,74	0,77	
Médias aparadas sem suavização	0,41	0,32	0,53	0,79	0,73	
Dupla ponderação	0,44	0,38	0,68	0,83	0,83	
IPC-Br (cheio)	0,43	0,65	0,75	1,73	0,97	
Médias aparadas	0,47	0,48	0,50	0,79	0,73	

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).

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

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

7,12%) e, principalmente, dos monitorados (de 5,83% para 9,66%). A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 68,5% no trimestre encerrado em fevereiro (62,5% e 68,4%, respectivamente, nos terminados em novembro e em fevereiro de 2014).

2.3 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 2,82% no trimestre encerrado em fevereiro (1,30% no finalizado em novembro de 2014). Em doze meses, a variação do núcleo atingiu 7,27% (6,46% em novembro de 2014).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 2,44% (1,32% no trimestre terminado em novembro de 2014). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 6,76% (6,73% em novembro de 2014).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁷ aumentou 2,01% no trimestre finalizado em fevereiro (1,44% no encerrado em novembro de 2014), e o calculado sem suavização variou 2,06% (1,25% em novembro). Em doze meses, esses núcleos variaram, na ordem, 6,73% e 6,29% (6,35% e 6,06%, respectivamente, em novembro).

O núcleo de dupla ponderação⁸ aumentou 2,36% no trimestre finalizado em fevereiro (1,40% no encerrado em novembro). O indicador acumulou variação de 6,84% no período de doze meses finalizado em fevereiro (6,52% em novembro).

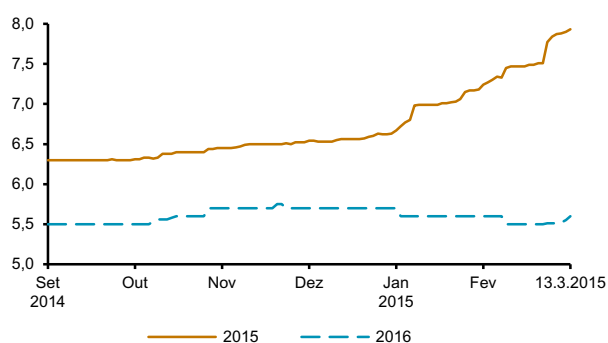
O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 2,03% no trimestre finalizado em fevereiro (1,39% no terminado em novembro). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 6,57% (6,03% em novembro).

2.4 Expectativas de mercado

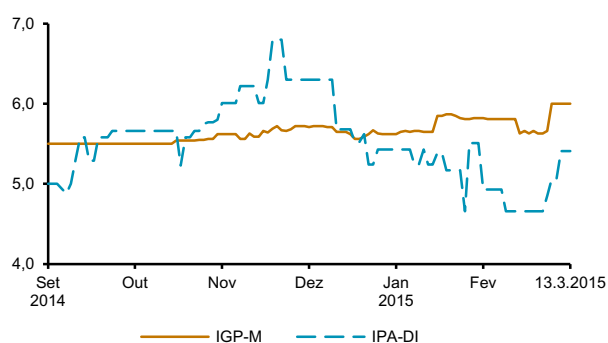
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA

Gráfico 2.5 – IPCA

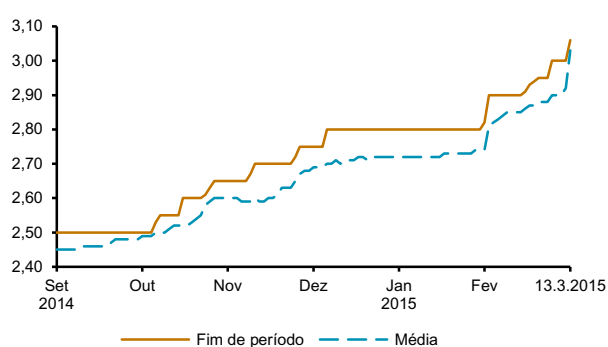
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	30/09/2014		30/12/2014		13/03/2015	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Em percentual						
IPCA	6,30	5,50	6,56	5,70	7,93	5,60
IGP-M	5,50	5,50	5,65	5,50	6,00	5,50
IPA-DI	5,00	5,15	5,68	5,10	5,41	5,30
Preços administrados	7,00	5,80	7,85	5,80	12,00	5,50
Selic (fim de período)	11,50	11,00	12,50	11,50	13,00	11,50
Selic (média do período)	11,47	11,00	12,47	11,69	12,88	11,74
PIB	1,00	2,32	0,50	1,80	-0,78	1,30
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,50	2,56	2,80	2,80	3,06	3,11
Câmbio (média do período)	2,45	2,51	2,71	2,74	3,03	3,06

9/ A esse respeito ver caixa "Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial" (página 30).

em 2015 aumentou de 6,56%, ao final de dezembro, para 7,93%, em 13 março, enquanto a relativa a 2016 recuou de 5,70% para 5,60%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – atingiu 6,58%, comparativamente a 6,61% em 30 de dezembro.

As medianas das estimativas para as variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2015 e em 2016 situaram-se, na ordem, em 6,00% e 5,50% em 13 de março (5,65% e 5,50%, respectivamente, ao final de dezembro), e as referentes ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 5,41% e 5,30% (5,68% e 5,10%, respectivamente, ao final de dezembro).

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2015 e em 2016 atingiram, na ordem, 12,00% e 5,50% (7,90% e 5,80%, respectivamente, em 30 de dezembro).

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2015 e de 2016 atingiram R\$3,06/US\$ e R\$3,11/US\$, respectivamente, em 13 de março (R\$2,80/US\$, para os dois períodos, ao final de dezembro). As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2015 e de 2016 situaram-se, na ordem, em R\$3,03/US\$ e R\$3,06/US\$ (R\$2,71/US\$ e R\$2,74/US\$, respectivamente, em 30 de dezembro).

2.5 Conclusão

A evolução dos preços no início deste ano repercutiu, sobretudo, pressões sazonais, impactos do realinhamento dos preços administrados em relação aos livres, além de efeitos pontuais da desvalorização cambial.

Ressalte-se que a concentração dos reajustes de tarifas no primeiro trimestre do ano resultará em menor pressão nesse segmento nos próximos meses, enquanto o impacto da depreciação cambial sobre os preços domésticos vem sendo mitigado pela trajetória declinante dos preços das *commodities*⁹. Adicionalmente, o menor dinamismo da atividade doméstica e a desvalorização de outras moedas em relação ao dólar dos Estados Unidos da América (EUA) também contribuem para restringir o *pass-through*.

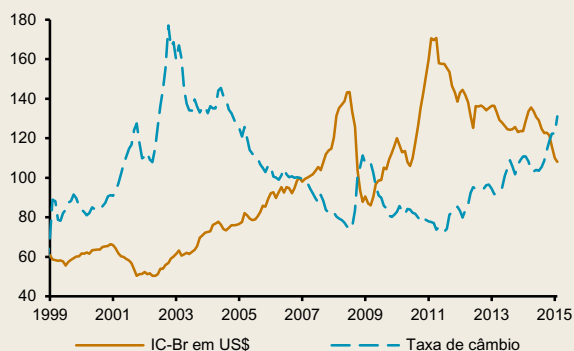
Observe-se, ainda, que os impactos desses realinhamentos tendem a permanecer circunscritos no curto prazo,

perspectiva que, associada aos efeitos das ações de políticas monetária e fiscal recentemente implementadas, reforça o cenário de convergência da inflação para a meta em dezembro de 2016.

Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial

Gráfico 1 – Taxa de câmbio e *commodities*

Dez/2006 = 100



Fonte: BCB

A taxa de câmbio¹ e os preços internacionais das *commodities*² vêm registrando movimentos inversos, sugerindo relativa compensação entre o impacto das respectivas trajetórias sobre a inflação (Gráfico 1). Nesse contexto, o boxe examina a influência dos preços das *commodities* sobre o repasse cambial no Brasil.

A correlação entre as cotações internacionais das *commodities* e das moedas de países exportadores desses produtos pode ser explicada por diversos canais:

- influência dos preços das *commodities* sobre os termos de troca desses países, afetando o fluxo cambial;
- efeitos dos termos de troca sobre essas economias tendem a alterar a atratividade dos respectivos ativos junto a investidores internacionais, impactando a moeda nacional via mudança no fluxo de capitais;
- poder de mercado na oferta mundial de determinada *commodity* pode implicar impacto da taxa de câmbio do país exportador sobre o preço desse produto;
- alterações no valor do dólar ou nos fundamentos nos mercados financeiros internacionais podem afetar, em direções opostas, os preços das *commodities* e as taxas de câmbio de países exportadores de *commodities*, reforçando a correlação negativa entre essas variáveis.

Gráfico 2 – Correlação – taxa de câmbio e *commodities*

Janela móvel de 60 meses



Fonte: BCB

No Brasil, notadamente a partir de 2005, os movimentos da taxa de câmbio doméstica vêm coincidindo com variações de sentido inverso nos preços internacionais das *commodities*, trajetória influenciada pela crescente participação das *commodities* na balança comercial do país. A correlação entre essas variáveis³ (Gráfico 2) recuou continuamente de 2007 a 2010, quando atingiu o patamar de -0,7, mantido até 2013. A partir desse ano, o coeficiente de correlação aumentou – mas seguiu em

1/ Taxa de câmbio entre o real e o dólar dos Estados Unidos da América (EUA). Aumento da taxa significa depreciação da moeda brasileira.

2/ Considerada a variação do Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em US\$.

3/ Os coeficientes de correlação foram calculados entre as séries de variações das respectivas médias mensais do IC-Br medido em dólar e da taxa de câmbio brasileira. O cálculo desses coeficientes utilizou a janela móvel de sessenta meses ao longo das séries com início em janeiro de 1998 e término em fevereiro de 2015.

campo negativo –, evolução associada, em parte, ao esgotamento do impacto do período mais crítico da crise internacional⁴.

Ressalte-se que embora os coeficientes de correlação identifiquem alteração na relação entre as variáveis a partir de meados de 2007, essa mudança estrutural pode ter ocorrido um pouco antes, na medida em que os coeficientes calculados para 2005 e 2006 são influenciados por variações ocorridas nos quatro anos anteriores, dificultando, portanto, a identificação da nova relação na margem. De acordo com a análise visual do Gráfico 1, a assimetria dos movimentos dos preços de *commodities* e da taxa de câmbio parece ter início em meados de 2005.

Esse cenário favoreceu a redução do repasse de variações na taxa de câmbio para a inflação ao consumidor no Brasil, visto que pressões inflacionárias provenientes da taxa de câmbio passaram a ser compensadas, mais intensamente, por variações de sentido contrário nos preços das *commodities*. É importante ressaltar que pressões sobre os preços originárias de movimentos na taxa de câmbio podem ser neutralizadas, ainda, pelo impacto do efeito renda – decorrente de mudanças nos termos de troca – sobre a demanda agregada⁵.

A aferição do repasse cambial para a inflação ao consumidor no Brasil foi realizada com o uso de Vetores Autoregressivos (VAR), estimando-se a resposta do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) a choques na taxa de câmbio em dois períodos distintos, de agosto de 1999 a junho de 2007 e de julho de 2007 a fevereiro de 2015⁶. Para avaliar a relevância das *commodities* na evolução do repasse, os modelos foram estimados segundo duas especificações diferentes, a primeira com a taxa de câmbio e o IPCA⁷, e a segunda incorporando, adicionalmente, os preços das *commodities* medidos pelo IC-Br em dólar. A primeira especificação não distingue, portanto, os impactos sobre o IPCA de alterações na taxa de câmbio e nos preços

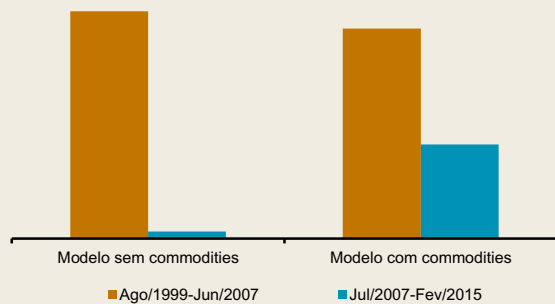
4/ A utilização da janela móvel de sessenta meses implica a não utilização de dados relativos ao segundo semestre de 2008 – quando o movimento generalizado de aversão ao risco intensificou a correlação negativa entre as variáveis – a partir de janeiro de 2014.

5/ Um estudo a respeito de fatores que podem influenciar o impacto do repasse cambial encontra-se no boxe Repasse Cambial para os Preços, divulgado no Relatório de Inflação de dezembro de 2008.

6/ O início da amostra foi escolhido de forma a evitar o período anterior à introdução do sistema de metas para a inflação, enquanto a divisão da amostra utilizou como ponto de corte o início do processo de redução da correlação entre taxa de câmbio e *commodities*, que ocorreu em junho de 2007.

7/ Para evitar que as mudanças da estrutura de ponderação ao longo da série afetassem os resultados, optou-se por utilizar a série histórica do IPCA recalculada desde agosto de 1999, utilizando como referência os pesos da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009.

Gráfico 3 – Repasse da taxa de câmbio ao IPCA
Acumulado em 12 meses



Fonte: BCB

de *commodities*; e a segunda especificação controla os impactos dos preços de *commodities*.

A resposta da inflação ao choque na taxa de câmbio é inferior no segundo período, independente da especificação considerada, confirmando, portanto, a hipótese de redução do repasse cambial nos últimos anos (Gráfico 3). Verifica-se ainda que a redução do repasse é bem mais intensa quando o modelo não controla os efeitos de variações nos preços das *commodities* para a inflação (modelo sem *commodities*), sugerindo que os preços desses produtos, de fato, respondem por parcela importante da diminuição do repasse líquido. Vale ressaltar que esses resultados não indicam exaustão do repasse cambial, mas apenas sugerem que o mesmo, além de sofrer alguma redução, vem sendo compensado pelo comportamento dos preços das *commodities*. Adicionalmente, os resultados apresentados no Gráfico 3 estão em linha com a hipótese de que outros fatores também contribuíram para redução do repasse cambial no Brasil, na medida em que foi identificada redução do impacto inflacionário de um choque no câmbio mesmo no modelo que inclui preços de *commodities*.

Em síntese, os resultados do exercício apresentado corroboram a hipótese de redução do repasse cambial para preços ao consumidor na economia brasileira desde 2007 e sugerem que os preços das *commodities* exerceram influência relevante nessa redução. Considerando que a depreciação cambial de dezembro a fevereiro ocorreu em ambiente de recuo nos preços internacionais das *commodities*⁸, a perspectiva é de que o impacto inflacionário associado à mudança de patamar da taxa de câmbio seja mitigado, em linha com o padrão recente de repasse cambial observado.

8/ Esse movimento pode ser ilustrado pela queda de 1,7% do IC-Br em reais entre novembro e fevereiro, período no qual a desvalorização cambial, medida pela média mensal da taxa de câmbio, alcançou 10,5%.

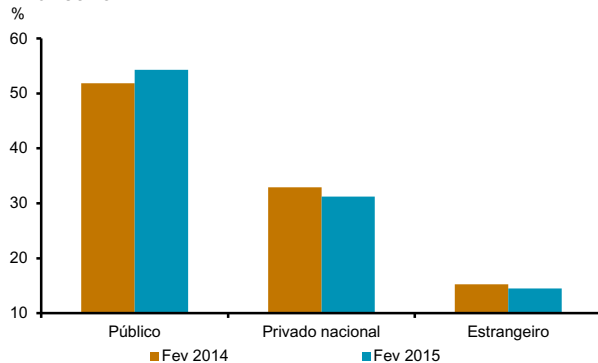
Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2014		2015		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	2 956,5	3 017,5	3 012,7	3 026,4	2,4	11,0
Pessoas jurídicas	1 570,3	1 605,7	1 588,8	1 598,6	1,8	9,6
Recursos livres	779,2	793,8	778,7	783,4	0,5	5,1
Direcionados	791,1	811,9	810,1	815,2	3,0	14,2
Pessoas físicas	1 386,2	1 411,8	1 423,9	1 427,8	3,0	12,7
Recursos livres	771,8	783,4	786,5	784,1	1,6	5,2
Direcionados	614,4	628,4	637,4	643,7	4,8	23,4

Participação %:

Total/PIB	57,9	58,9	58,6	58,6
Pes. jurídicas/PIB	30,8	31,3	30,9	30,9
Pessoas físicas/PIB	27,2	27,6	27,7	27,6
Recursos livres/PIB	30,4	30,8	30,4	30,4
R. direcionados/PIB	27,5	28,1	28,1	28,3

Gráfico 3.1 – Operações de crédito do sistema financeiro



A expansão da carteira de crédito do sistema financeiro desacelerou no trimestre encerrado em fevereiro, com destaque, no segmento de pessoas jurídicas, para a redução sazonal da demanda por crédito livre e para o arrefecimento das concessões com recursos direcionados. No segmento de pessoas físicas, sobressaiu o dinamismo das modalidades de menor custo, como cartão de crédito à vista (sem incidência de juros) e financiamentos imobiliários. As condições gerais do mercado de crédito, expressas em aumentos das taxas de juros e *spreads*, mostraram-se consistentes com o ciclo de política monetária.

3.1 Crédito¹⁰

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, realizadas com recursos livres e direcionados, totalizou R\$3.026 bilhões em fevereiro, aumentando 2,4% no trimestre e 11,0% em doze meses ante variações respectivas de 3,5% e 11,7% observadas no trimestre encerrado em novembro. O estoque de crédito atingiu R\$1.428 bilhões no segmento de pessoas físicas, elevando-se 3% no trimestre e 12,7% em doze meses, e R\$1.599 bilhões no segmento de pessoas jurídicas, com aumentos respectivos de 1,8% e 9,6%. A relação crédito/PIB atingiu 58,6% (57,9% em novembro e 55,5% em fevereiro de 2014).

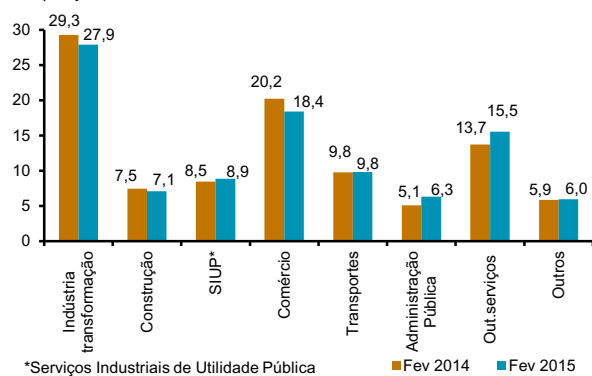
As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras representaram, na ordem, 54,3%, 31,2% e 14,5% do total de crédito do sistema financeiro em fevereiro de 2015 (51,9%, 32,9% e 15,2%, respectivamente, em igual período do ano anterior).

Consideradas operações com recursos livres e direcionados, a carteira de crédito de pessoas jurídicas cresceu 1,8%

10/ A partir da data-base de janeiro de 2015, ocorreram revisões na base estatística referente às Operações de Crédito do Sistema Financeiro, refletindo aprimoramentos com o objetivo de atualização metodológica e de maior transparência das informações econômico-financeiras. Entre as alterações apresentadas, destaque-se a disponibilização de novas informações, em especial das taxas de juros do cartão de crédito. Adicionalmente, passa-se a apresentar a desagregação dos saldos de crédito por setor de atividade econômica com maior nível de detalhamento e em conformidade com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), adotada pelo Sistema Estatístico Nacional, coordenado pelo IBGE. Informações mais detalhadas sobre as revisões e alterações nas estatísticas de crédito podem ser consultadas na Nota Metodológica disponível no endereço <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPMET>.

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

**Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2014		2015		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	771,8	783,4	786,5	784,1	1,6	5,2
Crédito pessoal	351,9	353,1	356,0	359,6	2,2	10,6
Do qual: consignado	249,8	252,2	254,1	256,8	2,8	12,9
Aquisição de veículos	183,6	184,2	183,8	181,9	-0,9	-5,2
Cartão de crédito	150,0	160,8	160,6	155,4	3,6	11,2
Cheque especial	25,8	24,5	26,4	26,7	3,5	6,2
Demais	60,5	60,8	59,6	60,5	-0,1	-4,2
Recursos direcionados	614,4	628,4	637,4	643,7	4,8	23,4
BNDES	42,2	43,2	44,2	44,9	6,4	14,8
Imobiliário	422,7	431,6	439,6	444,8	5,2	26,7
Rural	141,7	145,6	145,5	146,2	3,2	20,3
Demais	7,8	8,0	8,0	7,8	0,2	-21,9

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

Discriminação	R\$ bilhões					
	2014		2015		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	779,2	793,8	778,7	783,4	0,5	5,1
Capital de giro	389,7	392,4	391,4	389,9	0,1	2,3
Conta garantida	46,7	45,5	44,0	46,1	-1,4	1,4
ACC	52,1	52,5	55,5	55,4	6,2	25,8
Financ. a exportações	57,1	57,5	58,5	59,5	4,3	15,6
Demais	233,5	245,9	229,3	232,5	-0,4	4,1
Recursos direcionados	791,1	811,9	810,1	815,2	3,0	14,2
BNDES	574,3	595,2	594,5	599,3	4,4	14,6
Imobiliário	65,1	66,2	66,6	67,4	3,5	22,7
Rural	73,8	74,3	73,7	71,9	-2,6	1,3
Demais	77,9	76,2	75,3	76,6	-1,7	18,2

no trimestre encerrado em fevereiro (3,8% no finalizado em novembro), com destaque para os crescimentos nos créditos para as atividades administração pública (5,9%), serviços industriais de utilidade pública (5%) e transportes (4,5%). Em oposição, destaque para o menor dinamismo do crédito para as atividades construção (-1%), indústria de transformação (0,9%) e comércio (-2,4%).

O volume de crédito ao setor privado (incluindo pessoas físicas e jurídicas) atingiu R\$2.812 bilhões em fevereiro. O aumento trimestral de 2,1% repercutiu expansões de 3% no segmento de pessoas físicas e de 1,2% no de pessoas jurídicas. O crédito para o setor público somou R\$214 bilhões, com o crescimento trimestral de 5,6% refletindo variações respectivas de 5,5% e 5,7% nas carteiras do governo federal e dos governos de estados e municípios.

O saldo das operações de crédito com recursos livres, representando 51,8% do total do sistema financeiro, totalizou R\$1.568 bilhões em fevereiro, elevando-se 1,1% no trimestre e 5,2% em doze meses, percentuais que em novembro correspondiam a 1,9% e 4,7%. A carteira de pessoas jurídicas atingiu R\$783 bilhões, com aumento trimestral de 0,5%, ante 2,4% no trimestre anterior, destacando-se a modalidade de adiantamentos sobre contratos de câmbio. Os empréstimos para pessoas físicas somaram R\$784 bilhões, com aumento trimestral de 1,6%, ante 1,4% no trimestre anterior, sobressaindo as modalidades cartão de crédito à vista e crédito pessoal.

As operações com recursos direcionados somaram R\$1.459 bilhões em fevereiro, elevando-se 3,8% no trimestre e 18,1% em doze meses, ante aumentos de 5,2% e 20,6% observados em novembro, nas mesmas bases de comparação. Os créditos a pessoas físicas aumentaram 4,8% no trimestre, ressaltando-se o dinamismo da modalidade financiamentos imobiliários, cujas concessões elevaram-se 12,2% no trimestre. No âmbito das pessoas jurídicas, destaque para a expansão trimestral de 5,7% nos financiamentos para investimentos com recursos do BNDES, refletindo, principalmente, a depreciação cambial ocorrida no período.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito atingiu 25,6% a.a. em fevereiro, elevando-se 1,3 p.p. no trimestre e 1,7 p.p. em doze meses. As taxas situaram-se em 40,6% a.a. nas operações realizadas com recursos livres e em 8,2%

Revisão da Estrutura de Estatísticas de Crédito

O aprimoramento contínuo das estatísticas referentes ao mercado de crédito, seja em função de novas bases de informações, seja por avanços metodológicos ou, ainda, em decorrência de mudanças observadas nas práticas operacionais, constitui-se processo essencial à manutenção da qualidade dos dados, tendo em vista o contexto dinâmico em que se inserem. Nesse cenário, este box sintetiza as últimas alterações efetivadas nas estatísticas de crédito, recentemente divulgadas.

A estrutura das estatísticas de crédito foi reformulada em fevereiro de 2013, incorporando informações que possibilitaram a ampliação das séries relativas a concessões, taxas de juros, prazos e inadimplência. Essas séries passaram a englobar, além das operações no segmento de crédito livre, aquelas realizadas com recursos direcionados¹. A reformulação compreendeu a edição de manual de estatísticas de crédito que definiu os principais conceitos relacionados às operações de crédito – em particular os relacionados à segmentação por modalidades – visando assegurar a homogeneidade dos dados informados pelas instituições financeiras.

Com o objetivo de atualizar e complementar a reformulação mencionada, as estatísticas de crédito foram pontualmente revisadas em fevereiro de 2015, com aprimoramento dos parâmetros de classificação por modalidades. A revisão resultou na realocação de determinadas operações, destacando-se as referentes a adiantamentos a depositantes, que correspondem a excessos eventuais em conta corrente, além dos limites contratuais do cheque especial. Essas operações, que antes estavam compreendidas em Outros Créditos Livres de pessoas físicas (PF) e pessoas jurídicas (PJ), passaram a ser classificadas nas modalidades Cheque Especial (PF e PJ) e Conta Garantida. De forma similar, foram reclassificadas para a modalidade Compror as operações

1/ Crédito direcionado refere-se a operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, aos setores imobiliário, habitacional, rural e de infraestrutura e possuem taxas de juros regulamentadas. Crédito livre corresponde aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre instituições financeiras e mutuários.

de *Floor Plan*², antes distribuídas entre as modalidades Aquisição de Veículos PJ, Capital de Giro com Teto Rotativo, Vendor e Outros Créditos Livres PJ.

Ao mesmo tempo, o aperfeiçoamento dos sistemas de informações possibilitou a produção de novas estatísticas, entre as quais se destaca a relativa a taxas de juros das operações com cartão de crédito. As informações dessa modalidade estão segmentadas em crédito rotativo (que resulta de pagamentos inferiores ao valor integral das faturas), crédito parcelado com juros (o parcelamento ocorre por decisão do cliente no ato da compra ou por ocasião do pagamento da fatura) e crédito à vista (compreende os saldos ainda não vencidos referentes a compras realizadas no próprio mês e as compras parceladas sem juros).

Gráfico 1 – Taxas de juros a pessoas físicas (PF) – modalidades selecionadas

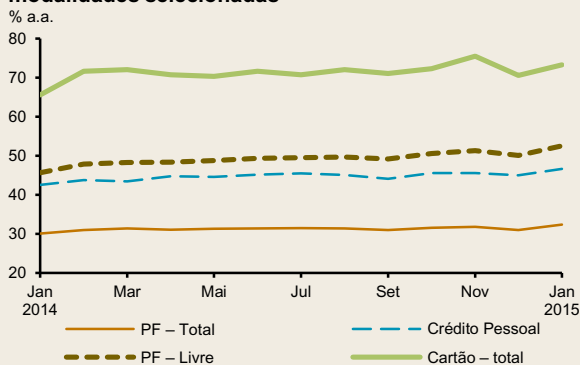
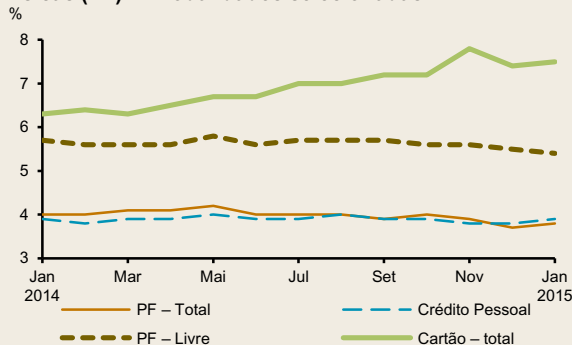


Gráfico 2 – Inadimplência do crédito a pessoas físicas (PF) – modalidades selecionadas^{1/}



1/ Percentual das operações na carteira com atraso superior a noventa dias.

As estatísticas de operações realizadas por intermédio de cartão de crédito apresentam especificidades associadas à diversidade de formas de utilização e à interdependência entre elas³. Ressalte-se, em particular, que os indicadores de taxas de juros, atrasos de 15 a 90 dias e inadimplência relativos ao conjunto das operações com cartão de crédito são calculados computando-se também as operações à vista, que compõem o risco de crédito da modalidade (Gráficos 1 e 2).

A incorporação de dados adicionais e a redefinição de critérios de ponderação implicaram alterações em séries de taxas de juros, atrasos e inadimplência das operações com cartão de crédito e dos indicadores consolidados que as compreendem⁴. A revisão abrange o período de março de 2011 a dezembro de 2014. A revisão de estatísticas para saldos totais, com recursos livres e com recursos direcionados foi realizada para o período março de 2007 a dezembro de 2014.

As estatísticas de crédito passaram também a compreender a classificação das operações de crédito segundo o setor de atividade econômica dos tomadores. Essa segmentação, obtida a partir de dados disponíveis no Sistema de Informações de Crédito (SCR), segue a Classificação Nacional de Atividades Econômicas

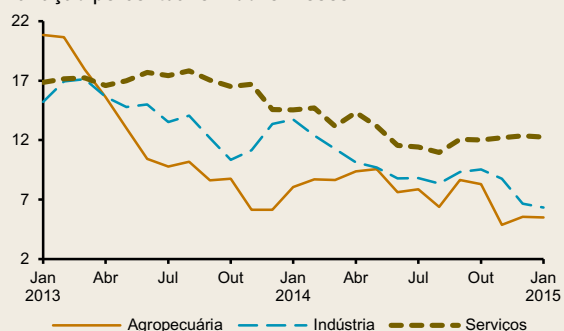
2/ Modalidade de crédito rotativo, usualmente destinada ao financiamento da formação de estoques das concessionárias de veículos, com garantia constituída pelos próprios veículos em estoque. A operação é amortizada à medida que os veículos são vendidos, possibilitando a utilização de novos recursos para recomposição do estoque.

3/ As três sub-modalidades não são independentes. Ao contrário, seus saldos migram entre elas, a depender do percentual e da forma como são pagas as faturas. Por exemplo, saldos À Vista podem ser liquidados ou podem se tornar Crédito Rotativo ou Crédito Parcelado.

4/ Taxas de juros, atrasos e inadimplência de pessoas físicas, pessoas jurídicas e gerais (com recursos livres e totais).

Gráfico 3 – Saldo do crédito à pessoas jurídicas por atividade econômica

Varição percentual em doze meses



(CNAE), adotada pelo Sistema Estatístico Nacional, coordenado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (Gráfico 3)⁵. Os saldos de crédito por atividade econômica compreendem apenas as operações destinadas a pessoas jurídicas e incluem créditos destinados ao setor privado e ao setor público.

Informações mais detalhadas sobre as revisões e alterações introduzidas nas estatísticas de crédito podem ser consultadas na Nota Metodológica disponível no endereço <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPMET>.

5/ A classificação das operações de crédito segundo o setor de atividade econômica do tomador compreende as seguintes aberturas: Agropecuária; Indústria – subdividida em Extrativa, de Transformação, Construção e Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP – compreende eletricidade, gás e água); Serviços – subdivididos em Comércio, Transporte, Administração Pública e Outros Serviços; e Outros Créditos (operações de crédito destinadas a empresas no exterior ou não classificadas).

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

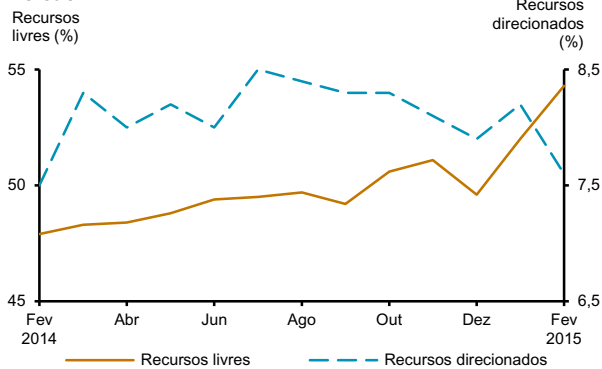


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

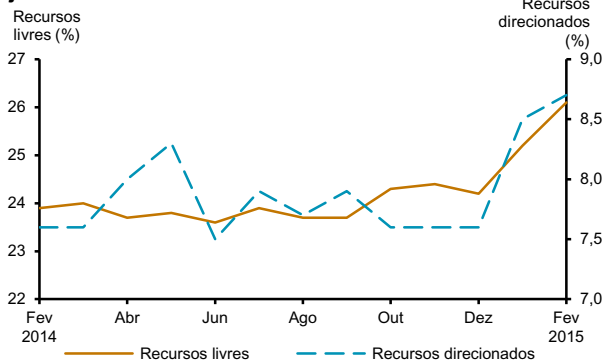


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

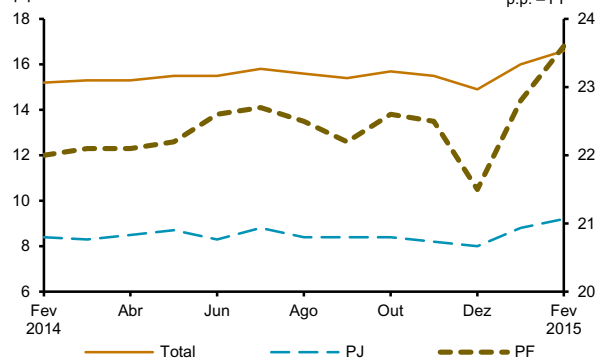
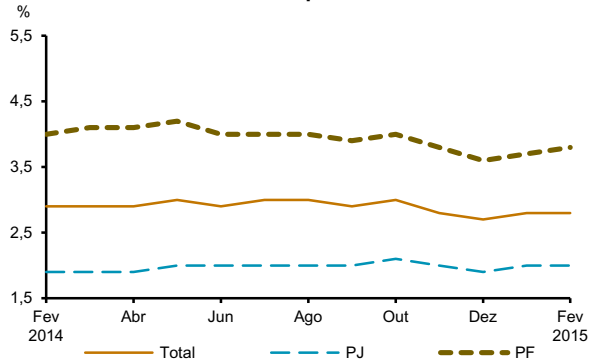


Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

a.a. nas pactuadas com recursos direcionados, variando 2,5 p.p. e 0,3 p.p, respectivamente, no trimestre.

A taxa das operações de crédito no segmento de pessoas físicas atingiu 32,8% a.a., com crescimentos de 1,1 p.p. no trimestre e 1,8 p.p. em doze meses. Destaque-se que o aumento trimestral repercutiu variações respectivas de 3,2 p.p. e -0,5 p.p. nos segmentos de recursos livres e direcionados, nos quais a taxa média de juros situou-se em 54,3% a.a. e em 7,6% a.a., respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros atingiu 18,1% a.a. em fevereiro, representando aumentos de 1,5 p.p. no trimestre e em doze meses. As taxas nas contratações com recursos livres situaram-se em 26,1% a.a. e com recursos direcionados em 8,7% a.a.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 16,6 p.p. em fevereiro, após aumentos de 1,1 p.p. no trimestre e 1,4 p.p. em doze meses. O *spread* situou-se em 23,6 p.p. no segmento de pessoas físicas (elevações de 1,1 p.p. no trimestre e 1,6 p.p. em doze meses) e em 9,2 p.p. no de pessoas jurídicas (crescimentos respectivos de 1 p.p. e 0,9 p.p.). Nas operações com recursos livres o *spread* atingiu 28,3 p.p. e nas com recursos direcionados 3 p.p. (aumentos trimestrais respectivos de 2 p.p. e 0,3 p.p.).

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 2,8% em fevereiro, correspondendo à estabilidade no trimestre e à redução de 0,1 p.p. em doze meses. O indicador situou-se em 3,8% no segmento de pessoas físicas e em 2,0% no de pessoas jurídicas, ambos com estabilidade no trimestre. A inadimplência atingiu 4,4% nas contratações com recursos livres, após redução de 0,1 p.p. no trimestre e estabilidade em doze meses, e 1,1% nas pactuadas com recursos direcionados, mantendo estabilidade no trimestre e avanço de 0,1 p.p. em doze meses.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$322 bilhões em fevereiro, elevando-se 0,9% no trimestre e 3,4% em doze meses, e o referente à base monetária totalizou R\$241,9 bilhões (crescimentos de 2,5% e de 6,2%, nas mesmas bases de comparação).

Considerando saldos em final de período, a base monetária somou R\$238,8 bilhões em fevereiro. A contração trimestral

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

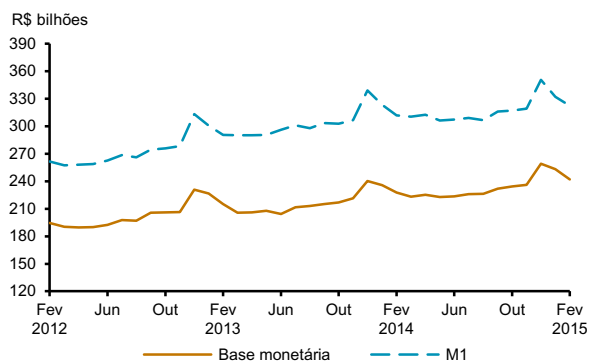


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

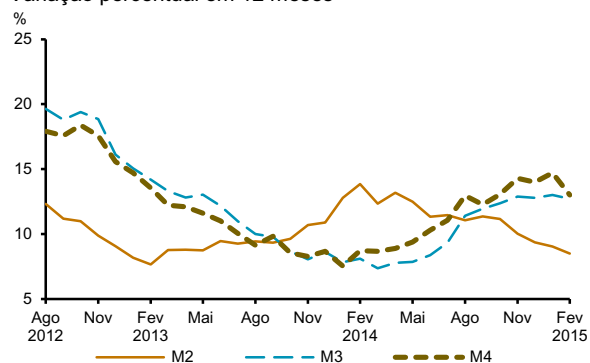
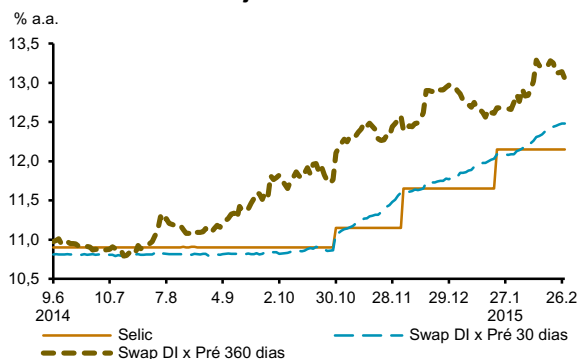
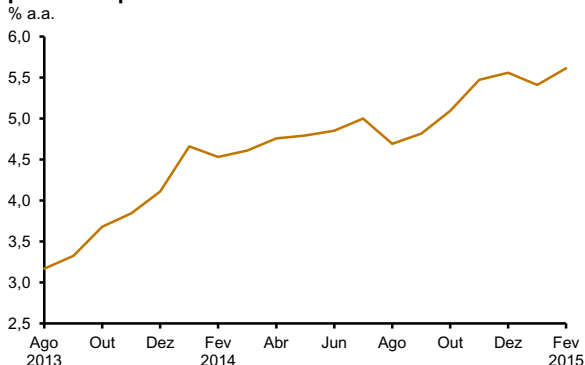


Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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



de 1,2% refletiu, em especial, impactos contracionistas das vendas líquidas de divisas pelo Banco Central (R\$24,5 bilhões), das operações com títulos públicos federais (R\$14,3 bilhões) e das operações do Tesouro Nacional (R\$11,2 bilhões), neutralizados, em parte, pelos efeitos expansionistas dos ajustes nas operações com derivativos (R\$33,6 bilhões) e dos recolhimentos compulsórios (R\$12,4 bilhões)

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$2,1 trilhões em fevereiro (aumentos de 1,3% no trimestre e de 8,5% em doze meses), destacando-se expansões de 2,4% no estoque de títulos privados e de 1,2% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$4,3 trilhões, ampliando-se 1,6% no trimestre e 12,7% em doze meses, enquanto o agregado M4 somou R\$5,1 trilhões, com acréscimos de 1,0% no trimestre e 13,0% em doze meses.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

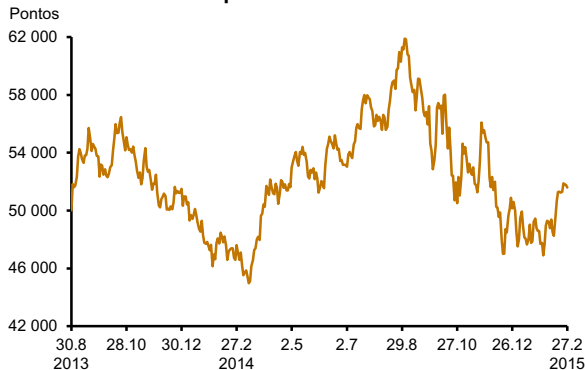
As taxas de juros futuros de curto e longo prazo apresentaram aumento no trimestre encerrado em fevereiro. As taxas dos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias cresceram 100 p.b. e as dos contratos de 360 dias, 61 p.b., encerrando o trimestre em 12,5% a.a. e 13,1% a.a., respectivamente.

As expectativas para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e para o IPCA dos próximos doze meses aumentaram 50 p.b. e 33 p.b., respectivamente, no trimestre. Assim, a taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelas expectativas de variação do IPCA, encerrou fevereiro em 5,6% a.a.

Mercado de capitais

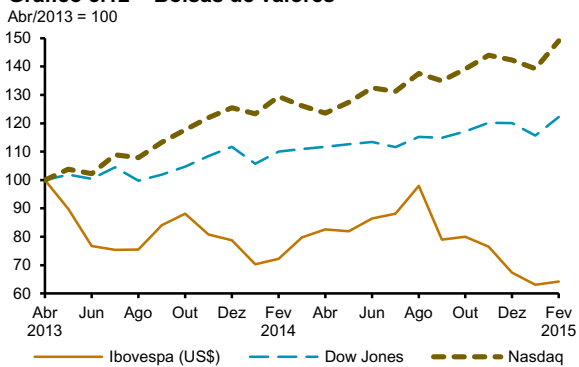
O Índice Bovespa (Ibovespa) encerrou fevereiro em 51.583 pontos, recuando 5,7% no trimestre. O valor de mercado das empresas listadas no índice atingiu R\$1,9 trilhão e a média diária do volume transacionado, R\$7,9 bilhões (variações respectivas de -4,7% e -26,5%, no período). Avaliado em dólares, o Ibovespa desvalorizou 16,2% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq valorizaram 1,7% e 3,6%, respectivamente.

Gráfico 3.11 – Ibovespa



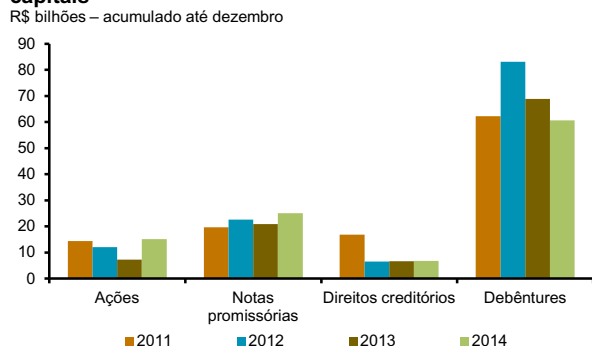
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$139,3 bilhões em 2014. As emissões de títulos de renda fixa atingiram R\$124,2 bilhões (debêntures, R\$80 bilhões; notas promissórias, R\$25 bilhões) e as de títulos de renda variável, R\$15,1 bilhões.

3.3 Política fiscal

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2015 fixou a meta de *superavit* primário do setor público consolidado para o ano em R\$66,3 bilhões (1,2% do PIB), dos quais R\$55,3 bilhões no âmbito do Governo Central e R\$11 bilhões no dos governos regionais. A LDO restabeleceu dispositivo que determina que o Governo Central compense eventual insuficiência no resultado dos governos regionais.

No âmbito das medidas adotadas para viabilizar o ajuste fiscal proposto, foram editadas as Medidas Provisórias nº 664 e nº 665, que estipulam regras mais rígidas para a concessão de benefícios assistenciais, seguro-desemprego e abono salarial. Na segunda quinzena de janeiro foram reajustadas as alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), do IPI e do Programa de Integração Social (PIS)/ Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), e reestabelecida a cobrança da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) incidente sobre a comercialização de gasolina e óleo diesel. O ajuste nas despesas deverá gerar economia de R\$18 bilhões e as medidas de natureza tributária, receita adicional de R\$22 bilhões ao Tesouro Nacional.

O Poder Executivo, tendo em vista que o Projeto da Lei Orçamentária Anual de 2015 ainda não havia sido apreciado, editou Decreto estabelecendo em 1/18 o limite de empenho mensal das dotações orçamentárias de natureza discricionária, medida que representa bloqueio mensal preliminar de R\$1,9 bilhão naquelas despesas. Adicionalmente, foi editado Decreto disciplinando a realização, no exercício de 2015, de despesas inscritas até dezembro de 2014 em restos a pagar não processados. Complementarmente, foram reprogramadas despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e de custeio e outros investimentos para o primeiro quadrimestre do ano, em consonância com o fluxo de caixa do Tesouro Nacional. Esse conjunto de medidas favorece a adequação da execução do gasto público ao desempenho da arrecadação.

Foram alteradas, ainda, as alíquotas do Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras (Reintegra), com impacto estimado de R\$1,8 bilhão em 2015. Além disso, foi encaminhado ao Congresso Nacional projeto de Lei que altera as alíquotas da contribuição social sobre o faturamento das empresas.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2014

O *deficit* primário do setor público atingiu R\$32,5 bilhões (0,64% do PIB) em 2014, primeiro resultado negativo da série iniciada em 2002. O Governo Central, os governos regionais e as empresas estatais registraram, na ordem, *deficit* de 0,4%, 0,15% e 0,08% do PIB, resultados 1,95 p.p., 0,49 p.p. e 0,08 p.p. do PIB inferiores aos observados em 2013.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$906,2 bilhões em 2014, aumentando 1,3% em relação a 2013. Destacaram-se os crescimentos nas arrecadações do Imposto de Renda Retido na Fonte (10,9%), em função do crescimento da massa salarial e dos recolhimentos sobre aplicações financeiras; e do IPI (9,6%), associado à recomposição parcial de alíquotas incidentes sobre automóveis, linha branca e móveis. Em oposição, houve redução de 64,1% nas receitas de concessões e de 3,1% nas relativas ao Cofins, influenciadas pela redução no volume de vendas e por compensações tributárias. As desonerações tributárias em 2014 foram estimadas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil em R\$104 bilhões (R\$78,6 bilhões em 2013).

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$633,5 bilhões em 2014, aumento anual de 14,6%. Os gastos com pessoal e encargos elevaram-se 8,4% e os de custeio e capital, 18,1%, destacando-se os crescimentos de 100,1% na despesa com a compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social, em função da desoneração da folha de pagamentos; de 29% nas despesas do PAC; de 21,7% nas despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); e de 14,5% nas despesas discricionárias. As despesas com subsídios e subvenções econômicas recuaram 12,0% no ano.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$56,7 bilhões em 2014. O crescimento anual do *deficit*, de 13,7%, decorreu de aumentos de 10,4% nas despesas com benefícios – refletindo

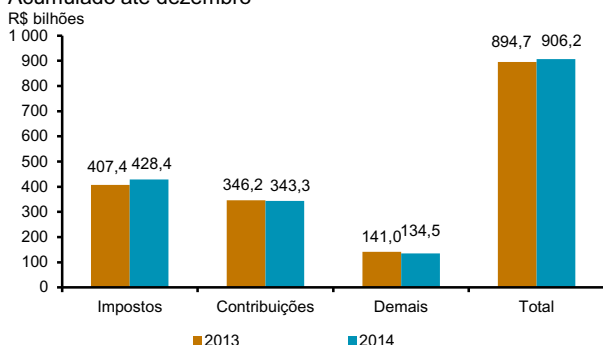
Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2013		2014		Jan 2015	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-75,3	-1,6	20,5	0,4	22,9	0,4
Governos regionais	-16,3	-0,3	7,8	0,2	4,5	0,1
Empresas estatais	0,3	0,0	4,3	0,1	4,0	0,1
Total	-91,3	-1,9	32,5	0,6	31,4	0,6

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até dezembro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-dezembro

Discriminação	2013		2014	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	552 999	11,4	633 518	12,4
Pessoal e encargos sociais	202 744	4,2	219 834	4,3
Custeio e capital	348 144	7,2	411 117	8,0
FAT	44 688	0,9	54 381	1,1
Subsídio e subvenções	10 212	0,2	8 985	0,2
Loas/RMV	33 944	0,7	38 558	0,8
Investimento	63 224	1,3	77 536	1,5
Outras	196 076	4,0	231 658	4,5
Transferências ao Bacen	2 112	0,0	2 566	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

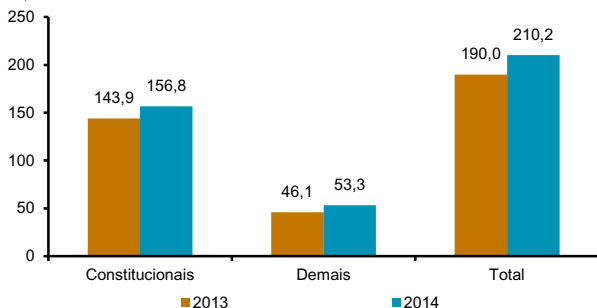
Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social
Janeiro-dezembro

Discriminação	R\$ bilhões		
	2013	2014	Var. %
Arrecadação bruta	341,8	375,8	9,9
Restituição/devolução	-1,8	-1,8	-1,9
Transferência a terceiros	-32,9	-36,5	11,1
Arrecadação líquida	307,1	337,5	9,9
Benefícios previdenciários	357,0	394,2	10,4
Resultado primário	-49,9	-56,7	13,7
Arrecadação líquida/PIB	6,3%	6,6%	
Benefícios/PIB	7,4%	7,7%	
Resultado primário/PIB	-1,0%	-1,1%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios

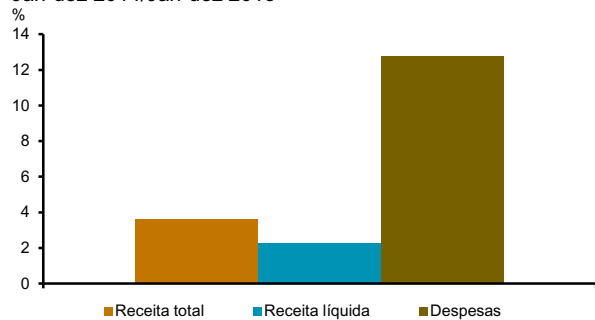
Acumulado Jan-dez
R\$ bilhões



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

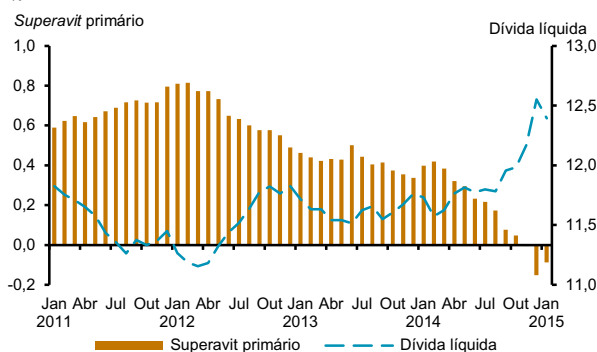
Jan-dez 2014/Jan-dez 2013



Fonte: MF/STN

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

% PIB



elevações respectivas de 6,6% e 3,3% no valor médio e na quantidade dos benefícios – e de 9,9% nas receitas, em linha com a elevação da massa salarial.

As transferências para os governos regionais somaram R\$210,2 bilhões (4,1% do PIB), elevando-se 10,6% em relação a 2013. Destacaram-se o aumento de 9,0% (R\$12,9 bilhões) nas transferências constitucionais, reflexo da expansão anual dos tributos compartilhados; e de 100% (R\$2 bilhões) nas transferências relativas à Lei Complementar nº 115/2002 (Lei Kandir).

As receitas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentaram 3,6% e as despesas, 12,8%, em 2014. As receitas representaram 23,9% do PIB (redução de 0,5 p.p. no ano) e as despesas, 20,1% (aumento de 1,3 p.p. no ano).

Os estados e municípios registraram *deficit* primário de R\$7,8 bilhões (0,15% do PIB) em 2014, ante *superavit* de R\$16,3 bilhões (0,34% do PIB) em 2013. 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\$387,2 bilhões e R\$34,8 bilhões, respectivamente, aumentando, na ordem, 5,2% e 18% no ano. As despesas com pessoal e encargos e com investimentos cresceram 15,6% e 22%, respectivamente, no ano.

O *deficit* primário das empresas estatais somou R\$4,3 bilhões em 2014 (0,08% do PIB), ante *deficit* de R\$0,3 bilhão (0,01% do PIB) em 2013.

Os juros nominais, apropriados por competência, atingiram R\$311,4 bilhões (6,08% do PIB) em 2014, ante R\$248,9 bilhões (5,14% do PIB) em 2013. O aumento repercutiu, em especial, os impactos da elevação da taxa Selic e da aceleração do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido, e o resultado das operações de *swap* cambial, no período.

O *deficit* nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$343,9 bilhões (6,71% do PIB) em 2014, elevando-se 3,46 p.p. do PIB em relação a 2013. O financiamento desse *deficit* ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pela redução da dívida bancária líquida.

Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

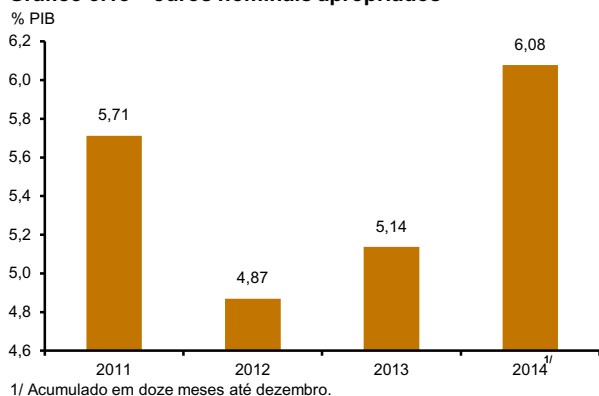


Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2013		2014		Jan 2015 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	157,5	3,3	343,9	6,7	330,4	6,4
Primário	-91,3	-1,9	32,5	0,6	31,4	0,6
Juros	248,9	5,1	311,4	6,1	299,0	5,8
Fontes	157,5	3,3	343,9	6,7	330,4	6,4
Financiamento interno	179,1	3,7	334,9	6,5	321,9	6,3
Dívida mobiliária	113,8	2,3	434,3	8,5	421,8	8,2
Dívida bancária	45,7	0,9	-118,7	-2,3	-120,1	-2,3
Outros	19,6	0,4	19,3	0,4	20,2	0,4
Financiamento externo	-21,6	-0,4	9,0	0,2	8,5	0,2

1/ Acumulado em 12 meses.

Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

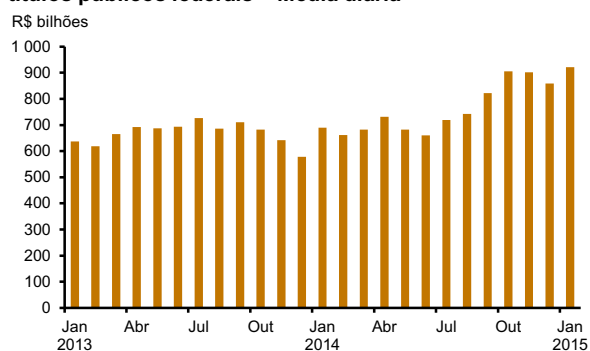
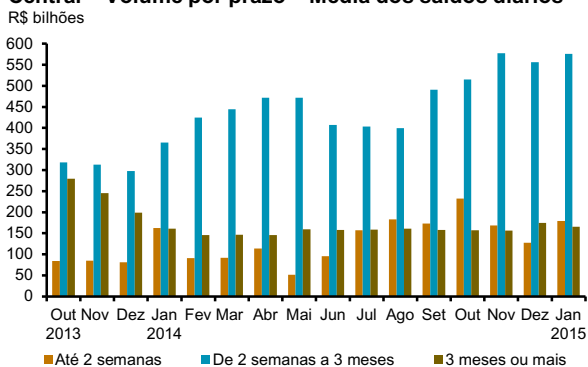


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários



Evolução em janeiro de 2015

O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$21,1 bilhões em janeiro de 2015 (R\$19,9 bilhões no mesmo mês de 2014), acumulando *deficit* de 0,61% do PIB no período de doze meses encerrado no mês.

O Governo Central apresentou *superavit* de R\$10,1 bilhões no mesmo período ante R\$12,5 bilhões em janeiro de 2014. A receita bruta do Tesouro Nacional elevou-se 0,6% e as despesas cresceram 0,1%, com aumento de 4,5% nos gastos com pessoal e redução de 1,5% nas despesas com custeio e capital. A arrecadação líquida da Previdência Social cresceu 5,7% e as despesas com benefícios, 8,4%, no mesmo período.

Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$18 bilhões em janeiro, ante R\$30,4 bilhões em igual mês de 2014, com destaque para o resultado favorável de R\$10,8 bilhões das operações de *swap* cambial no mês. O resultado nominal foi superavitário em R\$3 bilhões no mês (*deficit* de R\$10,5 bilhões em janeiro de 2014), mas acumulou *deficit* de 6,42% do PIB no período de doze meses até janeiro.

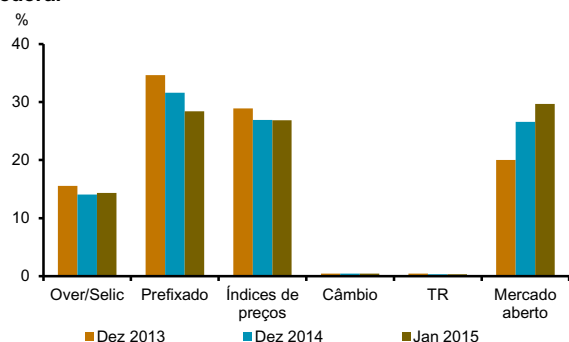
Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R\$12,8 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, resultado de colocações de R\$127 bilhões e resgates de R\$139,8 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$9,2 bilhões, todas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B). Os resgates antecipados somaram R\$1,8 bilhão.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$921 bilhões em janeiro, aumentando 1,7% em relação à média de outubro. Ocorreram elevações nas operações de prazo de duas semanas a três meses (de R\$515 bilhões para R\$576,2 bilhões) e de três a sete meses (de R\$157,5 bilhões para R\$165,4 bilhões), e redução (de R\$232,7 bilhões para R\$179,3 bilhões) nas operações de curtíssimo prazo.

Dívida mobiliária federal

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



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

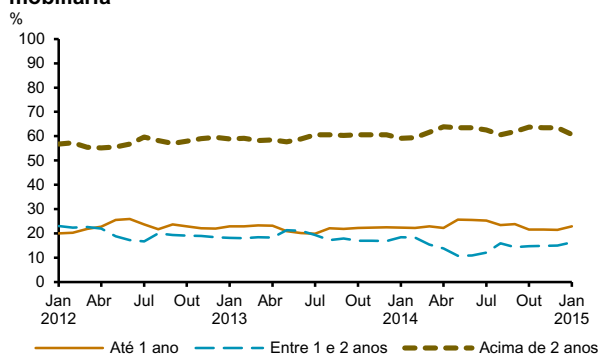


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2013		2014		Jan 2015	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 626 335	33,6	1 883 147	36,8	1 885 009	36,6

Fluxos acumulados no ano

Varição DLSP	76 252	-1,7	256 812	3,2	1 862	-0,1
Fatores	76 252	1,6	256 812	5,0	1 862	0,0
NFSP	157 550	3,3	343 916	6,7	-3 041	-0,1
Primário	-91 306	-1,9	32 536	0,6	-21 063	-0,4
Juros	248 856	5,1	311 380	6,1	18 022	0,4
Ajuste cambial	-95 923	-2,0	-96 075	-1,9	-1 823	0,0
Dívida interna ^{1/}	-4 643	-0,1	-2 835	-0,1	-61	0,0
Dívida externa	-91 280	-1,9	-93 239	-1,8	-1 762	0,0
Outros ^{2/}	17 600	0,4	12 481	0,2	7 095	0,1
Reconhecimento de dívidas	-2 427	-0,1	-3 511	-0,1	-369	0,0
Privatizações	-547	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-3,3		-1,8		-0,2

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.138 bilhões em janeiro (41,5% do PIB), elevando-se 1,14 p.p. do PIB em relação a outubro e 1,49 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral refletiu, fundamentalmente, emissões líquidas de R\$18,6 bilhões no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$67,5 bilhões e elevação de R\$1 bilhão decorrente da depreciação cambial de 8,9% no período.

Em janeiro, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic e a índices de preços aumentaram 0,6 p.p. e 0,2 p.p., respectivamente, em relação a outubro. No mesmo período, as participações dos títulos prefixados e dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto recuaram, na ordem, 0,8 p.p. e 0,1 p.p. A participação dos títulos atrelados a câmbio permaneceu estável.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos ao final de janeiro: 17,5% do total em 2015; 15,7% em 2016; e 66,8% a partir de janeiro de 2017. Os títulos vencidos em doze meses representaram 22,9% do total da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 53,5 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial totalizou R\$304,1 bilhões em janeiro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro – DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$15 bilhões, no conceito caixa.

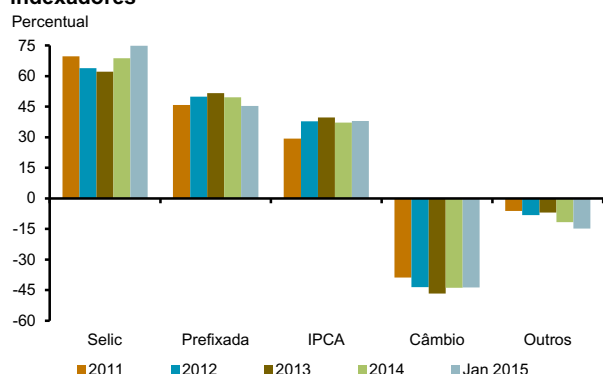
Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.883,1 bilhões em 2014 (36,8% do PIB). O aumento de 3,2 p.p. do PIB em relação a 2013 repercutiu, em especial, os acréscimos no Governo Central (2,3 p.p.) e nos governos regionais (0,8 p.p.). A DLSP totalizou R\$1.885 bilhões (36,6% do PIB) em janeiro de 2015.

A evolução anual da relação DLSP/PIB refletiu as contribuições do *deficit* primário (0,6 p.p.), da apropriação de juros nominais (6,1 p.p.), do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,2 p.p.),

da depreciação cambial de 13,4% no período (-1,9 p.p.), do crescimento do PIB corrente (-1,8 p.p.) e do reconhecimento de ativos (-0,1 p.p.).

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



As principais alterações na composição da DLSP em 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (6,6 p.p.), à Taxa Referencial (TR) (-4,1 p.p.), a índices de preços (-3 p.p.), e na parcela credora vinculada ao câmbio (2,8 p.p.). Em janeiro destacou-se o crescimento da parcela vinculada à taxa Selic (6,2 p.p.). O prazo médio dos títulos federais manteve tendência de elevação em 2014 e atingiu 51,4 meses ao final do ano (crescimento anual de 2,7 meses). Em janeiro, o prazo médio totalizou 53,5 meses.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$3.252,4 bilhões (63,5% do PIB) em 2014 e R\$3.315,3 bilhões (64,4% do PIB) em janeiro de 2015. A elevação no mês decorreu, principalmente, da sazonalidade das condições de liquidez, com reflexo no volume de operações compromissadas.

3.4 Conclusão

A desaceleração no ritmo de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro segue a tendência de longo prazo e, considerando período mais recente, reflete a trajetória da taxa básica de juros e o menor dinamismo da atividade econômica interna. No início deste ano, influenciadas pela sazonalidade do período e pelo vigor das operações no segmento imobiliário, as operações de crédito apresentaram desempenho mais robusto no segmento de pessoas físicas do que no de pessoas jurídicas. As taxas de juros médias e os *spreads* aumentaram no trimestre encerrado em janeiro, e os indicadores de inadimplência apresentaram relativa estabilidade.

No âmbito fiscal, as recentes medidas de restabelecimento de alíquotas de alguns tributos, combinadas com ações que visam reduzir o ritmo de expansão de despesas em grupamentos específicos e compatibilizar a execução do gasto público ao desempenho da arrecadação, refletem o comprometimento com o alcance das metas de *superavit* primário definidas para 2015 e para os anos seguintes.

O processo de recuperação da economia global tem se mostrado desigual, apresentando, entre as principais economias maduras, maior robustez nos EUA relativamente à Área do Euro e ao Japão. Apesar desse cenário, ressalte-se que os crescimentos no quarto trimestre de 2014 evidenciaram, na margem, menor ritmo na expansão da atividade nos EUA – assim como na China e no Reino Unido –, e aceleração nas economias na Área do Euro e no Japão, nessa última com variação positiva no PIB após dois recuos trimestrais consecutivos.

Os mercados financeiros, ao final de 2014 e início deste ano, repercutiram o cenário de incertezas associadas à perspectiva de normalização da política monetária dos EUA; à deterioração nas expectativas de crescimento global¹¹; ao receio de deflação em algumas economias; ao recuo nos preços das *commodities*, em especial petróleo; e às tensões geopolíticas na Europa e Oriente Médio. Nesse ambiente, o dólar seguiu apreciando; a inflação ao consumidor desacelerou nas principais economias; bancos centrais de países europeus passaram a adotar taxas de juro negativas; e o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão (BoJ) ampliaram suas políticas acomodatócias.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu 2,2% no quarto trimestre de 2014 (5,0% no anterior), destacando-se, no âmbito da demanda interna, a contribuição de 2,8 p.p. do consumo das famílias (2,2 p.p. no trimestre anterior). Ressalte-se que o arrefecimento da atividade observada no trimestre repercutiu, em especial, os recuos nas contribuições do setor externo (de 0,8 p.p. para -1,2 p.p.) e do consumo do governo (de 0,8 p.p. para -0,3 p.p.). As vendas no varejo registraram recuo mensal de 0,8% em janeiro (segundo recuo consecutivo, nessa base de comparação) e o índice de confiança do consumidor, divulgado pela Universidade de Michigan, mesmo recuando para 93,6

11/ Com algumas exceções, notadamente a economia dos EUA.

Tabela 4.1 – Maiores economiasComponentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % trimestral anualizada							
	2013			2014				
	II	III	IV	I	II	III	IV	
PIB								
Estados Unidos	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,6	5,0	2,2	
Área do Euro	1,4	0,7	1,1	1,1	0,3	0,7	1,3	
Reino Unido	2,6	2,9	1,6	2,7	3,0	2,6	2,2	
Japão	3,3	1,4	-1,2	5,1	-6,4	-2,6	1,5	
China	7,4	9,5	7,4	6,6	7,8	7,8	6,1	
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5	3,2	4,2	
Área do Euro	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	2,0	1,7	
Reino Unido	1,6	2,2	1,3	2,3	2,1	2,8	1,3	
Japão	3,3	1,3	-0,7	9,1	-18,7	1,1	1,9	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	1,6	5,5	10,4	1,6	9,7	8,9	4,8	
Área do Euro ^{2/}	2,7	2,6	2,0	1,7	-2,2	-0,0	1,7	
Reino Unido ^{2/}	2,4	11,2	9,5	10,1	5,1	2,0	-2,1	
Japão	9,2	3,0	5,2	25,8	-18,5	-0,6	-0,3	
Investimento residencial								
Estados Unidos	19,0	11,2	-8,5	-5,3	8,8	3,2	3,4	
Área do Euro ^{3/}	-1,9	4,0	-1,1	3,8	-9,1	nd	nd	
Reino Unido	27,3	6,8	2,1	6,3	10,6	0,8	3,9	
Japão	7,8	17,7	10,8	10,0	-35,3	-25,1	-4,7	
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	6,3	5,1	10,0	-9,2	11,1	4,5	3,2	
Área do Euro	7,1	2,5	3,1	1,7	5,3	6,1	3,4	
Reino Unido	19,7	-12,9	-5,2	7,2	-1,3	-3,0	14,9	
Japão	12,8	-2,0	-0,7	28,8	-1,3	6,2	11,5	
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	8,5	0,6	1,3	2,2	11,3	-0,9	10,1	
Área do Euro	5,4	6,1	1,0	2,3	5,3	6,9	1,5	
Reino Unido	16,3	7,6	-5,5	4,1	-5,0	5,6	5,3	
Japão	9,7	7,2	12,5	30,3	-19,7	4,2	5,3	
Gastos do Governo								
Estados Unidos	0,2	0,2	-3,8	-0,8	1,7	4,4	-1,8	
Área do Euro ^{4/}	0,5	0,7	0,2	0,9	0,6	1,0	0,7	
Reino Unido ^{4/}	-2,6	2,0	-0,3	0,7	5,9	2,0	0,2	
Japão	5,1	3,3	1,3	-2,6	2,2	2,3	1,3	

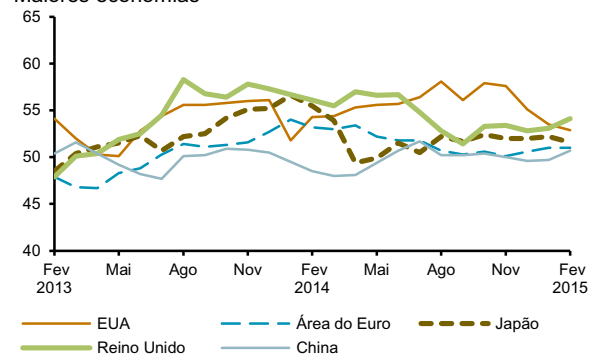
Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB.

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura
Maiores economias

Fonte: Thomson

pontos, manteve-se em patamar considerado elevado¹². A produção industrial cresceu 0,2% no mês (recoo de 0,3% em dezembro), salientando-se que a produção da indústria extrativa vem sendo sensibilizada, em meses recentes, pela redução na produção de óleo e gás. Em fevereiro, o PMI do setor manufatureiro recuou para 52,9 pontos, menor patamar desde janeiro de 2014, e o PMI referente ao setor de serviços aumentou para 56,9 pontos.

O mercado de trabalho dos EUA voltou a apresentar dinamismo no trimestre encerrado em fevereiro, quando foram gerados 863 mil de postos de trabalho (894 mil no trimestre finalizado em novembro e 463 mil no encerrado em fevereiro de 2014). A taxa de desemprego atingiu 5,5% em fevereiro (5,7% em janeiro e 6,7% em fevereiro de 2014).

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 3,8% e 5,4%, respectivamente, no trimestre encerrado em janeiro, quando a taxa de poupança das famílias situou-se em 5,0%.

Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,3% no quarto trimestre de 2014 (0,7% no anterior), com destaque para as expansões na Alemanha (2,8%), Espanha (2,7%) e Portugal (2,1%). A taxa de desemprego, em trajetória declinante, situou-se em 11,2% em janeiro – menor patamar em 33 meses, e a produção industrial do bloco aumentou 1,2% (estabilidade em dezembro). Em fevereiro, o PMI composto atingiu 53,3 pontos, maior valor desde julho de 2014, e o índice de confiança dos consumidores situou-se em -6,7 pontos (-8,5 pontos em janeiro), melhor resultado desde meados de 2007.

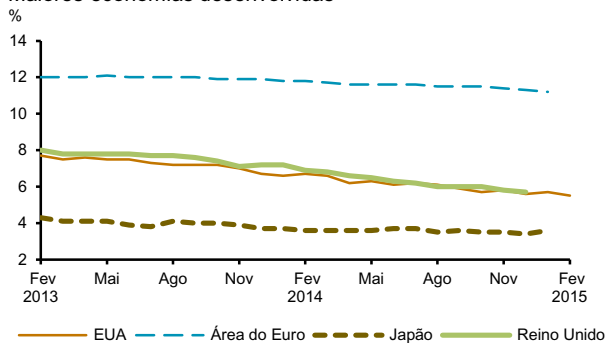
A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2,2% no quarto trimestre (2,6% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 3,0% do setor de serviços. A taxa de desemprego situou-se em 5,7% no trimestre encerrado em dezembro (6,0% no terminado em setembro). O PMI composto manteve-se em 56,7 pontos nos dois primeiros meses de 2015 (média de 56,2 pontos no último trimestre de 2014).

No Japão, o crescimento anualizado do PIB atingiu 1,5% no quarto trimestre de 2014, após retrações respectivas de 6,4% e 2,6% no segundo e no terceiro trimestres de 2014. Destacou-se, no âmbito da demanda interna, a contribuição do consumo das famílias (1,1 p.p.). A contribuição do setor externo, favorecida pela depreciação do iene, atingiu 0,9 p.p. (0,2 p.p. no terceiro trimestre), reflexo de aumentos de 11,5%

12/Nos últimos dez anos esse patamar somente foi ultrapassado em três observações.

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

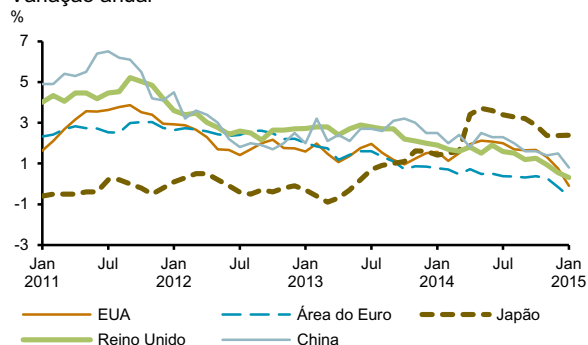
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

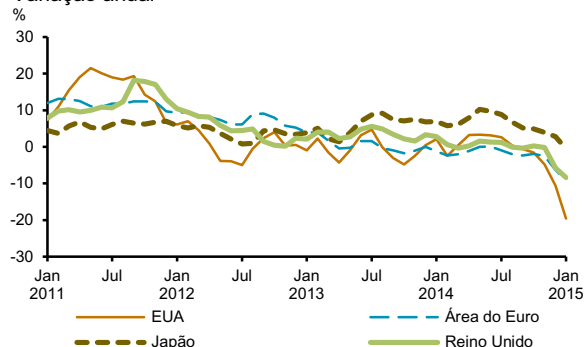
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

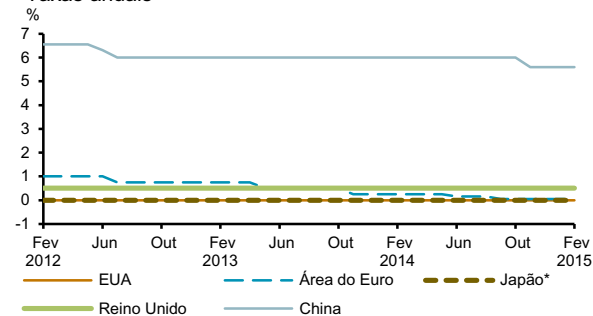
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China
Desde abril de 2013, o BoJ adota meta de agregado monetário.

nas exportações e de 5,3% nas importações. A produção industrial aumentou 3,8% em janeiro, maior elevação mensal desde janeiro de 2014, e as vendas no varejo recuaram 1,9%. O PMI manufatura de fevereiro atingiu 51,6 pontos (52,2 pontos em janeiro).

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 6,1% no quarto trimestre de 2014 (7,8% no terceiro). Considerados intervalos de doze meses, o PIB cresceu 7,3% em ambos os períodos. Em fevereiro, as taxas de crescimento dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram 15,7%, 11,9% e 7,9%¹³, respectivamente (16,1%, 11,6% e 8,0%, na ordem, em setembro). Em janeiro, o *superavit* da balança comercial somou US\$60 bilhões (média de US\$49,8 bilhões no quarto trimestre). Em fevereiro, o PMI composto alcançou 51,8 pontos (51,0 pontos em janeiro).

4.2 Política monetária e inflação

A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pela variação do IPC, atingiu -0,1% em janeiro, primeira variação negativa desde outubro de 2009. Os preços da energia recuaram 19,6% e os dos alimentos cresceram 3,2%. A variação anual do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,6% em janeiro.

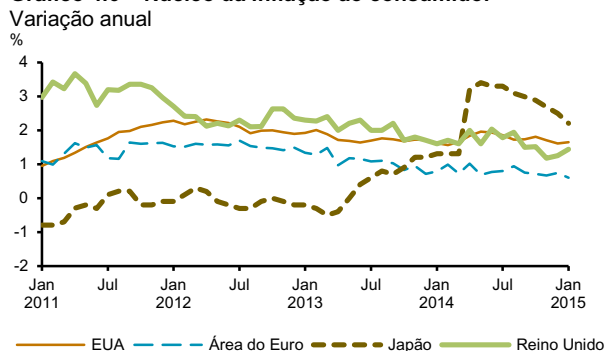
O Comitê de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (FOMC) manteve, nas reuniões de dezembro de 2014 e de janeiro, a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. Na reunião de dezembro, o FOMC anunciou que deve manter-se “paciente” ao decidir sobre o início da normalização da postura da política monetária, considerando essa nova orientação consistente com a afirmação prévia em que julgava apropriado manter a meta para a taxa dos *Fed funds* no atual intervalo por “tempo considerável”, especialmente se a inflação projetada continuasse abaixo da meta de longo prazo de 2,0% e as expectativas inflacionárias de longo prazo permanecessem bem ancoradas.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu -0,6% em janeiro¹⁴, menor patamar desde julho de 2009, com destaque para as variações negativas dos preços dos alimentos (0,1%) e da energia (9,3%). A variação anual do núcleo do IPCH –

13/ Vendas no varejo medida de forma interanual, enquanto investimentos em ativos fixos refletem a variação acumulada no ano contra igual período do ano anterior.

14/ A variação anual do IPCH, dado ainda preliminar, referente a fevereiro foi -0,3%.

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



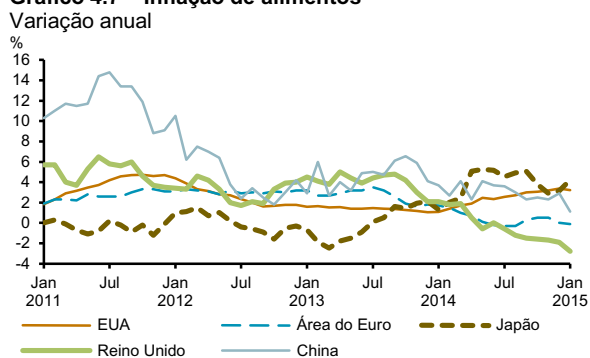
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – atingiu 0,6% em janeiro (0,7% em outubro).

O Conselho de Governadores do BCE manteve as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a. Na reunião de janeiro, o BCE instituiu o programa expandido de compras de ativos (*Quantitative Easing – QE*), que adiciona compras de títulos públicos aos programas existentes de compras de *asset-backed securities* (ABS) e de bônus cobertos. As compras mensais combinadas de títulos públicos e privados somarão €60 bilhões¹⁵, com início em março de 2015 e encerramento previsto para, pelo menos, setembro de 2016.

Além do BCE, bancos centrais de outros países europeus passaram a adotar taxas de juros negativas como opção de política monetária. O Banco Nacional da Suíça (BNS) introduziu, em 18 de dezembro de 2014, taxa de -0,25% sobre saldos das contas de depósitos a vista na instituição¹⁶. Em 15 de janeiro, quando abandonou o compromisso com o piso da taxa de câmbio de CHF¹⁷1,20 por euro, o BNS ampliou a taxa negativa aplicada aos depósitos a vista em 0,5 p.p., para -0,75% a.a. O Banco Central da Dinamarca reduziu, nos dois primeiros meses do ano, as taxas de juros dos certificados de depósito, fixando-a em -0,75% em 5 de fevereiro. Adicionalmente, em 19 de janeiro, a instituição cortou 0,15 p.p. da taxa de juro de empréstimo, situando-a em 0,05%. O Banco Central da Suécia (Riksbank) cortou a taxa *repo* em 0,10 p.p., para -0,10%, em 12 de fevereiro, e introduziu programa de compra mensal de bônus governamentais no total de SEK¹⁸10 bilhões (aproximadamente US\$1,2 bilhão).

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

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

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,3% em janeiro, menor patamar da série histórica iniciada em março de 1960, com destaque para as variações negativas dos preços da energia (8,4%) e dos alimentos (2,8%). A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,4% em janeiro (1,5% em outubro).

15/ As compras de títulos – com grau de investimento e denominação em euro – emitidos por governos e agências da Área do Euro e por instituições europeias serão realizadas pelo Sistema Euro (*Euro System*) no mercado secundário. As compras de títulos emitidos por governos e agências da Área do Euro serão feitas em proporção à participação dos bancos centrais nacionais no capital do BCE. Critérios de elegibilidade adicionais serão aplicados no caso de países com programa de ajustamento com a União Europeia (UE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). As compras de títulos de instituições europeias ficarão a cargo dos bancos centrais nacionais e corresponderão a 12% das compras adicionais de ativos, estando sujeitas a compartilhamento de risco. O BCE se responsabilizará por 8% das compras adicionais de ativos. Desse modo, 20% das compras adicionais de ativos estarão sujeitas a compartilhamento de risco.

16/ A taxa se aplica aos depósitos que excederam em vinte vezes o recolhimento compulsório mínimo.

17/ Franco suíço.

18/ Coroa suéca.

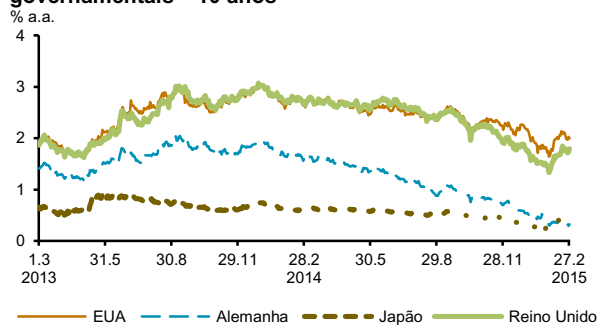
O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. (nível em que se encontra desde março de 2009), e o total do programa de compra de ativos (QE) em £375 bilhões. Conforme o *forward guidance* de 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 inflação se mantenha próxima à meta. De acordo com a comunicação do BoE, prevalece o entendimento de que, ao final do processo de normalização das condições monetárias, a taxa oficial de juros tenda a situar-se abaixo de 5,0% a.a., nível médio predominante antes da crise financeira de 2008. Além disso, o BoE avalia que o QE deve ser mantido no volume atual pelo menos até a primeira elevação da *Bank rate*.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 2,4% em janeiro, mesmo patamar de novembro e dezembro, com os preços dos alimentos elevando-se 4,2% e os da energia recuando 0,5%. A inflação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura*, alcançou 2,2% em janeiro (2,3% em dezembro e 2014).

O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, as diretrizes para as operações do mercado monetário, que preveem expansão anual da base monetária em aproximadamente ¥80 trilhões e acréscimo do saldo dos títulos do governo japonês (JGB) em carteira em ¥80 trilhões por ano, com extensão da maturidade média remanescente desses títulos para 7 a 10 anos. Adicionalmente, o BoJ ratificou que deve conduzir as compras de cotas de “fundos de índices” (*exchange-traded funds* – ETF) e de fundos de investimento imobiliário (*Japan real estate investment trusts* – J-REIT) para aumentar seus saldos em aproximadamente ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e títulos corporativos serão mantidos em aproximadamente ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões, nessa ordem.

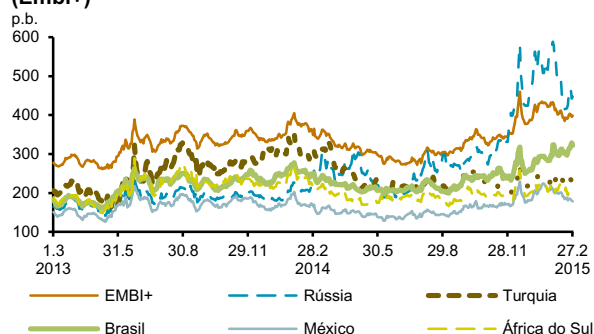
Na China, a inflação anual ao consumidor recuou para 0,8% em janeiro. A variação anual dos preços dos alimentos atingiu 1,1% e dos preços da energia, -2,0%. Nesse contexto, em fevereiro, o Banco do Povo da China (BPC) reduziu as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 0,5 p.p., para 17,5% e 19,5%, respectivamente, e anunciou, no início de março, redução de 0,25 p.p., para 5,35%, da meta para a taxa de juros dos empréstimos de um ano.

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



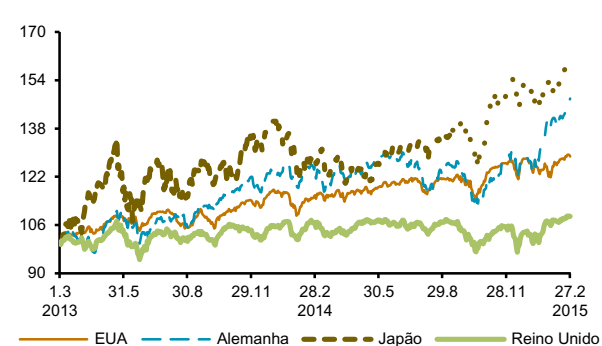
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



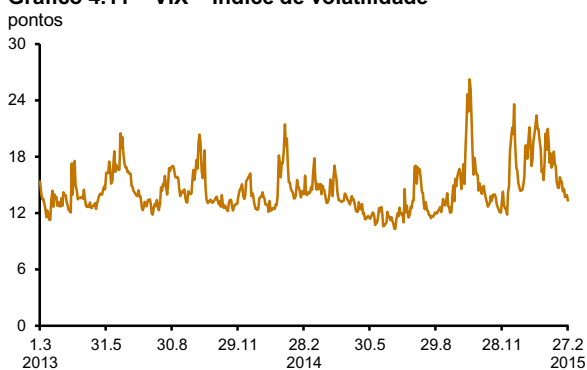
Fonte: Thomson Reuters

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Bloomberg

4.3 Mercados financeiros internacionais

O desempenho dos mercados financeiros globais esteve condicionado, no trimestre finalizado em fevereiro, pelo cenário envolvendo a perspectiva de normalização da política monetária nos EUA; a desaceleração de importantes economias emergentes, com destaque para a China; os riscos de deflação em relevantes economias maduras; o declínio dos preços de *commodities*, em especial do petróleo; e eventuais tensões geopolíticas.

Nesse contexto, aumentou a demanda por ativos financeiros considerados mais seguros, implicando redução dos retornos dos títulos públicos de longo prazo emitidos por economias maduras. Ao final de fevereiro, a rentabilidade anual dos títulos dos EUA atingiu 1,99% (2,16% ao final de novembro), após ter oscilado entre 1,64% e 2,31% no trimestre. Os retornos de ativos correspondentes da Alemanha, Reino Unido e Japão recuaram, na ordem, 37 p.b., 13 p.b. e 9 p.b., para 0,33%, 1,80% e 0,34%, respectivamente, no período.

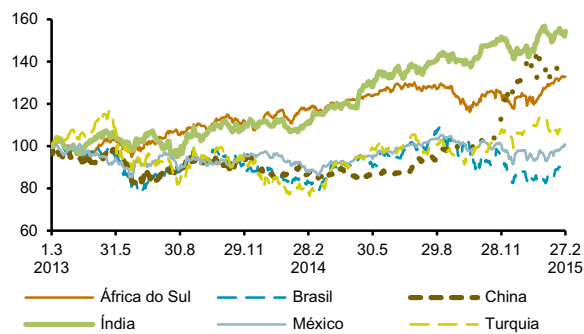
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) aumentou 54 p.b., para 399 p.b., no trimestre encerrado em fevereiro. Essa evolução refletiu, em parte, os impactos negativos da persistência de tensões geopolíticas na Rússia/Ucrânia e da redução na perspectiva de crescimento de importantes mercados emergentes. Nesse ambiente, destacaram-se as elevações nos indicadores de Rússia (116 p.b.) e Brasil (84 p.b.), que atingiram 447 p.b. e 322 p.b., respectivamente, ao final do período. Os indicadores da Turquia, África do Sul e México aumentaram, na ordem, 30 p.b., 17 p.b. e 7 p.b.

Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras elevaram-se ao longo do trimestre, trajetória favorecida pela manutenção de ampla liquidez global. Destacaram-se os aumentos nos índices DAX, da Alemanha (14,2%); CAC 40, da França (12,8%); FTSE MIB, da Itália (11,6%); Nikkey 225, do Japão (7,7%); IBEX 35, da Espanha (3,8%); FTSE 100, do Reino Unido (3,3%); e Dow Jones, dos EUA (1,7%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX)¹⁹ registrou 13,3 pontos ao final de fevereiro, mesmo patamar de encerramento de novembro. Ressalte-se que o indicador situou-se, em média, em patamar superior no trimestre

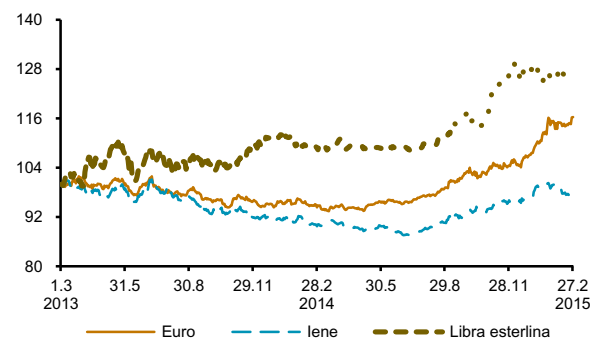
19/O VIX é o índice que mensura a volatilidade implícita de curto prazo do índice acionário Standard & Poor's 500 (S&P 500) dos EUA.

Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes
1.3.2013 = 100



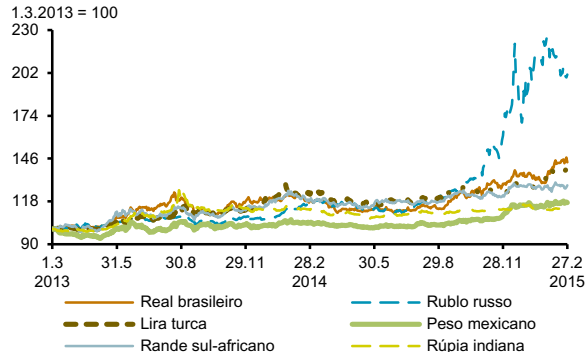
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Cotações do dólar
1.3.2013 = 100



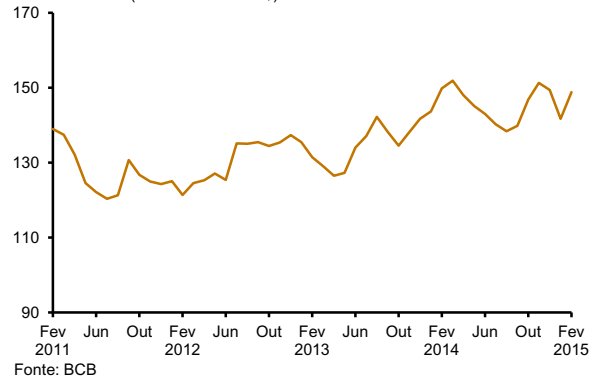
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA
1.3.2013 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

encerrado em fevereiro (17,1 pontos) do que no terminado em novembro (15,1 pontos), desempenho determinado, em grande parte, pelo ambiente de deterioração das expectativas de crescimento global, em especial da China; incertezas associadas à normalização da política monetária nos EUA; recuo expressivo no preço do petróleo; tensões políticas na Grécia.

Os principais mercados acionários de economias emergentes apresentaram tendências distintas. Ocorreram aumentos nos índices *Shanghai Composite*, da China (23,4%); FTSE/JSE, da África do Sul (6,9%); e Sensex, da Índia (1,8%), recuos no Ibovespa, do Brasil (5,7%); e ISE, da Turquia (2,3%), e estabilidade no IPC, do México.

A trajetória do dólar dos EUA no trimestre encerrado em fevereiro repercutiu, em parte, o maior dinamismo da atividade nos EUA do que em importantes economias maduras e emergentes. Destacaram-se, no primeiro grupo, as apreciações do dólar ante o euro (11,2%), libra (1,4%) e iene (0,8%). No âmbito das economias emergentes, em que a valorização do dólar esteve condicionada, ainda, à redução dos preços de *commodities*, sobressaíram as valorizações do dólar em relação às moedas da Rússia (24,8%), Turquia (13,0%), Brasil (10,8%), México (7,3%) e África do Sul (5,4%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 1,66% em fevereiro, em relação a novembro de 2014, com variações respectivas de 0,58%, -1,45% e -13,08% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 11,10% no período²⁰. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 0,46% em relação ao trimestre encerrado em novembro de 2014.

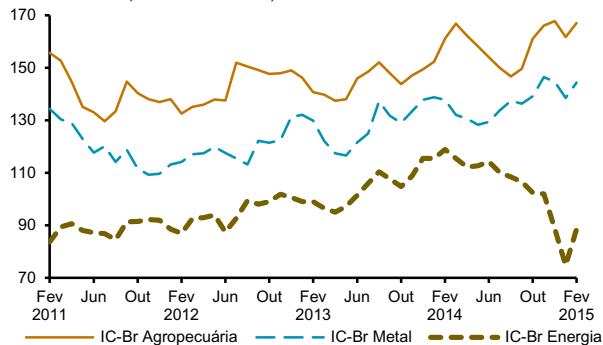
A média do índice S&P e Goldman Sachs *Spot* recuou 20,87% em fevereiro, em relação a novembro de 2014, resultado de desvalorizações respectivas de 3,74%, 11,70% e 27,00% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

A trajetória da cotação das *commodities* agropecuárias repercutiu, em grande parte, as reduções nos preços da

20/O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 11,10% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de fevereiro de 2015 e de novembro de 2014.

Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

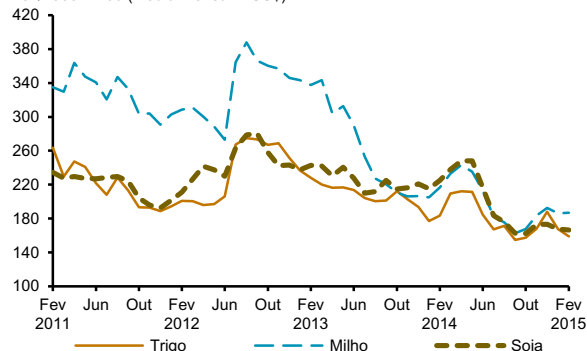
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

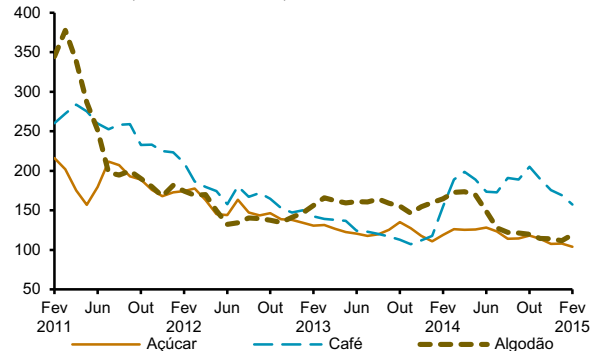
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

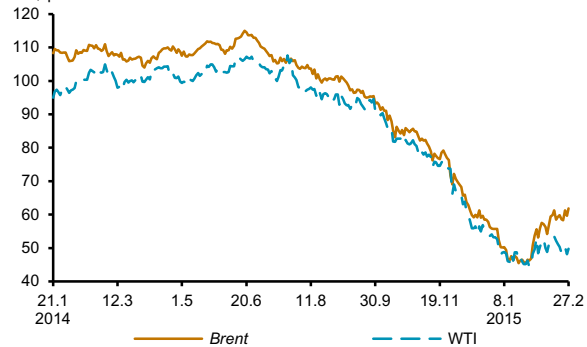
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

soja (3,60%), impactada pelo aumento da oferta nos EUA; trigo (5,32%), reflexo de aumento na projeção para a safra 2014/2015, divulgado pelo Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA); açúcar (8,90%), repercutindo a oferta confortável e a adoção de subsídios às exportações na Índia, segundo maior exportador global, e do café (17,11%), influenciada pelas perspectivas de aumento da oferta em regiões produtoras no Brasil.

Em sentido oposto, elevaram-se as cotações do milho (1,91%), em cenário de expectativa de aumento da demanda por etanol de milho misturado à gasolina nos EUA; e do algodão (4,23%), reflexo de expectativa de redução da área plantada para a safra 2015/2016 nos EUA, em resposta aos reduzidos preços da *commodity*.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do zinco, níquel, alumínio, chumbo e cobre diminuíram 6,79%, 7,66%, 10,70%, 11,18% e 14,35%, respectivamente, no trimestre encerrado em fevereiro. Essa evolução refletiu a valorização do dólar no período e preocupações com a desaceleração da demanda mundial, especialmente da China, importante importadora.

A cotação média do minério de ferro de teor 65%, no mercado à vista chinês, recuou 15,66%, para US\$70, no trimestre encerrado em fevereiro, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta de baixo custo (notadamente da Austrália e do Brasil) e a desaceleração da demanda Chinesa, evidenciada pelo crescimento de apenas 0,9% na produção de aço no país em 2014, menor expansão em 24 anos.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$57,93 e US\$50,61, respectivamente, em fevereiro, recuando, na ordem, 26,15% e 33,24% em relação a novembro de 2014. Essa evolução refletiu o excesso de oferta global do produto – resultado do aumento da produção de países não pertencentes à Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), em especial nos EUA – e a recusa de redução da produção por parte dos países membros da Opep.

4.5 Conclusão

A economia dos EUA, a despeito do menor ritmo de crescimento na margem, segue registrando dinamismo mais acentuado do que as demais economias maduras, enquanto

a perspectiva de crescimento para as principais economias emergentes vem sendo reduzida.

A diferença no ritmo de recuperação entre as economias, associada, ainda, a contextos distintos de inflação se refletem nas ações de políticas monetárias. Assim, enquanto avança o processo de normalização da política monetária nos EUA, observa-se recente atuação de bancos centrais na Europa e na Ásia, no sentido de expandir o caráter acomodatório de suas políticas monetárias. Destaque-se, nesse contexto, a diminuição de riscos associados às oscilações na liquidez global.

Nesse ambiente, o dólar dos EUA tende a continuar em trajetória de apreciação global. Ressalte-se, todavia, que a perspectiva de oferta abundante de *commodities*, em ambiente de recuperação modesta da economia mundial e, particularmente, de arrefecimento da atividade econômica chinesa, constitui fator benigno no âmbito da inflação global.

O *deficit* em transações correntes recuou no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Essa evolução repercutiu reduções na corrente de comércio – consistente com a recuperação modesta da economia mundial e o menor dinamismo da atividade interna –, nas despesas líquidas de serviços e, principalmente, de rendas – influenciada pelo recuo nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros diretos, investimentos estrangeiros em carteira e empréstimos permaneceram em patamar confortável para o financiamento do balanço de pagamentos.

5.1 Movimento de câmbio

O *superavit* do mercado de câmbio contratado atingiu US\$2,8 bilhões no primeiro bimestre de 2015 (*deficit* de US\$246 milhões em igual período de 2014). Ocorreram *superavits* de US\$353 milhões no segmento comercial, reflexo de recuos de 20,3% nas contratações de exportações e de 22,5% nas de importações; e de US\$2,4 bilhões no segmento financeiro, resultado de crescimentos de 13,5% nas compras e de 10,8% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio resultou, nos dois primeiros meses do ano, em liquidação de US\$900 milhões em operações de linha com recompra, cujo estoque recuou de US\$10,5 bilhões, em dezembro de 2014, para US\$9,6 bilhões, em fevereiro de 2015. No mercado à vista, a posição vendida dos bancos passou de US\$28,3 bilhões, ao final de 2014, para US\$25,9 bilhões, em fevereiro de 2015.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2014			2015	
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev
Comercial	-2,1	-0,5	4,1	0,6	0,4
Exportação	15,7	34,8	222,3	12,4	27,8
Importação	17,8	35,4	218,1	11,8	27,4
Financeiro ^{1/}	0,3	0,3	-13,4	-1,7	2,4
Compras	34,2	77,5	513,2	36,5	88,0
Vendas	33,9	77,2	526,6	38,2	85,6
Saldo	-1,9	-0,2	-9,3	-1,1	2,8

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB
Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Exportação	31 960	25 796	-19,3
Importação	38 157	31 812	-16,6
Saldo	-6 197	-6 016	2,9
Corrente de comércio	70 117	57 608	-17,8

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

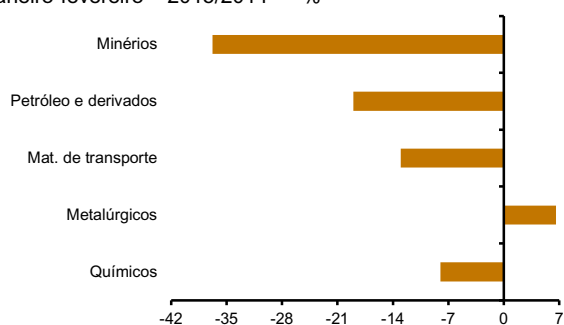
O *deficit* da balança comercial atingiu US\$6 bilhões nos dois primeiros meses de 2015 (US\$6,2 bilhões em igual bimestre de 2014). As exportações somaram US\$25,8

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	761,0	661,4	-13,1
Básicos	334,9	278,0	-17,0
Industrializados	401,2	364,2	-9,2
Semimanufaturados	111,2	112,1	0,8
Manufaturados	290,0	252,1	-13,1
Operações especiais	24,9	19,3	-22,6

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-fevereiro – 2015/2014^{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-fevereiro

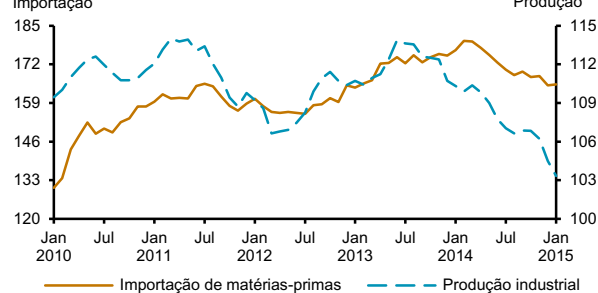
Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	908,5	815,7	-10,2
Bens de capital	196,7	181,3	-7,8
Matérias-primas	389,9	369,8	-5,2
Bens de consumo	157,4	140,5	-10,8
Duráveis	84,4	68,9	-18,4
Automóveis de passageiros	25,1	19,4	-22,5
Não duráveis	73,0	71,6	-1,9
Combustíveis e lubrificantes	164,4	124,1	-24,5
Petróleo	64,4	27,8	-56,9
Demais	100,1	96,4	-3,7

Fonte: MDIC/Secex

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

Índices dessazonalizados

2006 = 100



Fontes: Funcex e IBGE

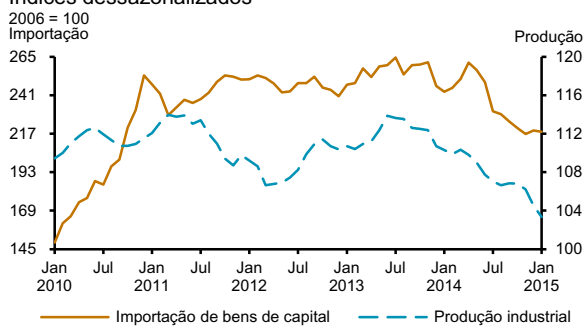
bilhões; as importações, US\$31,8 bilhões; e a corrente de comércio, US\$57,6 bilhões, reduzindo-se 19,3%, 16,6% e 17,8%, respectivamente, no período. Essas retrações refletem os recuos dos preços de *commodities* e incertezas na recuperação da economia global, no âmbito das exportações, e o menor ritmo de atividade doméstica e a desvalorização cambial, pelo lado das importações.

As exportações, consideradas as médias diárias, recuaram 13,1% no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual período de 2014. Ocorreram reduções nas vendas de produtos básicos (17,0%) e de bens manufaturados (13,1%), e aumento de 0,8% nas de semimanufaturados, que representaram, na ordem, 42,0%, 38,1% e 16,9% das exportações totais no bimestre (44,0%, 38,1% e 14,6%, respectivamente, no primeiro bimestre de 2014). A evolução das exportações de produtos básicos repercutiu, em especial, a trajetória dos preços internacionais de *commodities* importantes na pauta exportadora brasileira, como minério de ferro e petróleo, enquanto a retração nos embarques de manufaturados evidenciou, em grande parte, o menor dinamismo das exportações de automóveis, em particular para a Argentina.

A média diária das importações recuou 10,2% no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Houve diminuições nas compras em todas as categorias de uso, destacando-se que a redução de 24,5% nas de combustíveis e lubrificantes repercutiu recuos nos preços internacionais da *commodity* e no *quantum* importado. As aquisições de bens de consumo duráveis recuaram 18,4% (automóveis de passageiros, -22,5%); as de bens de capital, 7,8% (maquinaria industrial, -14,5%; aparelhos de escritório e serviço científico, -16,1%); as de matérias-primas, 5,2% (acessórios de equipamento de transporte, -18,9%; partes e peças de produtos intermediários, -5,6%); e as de bens de consumo não duráveis, 1,9%. A representatividade das importações dessas categorias de uso atingiu 15,2%, 8,4%, 22,2%, 45,3% e 8,8%, respectivamente, no período, destacando-se a redução de 2,9 p.p. na participação das aquisições de combustíveis e lubrificantes e o aumento de 2,4 p.p. na de matérias-primas.

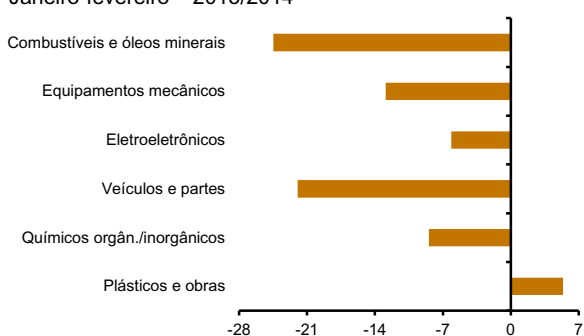
A redução registrada na corrente de comércio brasileira no primeiro bimestre de 2015 repercutiu decréscimos nas transações comerciais com os principais países parceiros e blocos econômicos (Mercado Comum do Sul – Mercosul, 17,9%; China, 16,1%; Ásia, 12,6%; União Europeia, 8,6%; EUA, 8,2%; e demais países da América Latina e Caribe, 7,2%).

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-fevereiro – 2015/2014



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-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2014	2015	Var. %	2014	2015	Var. %	2014	2015
Total	761	661	-13,1	908	816	-10,2	-148	-154
A.Latina e Caribe	162	137	-15,4	138	124	-9,7	25	13
Mercosul-5 ^{1/}	92	75	-18,4	66	54	-17,3	26	21
Argentina	56	47	-17,3	49	41	-17,1	7	5,7
Demais	35	28	-20,1	16	13	-17,8	19	15
Demais	71	63	-11,6	72	70	-2,9	-1	-8
EUA ^{2/}	94	97	2,4	138	117	-15,4	-44	-20
UE	141	133	-6,0	184	164	-10,7	-43	-31
Europa Oriental	14	8	-40,9	10	13	27,0	4,0	-5
Oriente Médio	38	39	2,8	32	19	-42,2	5	20
Ásia	236	184	-22,1	316	298	-5,6	-80	-114
China	120	74	-38,4	166	166	-0,2	-47	-92
Outros	117	110	-5,3	150	132	-11,6	-33	-22
África	36	28	-22,4	58	42	-26,7	-21	-14
Demais	39	35	-8,4	32	38	17,5	6	-3

Fonte: MDIC/Secex
1/ Inclui Venezuela.
2/ Inclui Porto Rico.

A Ásia manteve-se como principal destino das exportações brasileiras no primeiro bimestre de 2015 (27,8% do total), seguindo-se América Latina e Caribe (20,8%), União Europeia (20,1%) e EUA (14,6%), destacando-se o crescimento de 2,2 p.p., em relação a igual período de 2014, na representatividade das exportações para os EUA.

As importações brasileiras originaram-se, em grande parte, no primeiro bimestre de 2015, da China (20,3% do total), União Europeia (20,1%), EUA (14,3%) e demais países da Ásia (16,2%), com ênfase para a expansão de 2,0 p.p., na mesma base de comparação, da participação dos embarques originários da China.

A retração de 19,3% no valor das exportações no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual período de 2014, refletiu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), recuos de 17,2% nos preços e de 2,6% no *quantum*.

Houve reduções nos preços em todas as categorias de fator agregado, ressaltando-se que o decréscimo de 27,7% nos preços de produtos básicos foi influenciado pela evolução das cotações de minério de ferro, petróleo e soja, enquanto o recuo de 6,7% nos de bens semimanufaturados refletiu as retrações nos preços de açúcar em bruto e celulose. Os volumes exportados de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados variaram +6,3%, +0,1% e -14,5%, respectivamente, no período.

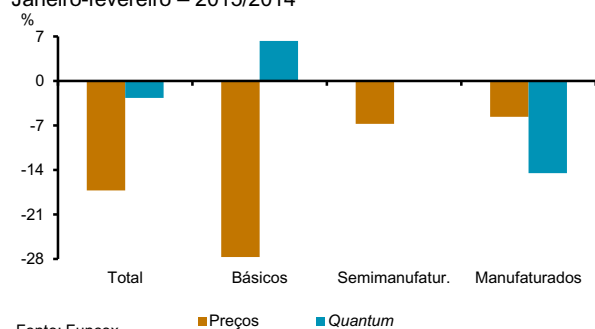
Na mesma base de comparação, a redução de 16,6% no valor das importações decorreu de retrações de 10,3% no *quantum* e 7,2% nos preços. Houve decréscimos nas quantidades importadas em todas as categorias de uso: bens de capital, 17,7%; bens de consumo duráveis, 16,7%; matérias-primas, 10,6%; bens de consumo não duráveis, 6,3%; e combustíveis e lubrificantes, 2,3%. Ocorreu igualmente o recuo nos preços das importações de todas as categorias de uso, na mesma ordem, de 2,5%; 1,1%; 2,4%; 4,4%; e 25,2%.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$17,5 bilhões no primeiro bimestre de 2015 (US\$19 bilhões em igual período de 2014). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* totalizou US\$89,9 bilhões em fevereiro (4,22% do PIB).

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

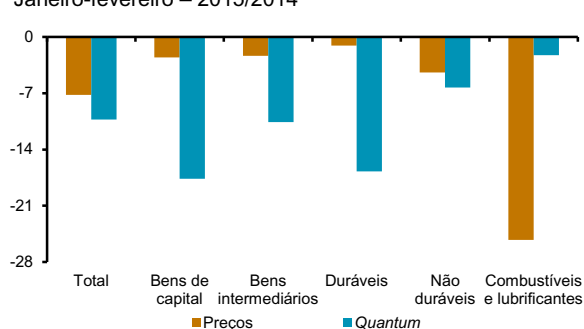
Janeiro-fevereiro – 2015/2014



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-fevereiro – 2015/2014



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-7,4	-19,0	-91,3	-6,9	-17,5	-80,5
Balança comercial	-2,1	-6,2	-4,0	-2,8	-6,0	4,0
Exportações	15,9	32,0	225,1	12,1	25,8	210,0
Importações	18,1	38,2	229,1	14,9	31,8	206,0
Serviços	-3,4	-6,8	-48,9	-2,8	-6,4	-47,5
Transportes	-0,7	-1,4	-8,9	-0,6	-1,3	-9,0
Viagens internacionais	-1,3	-2,8	-18,7	-1,0	-2,6	-17,5
Computação e inform.	-0,4	-0,7	-4,4	-0,3	-0,7	-4,5
Aluguel equipamentos	-1,5	-3,1	-22,7	-1,6	-3,0	-23,5
Demais	0,4	1,2	5,8	0,6	1,2	7,0
Rendas	-2,0	-6,3	-40,3	-1,4	-5,4	-39,3
Juros	-0,7	-2,6	-14,2	-0,7	-3,0	-15,3
Lucros e dividendos	-1,3	-3,8	-26,5	-0,7	-2,4	-24,5
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,4	0,0	0,1	0,5
Transferências correntes	0,1	0,3	1,9	0,2	0,3	2,3

^{1/} Projeção.

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,4 bilhões no bimestre, reduzindo-se 5,3% em relação a igual intervalo de 2014. Destaque para as reduções no *deficit* em aluguel de equipamentos (1,4%) e transportes (10,6%), que somaram, na ordem, US\$3 bilhões e US\$1,3 bilhão. As despesas líquidas com viagens internacionais somaram US\$2,6 bilhões no bimestre, ressaltando-se que o decréscimo de 6,4%, na mesma base de comparação, repercutiu recuos respectivos de 8,7% e 14,1% nos gastos de turistas brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil.

As despesas líquidas de juros cresceram 14,3% no período, para US\$3 bilhões, com os pagamentos ao exterior atingindo US\$3,6 bilhões e as receitas, US\$638 milhões. A análise em doze meses indica que as receitas de juros provenientes de remuneração das reservas internacionais totalizaram US\$2,9 bilhões em fevereiro de 2015 (US\$3,3 bilhões em fevereiro de 2014).

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$2,4 bilhões no bimestre, ressaltando-se que o recuo de 36,3% em relação a igual período de 2014 repercutiu, em grande parte, os impactos da depreciação da taxa de câmbio e o menor dinamismo da atividade doméstica. As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 69,3% e 28% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas, comércio, produtos químicos e metalurgia.

As transferências unilaterais totalizaram US\$256 milhões no bimestre, reduzindo-se 25,1% em relação a igual intervalo de 2014. Os ingressos brutos para manutenção de residentes, refletindo o moderado crescimento das economias nos principais destinos de emigrantes brasileiros, recuaram 29,7% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$18,4 bilhões nos dois primeiros meses de 2015 (US\$20,5 bilhões em igual período de 2014), com aplicações de investimentos brasileiros diretos no exterior de US\$5,6 bilhões (retornos líquidos de US\$447 milhões nos dois primeiros meses de 2014).

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$6,7 bilhões no período, dos quais US\$3,7 bilhões relativos a aumento

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Conta financeira	6,2	20,5	97,8	7,6	18,4	93,5
Investimentos diretos	4,6	9,6	66,0	2,5	1,2	60,0
Brasileiros no exterior	0,6	0,4	3,5	-0,3	-5,6	-5,0
Estrangeiros no país	4,1	9,2	62,5	2,8	6,7	65,0
Participação	3,3	6,8	47,3	1,3	3,7	50,0
Intercompanhias	0,8	2,4	15,2	1,5	3,0	15,0
Investimentos em carteira	0,9	5,2	30,7	2,2	12,0	31,3
Ativos	-0,5	0,3	-2,8	0,0	0,1	-
Passivos	1,4	4,9	33,5	2,2	11,9	31,3
Derivativos	0,0	0,1	-1,6	-1,2	-0,6	-
Outros investimentos	0,7	5,6	2,7	4,1	5,9	2,2
Ativos	-3,3	-4,0	-47,7	0,1	0,2	-12,4
Passivos	3,9	9,6	50,4	4,0	5,7	14,7

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Ingressos brutos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	3,6	8,7	52,7	5,4	11,0	40,7
Bônus públicos	-	-	6,0	-	-	-
Títulos privados	0,4	1,4	10,3	0,4	0,8	11,1
Empréstimos dir.	3,1	7,3	36,4	4,9	10,2	29,6
Empréstimos CP ^{2/}	1,1	5,3	24,4	1,0	1,4	-
Títulos CP (líq.)	-	-	0,5	-	-	-
Portfolio no país (líq.)	2,0	4,9	30,7	3,6	13,5	33,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	171%	137%	154%	97%	106%	100%
Títulos	89%	192%	90%	36%	45%	100%
Empréstimos dir.	196%	130%	193%	115%	118%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

de participação em capital de empresas e US\$3 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O ingresso de IED acumulado em doze meses atingiu US\$60,1 bilhões em fevereiro (2,82% do PIB).

Os retornos líquidos de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$118 milhões (US\$318 milhões nos dois primeiros meses de 2014), com destaque para as vendas líquidas de ações de empresas estrangeiras e para as aplicações líquidas em títulos estrangeiros adquiridos por residentes.

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira atingiram US\$11,9 bilhões (US\$4,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2014). Destacaram-se os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras (US\$2,8 bilhões) e os referentes a investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$10,6 bilhões (saídas líquidas de US\$984 milhões e ingressos líquidos de US\$5,9 bilhões, respectivamente, nos dois primeiros meses de 2014).

A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazos negociados no exterior atingiu 45% no bimestre (192% no mesmo período de 2014). As amortizações líquidas de *notes* e *commercial papers* somaram US\$930 milhões, resultantes de desembolsos de US\$753 milhões e amortizações de US\$1,7 bilhão. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$9 milhões, no período.

As amortizações líquidas de bônus da República atingiram US\$697 milhões nos dois primeiros meses do ano. O Tesouro Nacional, no âmbito da política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$74 milhões de bônus no período, dos quais US\$56 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$18 milhões, a ágio.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram retornos líquidos de US\$244 milhões no bimestre, com redução de US\$1,7 bilhão nos depósitos no exterior de bancos brasileiros. As empresas não financeiras aplicaram, liquidamente, US\$2,5 bilhões no exterior sob a forma de depósitos. Os empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, totalizaram retornos líquidos de US\$935 milhões (concessões líquidas de US\$3,3 bilhões no primeiro bimestre de 2014).

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e junto a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, resultaram

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013		2014		2015	
	Ano	Jan-fev	Ano ^{1/}	Jan-fev	Ano ^{1/}	
Posição das reservas no período anterior	373,1	358,8	358,8	363,6	363,6	
Compras líquidas do Bacen	-11,5	2,5	6,5	0,9	10,5	
A termo	-	-	-	-	-	
Spot	-	-	-	-	-	
Linhas com recompra	-11,5	2,5	6,5	0,9	10,5	
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-	
Serviço da dívida (líquido)	-4,9	-1,5	-5,1	-1,7	-4,2	
Desembolsos	0,9	0,1	0,4	0,0	0,0	
Amortizações	-2,9	-0,6	-2,8	-0,7	-1,7	
Juros	-3,0	-1,0	-2,6	-1,0	-2,5	
Remuneração das reservas	3,4	0,5	3,0	0,4	3,2	
Outras variações	-7,1	0,9	-5,1	-2,4	-2,4	
Variações por preço	-4,3	0,8	1,7	1,4	1,4	
Variações por paridades	-4,1	-0,0	-7,8	-4,0	-4,0	
Demais ^{2/}	1,3	0,1	1,0	0,2	0,2	
Compras do Tesouro Nacional	5,8	1,6	5,5	1,7	4,3	
Variação total	-14,3	3,9	4,7	-1,0	11,4	
Posição das reservas – Caixa	358,8	362,7	363,6	362,5	374,9	
Saldo de linhas com recompra	17,0	14,5	10,5	9,6	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez	375,8	377,2	374,1	372,1	374,9	

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*).

em ingressos líquidos de US\$5,7 bilhões nos dois primeiros meses de 2015 (US\$9,6 bilhões no primeiro bimestre de 2014). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores atingiram US\$2,8 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores, US\$1,6 bilhão. Destaque para os ingressos líquidos relativos a empréstimos diretos (US\$1,6 bilhão), com taxa de rolagem de 118% no bimestre, e a compradores (US\$171 milhões). Os empréstimos de curto prazo totalizaram ingressos líquidos de US\$1,4 bilhão no bimestre (US\$5,3 bilhões em igual período de 2014).

As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$362,5 bilhões no conceito caixa e US\$372,1 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de -US\$1 bilhão e -US\$1,9 bilhão em relação a dezembro de 2014). No primeiro bimestre de 2015, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$900 milhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera as reservas somou US\$422 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$1,4 bilhão e -US\$4 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$374,9 bilhões ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,2 bilhões; despesas de juros de US\$2,5 bilhões; e amortizações de US\$1,7 bilhão.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para fevereiro de 2015, o serviço da dívida externa aumentou 23% em relação à posição apurada de dezembro de 2014. As exportações de bens recuaram 2,7% e a razão entre esses indicadores atingiu 36% (28,4% em dezembro de 2014). A dívida bruta recuou 0,1% e o PIB em dólares diminuiu 2,1%, resultando em crescimento de 0,3 p.p., para 16,3%, na relação dívida bruta/PIB. A relação dívida líquida/PIB manteve-se estável em -2,3%, no período.

A relação dívida bruta/exportações elevou-se para 1,6, dívida bruta/exportações de bens e serviços manteve-se em 1,3, e a relação entre as reservas internacionais (conceito liquidez) e a dívida bruta recuou de 107,3% para 106,9%, no período.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012	2013	2014		2015
	Dez	Dez	Set	Dez	Fev ^{2/}
Exportações de bens	242,6	242,0	238,2	225,1	218,9
Exportações de bens e serviços	282,4	281,2	279,4	265,9	258,8
Serviço da dívida	54,1	74,8	69,2	64,0	78,7
Dívida externa bruta	312,9	308,6	338,4	348,5	348,0
Dívida externa líquida	-89,7	-94,4	-61,1	-50,1	-48,6
Reservas internacionais (liquidez)	378,6	375,8	375,7	374,1	372,1
Reservas internacionais (caixa)	373,1	358,8	375,5	363,6	362,5
PIB	2 247	2 243	2 199	2 176	2 130
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	13,9	13,8	15,4	16,0	16,3
Dívida líquida/PIB (%)	-4,0	-4,2	-2,8	-2,3	-2,3
Dívida bruta/exportações	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
Dívida líquida/exportação	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	22,3	30,9	29,0	28,4	36,0
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,2	26,6	24,8	24,1	30,4
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	121,0	121,8	111,0	107,3	106,9
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	119,3	116,3	111,0	104,3	104,2

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

2/ Dados estimados.

5.6 Conclusão

Os primeiros resultados para o balanço de pagamentos de 2015 ratificam a perspectiva de redução no *deficit* de transações correntes no ano, refletindo entre outros, desempenho mais favorável na balança comercial. Os ingressos líquidos de capitais seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para entrada de recursos de IED em patamar elevado. Esses afluxos, associados, ainda, à manutenção de taxas de rolagens de títulos e empréstimos acima de 100% no início deste ano evidenciam cenário confortável em termos de liquidez e de acesso ao mercado internacional neste ano, em que se observam ajustes relevantes de caráter macroeconômico no país.

Ressalte-se, ainda, o estoque de reservas internacionais, que permaneceu representando em fevereiro, no conceito de liquidez, vinte e um meses de importações de bens, ou cinco vezes as amortizações vincendas nos próximos doze meses.

Emissões de Subsidiárias de Matrizes Brasileiras no Mercado Internacional

Os desdobramentos da crise financeira internacional iniciada em 2008, dentre eles o afrouxamento sem precedentes das políticas monetárias nas economias desenvolvidas, propiciaram cenário de liquidez global elevada, favorecendo o aumento das emissões de títulos por empresas financeiras e não financeiras de países emergentes, a partir de subsidiárias ou filiais no exterior. O volume de emissões originou questionamentos sobre a possibilidade de subestimação da dívida externa e seu risco¹.

Este boxe analisa o caso brasileiro, considerando séries estatísticas elaboradas de acordo com os conceitos de residência² e nacionalidade³, publicadas, respectivamente, pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS). As trajetórias dos estoques de títulos de renda fixa emitidos no exterior, segundo os dois conceitos, encontram-se no Gráfico 1, ressaltando-se que a divergência entre as séries, observada a partir de 2009, repercute o mencionado aumento da liquidez nos mercados financeiros internacionais. Em dezembro de 2014, o estoque de títulos de renda fixa emitidos pelo Brasil, conforme metodologia do BIS, superava o aferido pelo BCB em US\$187,9 bilhões.

A diferença entre as séries é explicada, em especial, por emissões realizadas por subsidiárias de empresas brasileiras no exterior. Segundo provedores internacionais de dados⁴, o estoque de títulos de renda fixa emitidos no exterior por subsidiárias de empresas brasileiras, financeiras e não financeiras, somou US\$164,9 bilhões em dezembro de 2014, equivalendo a 87,7% da diferença

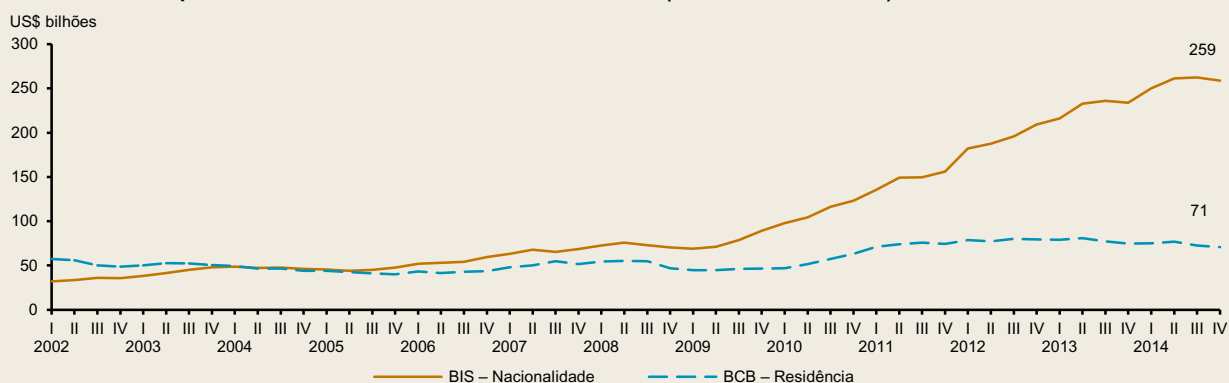
1/ Como exemplo, TURNER, Philip. **The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs**. BIS Working Papers nº 441. Fevereiro, 2014. www.bis.org/publ/work441.htm.

2/ O conceito de residência considera o país que constitui o centro de interesse econômico predominante de cada unidade empresarial, independentemente da origem de capital do grupo econômico. O critério é adotado pelo FMI e outros organismos internacionais, consistindo no padrão metodológico internacional para a compilação estatística, conforme os manuais de balanço de pagamentos e de dívida externa: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm> e <http://www.tffs.org/edsguide.htm>.

3/ O conceito de nacionalidade considera todas as empresas de um mesmo grupo econômico como vinculadas ao país da matriz.

4/ Obteve-se a listagem das emissões de títulos no exterior conforme a nacionalidade do grupo econômico emitente, separando-se dessa lista aquelas emitidas por subsidiárias brasileiras no exterior.

Gráfico 1 – Estoque de títulos de renda fixa emitidos no exterior (exclui Governo Geral)



entre as estatísticas do BIS e do BCB. Os US\$23,1 bilhões restantes, em princípio, podem ser atribuídos a diferenças de cobertura, de critérios de valoração e de fontes⁵.

Conforme se demonstra neste box, as emissões realizadas por subsidiárias de empresas brasileiras no exterior são, em grande parte, internalizadas. Esse processo de internalização dessas receitas é registrado no balanço de pagamentos e na dívida externa na rubrica de empréstimos intercompanhia, no âmbito das empresas não financeiras, enquanto em relação aos bancos, o registro ocorre na conta de empréstimos diretos⁶.

A análise do estoque de títulos emitidos no exterior por subsidiárias de empresas brasileiras em dezembro de 2014 indica que do total de US\$164,9 bilhões, US\$48,6 bilhões (29,4%) eram de responsabilidade de instituições financeiras e US\$116,3 bilhões (70,6%), de empresas não financeiras.

O aumento da dívida externa das instituições financeiras atingiu US\$81,7 bilhões de 2007 a 2014, dos quais US\$71,1 bilhões sob a modalidade de empréstimos (Tabela 1). As magnitudes do crescimento do passivo externo das instituições financeiras na forma de empréstimos e das emissões de títulos no exterior por subsidiárias de instituições financeiras (US\$48,6 bilhões) sugerem internalização de parte significativa dos recursos captados. Adicionalmente, na função de supervisor do sistema financeiro, o BCB monitora

5/ Como exemplo de critérios de valoração, o BIS utiliza valor de face amortizado em suas estatísticas por nacionalidade, enquanto os dados coletados junto aos provedores internacionais de dados consideram valor de mercado.

6/ Segundo o Manual de Balanço de Pagamentos do FMI (BPM6), quando credor e devedor pertencem a mesmo grupo econômico, apenas o caso de instituições financeiras captadoras de depósitos constitui exceção, e a operação é classificada como empréstimo comum, e não investimento direto – intercompanhia.

Tabela 1 – Dívida externa bruta

Discriminação	US\$ bilhões							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bancos	75,0	74,2	63,6	103,1	138,2	139,7	130,0	156,7
Empréstimos	43,5	48,3	42,4	65,2	89,8	91,4	86,3	114,6
Outros	31,5	25,9	21,2	38,0	48,5	48,3	43,6	42,1
Investimento direto:								
Empréstimos intercompanhia	47,3	64,6	79,4	95,1	105,9	127,7	174,1	207,8
Estoque pagável em mercadorias	18,1	27,3	35,7	45,4	51,5	49,6	77,6	102,5

as instituições financeiras brasileiras de maneira consolidada, acompanhando de forma minuciosa as operações de subsidiárias no exterior.

Em relação às empresas não financeiras, o estoque de empréstimos intercompanhia, vetor da internalização das emissões de subsidiárias no exterior, aumentou US\$160,5 bilhões no período referido.

Para verificar a hipótese de internalização das emissões de subsidiárias no exterior sob a forma de empréstimos intercompanhia foram selecionadas as dez empresas não financeiras com maior volume de emissão de títulos via subsidiárias no exterior⁷ e comparado esse fluxo com os relativos a empréstimo intercompanhia. Considerado o período de 2007 a 2014, o estoque de títulos emitidos por subsidiárias no exterior componentes da amostra aumentou US\$85,1 bilhões e o relativo a empréstimos intercompanhia, US\$66,9 bilhões, representando 78,6% do crescimento das emissões por subsidiárias.

Vale notar que a parcela não internalizada da receita de emissão de subsidiárias no exterior pode ter sido, ainda, direcionada à aquisição de ativos externos, o que mitiga o risco dos passivos. De acordo com dados da pesquisa Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), os ativos externos das empresas selecionadas na amostra cresceram US\$3,3 bilhões (de US\$68,4 bilhões, em 2007, para US\$71,7 bilhões, em setembro de 2014). Na amostra, portanto, o crescimento do estoque dos ativos no exterior corresponde a 3,8% do estoque de títulos emitidos por subsidiárias no exterior.

No segmento de empresas não financeiras, descontadas as parcelas de internalização via empréstimos intercompanhia e de ativos mantidos no exterior,

7/ O estoque das dez maiores emissoras não financeiras correspondia a 86,1% (US\$100,2 bilhões) do estoque total desse segmento (US\$116,3 bilhões) em dezembro de 2014, segundo dados de provedores internacionais.

Tabela 2 – Estoque de títulos emitidos no exterior – Empresas não financeiras

	US\$ bilhões	
Amostra de empresas não financeiras ^{1/}	2007-2014	%
Aumento do estoque de títulos emitidos no exterior	85,1	100,0
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{2/}	66,9	78,6
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{3/}	3,3	3,8
Saldo residual	14,9	17,6
Todas empresas não financeiras	2014	%
Estoque de títulos emitidos no exterior	116,3	100,0
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{4/}	91,4	78,6
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{4/}	4,5	3,8
Saldo residual ^{4/}	20,4	17,6

Fonte: Banco Central do Brasil e provedores internacionais de dados.

1/ Dados referentes às dez maiores empresas não financeiras que emitem no exterior, representando 86,1% do total de emissões das subsidiárias de empresas não financeiras.

2/ Balanço de pagamentos e estatísticas de dívida externa.

3/ Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), setembro de 2014.

4/ Extrapolação dos percentuais da amostra.

Tabela 3 – Estoque de títulos emitidos no exterior – Conceitos residência e nacionalidade

	US\$ bilhões
Discriminação	2014
Estoque por nacionalidade menos estoque por residência	187,9
(-) Emissões de bancos	55,3
(=) Emissões de empresas não financeiras	132,6
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{1/,2/}	104,2
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{1/,3/}	5,1
Saldo residual	23,3

Fonte: Banco Central do Brasil e provedores internacionais de dados

1/ Dados referentes às dez maiores empresas não financeiras que emitem no exterior, representando 86,1% do total de emissões das subsidiárias de empresas não financeiras.

2/ Balanço de pagamentos e estatísticas de dívida externa.

3/ Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), setembro de 2014.

remanesceram não explicados US\$14,9 bilhões (17,6%) do aumento total do valor emitido de títulos de renda fixa dessa amostra no exterior.

Na Tabela 2, os percentuais amostrais relativos à internalização de recursos (78,6%) e aquisição de ativos no exterior (3,8%), foram extrapolados para o universo das empresas não financeiras brasileiras.

Dessa maneira, a diferença entre as séries do BIS (conceito nacionalidade) e do BCB (conceito residência), US\$187,9 bilhões, pode ser segmentada entre empresas não financeiras (US\$132,6 bilhões) e instituições financeiras (US\$55,3 bilhões). Em relação ao segmento financeiro, incluindo as subsidiárias no exterior de bancos brasileiros, informações completas estão disponíveis para a supervisão do BCB. Em seguida, os valores da amostra selecionada de empresas não financeiras foram utilizados para estimar a destinação da totalidade das emissões de subsidiárias de empresas desse segmento no exterior, tanto a internalização, quanto a aquisição de ativos no exterior (Tabela 3).

Com relação a eventual risco de descasamento cambial para essas empresas não financeiras, cabe mencionar que sua quase totalidade é formada por grupos exportadores e produtores de *commodities*, o que constitui *hedge* cambial natural. Destaca-se, ainda, como outro mitigador de risco o fato de que 49,3% do estoque de empréstimos intercompanhia será pago em mercadorias, posto que contratados na modalidade de pagamentos antecipados de exportação, mas não em dinheiro, conforme a posição de dezembro de 2014.

Em síntese, a emissão de títulos de renda fixa por meio de subsidiárias no exterior tem tido papel crescente como fonte de financiamento de empresas brasileiras, principalmente nas condições dos mercados financeiros internacionais pós-crise. As evidências apontam que a maior parte da receita de emissão tem sido internalizada no país, como empréstimo de subsidiária não residente à matriz residente e já está, portanto, devidamente contabilizada nas estatísticas de passivos brasileiros, seja na forma de empréstimos intercompanhia (para as empresas não financeiras), ou de empréstimos diretos (caso das instituições financeiras).

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-7,4	-19,0	-91,3	-6,9	-17,5	-80,5
Balança comercial	-2,1	-6,2	-4,0	-2,8	-6,0	4,0
Exportações	15,9	32,0	225,1	12,1	25,8	210,0
Importações	-18,1	-38,2	-229,1	-14,9	-31,8	-206,0
Serviços e Rendas	-5,4	-13,1	-89,3	-4,2	-11,8	-86,8
Viagens	-1,3	-2,8	-18,7	-1,0	-2,6	-17,5
Juros	-0,7	-2,6	-14,2	-0,7	-3,0	-15,3
Lucros e dividendos	-1,3	-3,8	-26,5	-0,7	-2,4	-24,5
Demais	-2,1	-3,9	-29,9	-1,8	-3,7	-29,5
Transferências	0,1	0,3	1,9	0,2	0,3	2,3
Conta capital e finan.	6,3	20,6	98,4	7,6	18,4	94,2
Conta capital	0,0	0,1	0,6	-0,0	-0,0	0,7
Investim. brasileiros ^{2/}	-3,2	-3,2	-47,0	-0,1	-5,2	-17,4
Investim. estrang.	8,3	21,6	139,2	6,9	21,5	92,6
IED	4,1	9,2	62,5	2,8	6,7	65,0
Ações totais ^{3/}	-1,2	-1,0	11,5	1,2	2,8	13,0
Títulos no país	3,2	5,9	20,1	2,4	10,6	20,0
Emprést. e tít. LP	1,1	2,3	20,2	-0,5	-0,1	-5,4
Títulos públicos	-0,6	-0,7	2,5	-0,6	-0,7	-1,7
Títulos privados	-0,1	0,7	-1,1	-0,8	-0,9	-0,0
Empréstimos dir.	1,5	1,7	17,5	0,6	1,6	-
Demais ^{4/}	0,3	0,6	1,3	0,3	-0,0	-3,7
Emprést. e tít. CP	1,1	5,3	24,9	1,0	1,4	-
Demais ^{5/}	1,1	2,1	5,6	0,9	2,1	18,4
Erros e omissões	1,3	1,5	3,7	0,3	0,7	-
Ativos de reserva	-0,2	-3,1	-10,8	-1,0	-1,6	-13,7
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-5,4	-4,2		-5,8	-4,2
IED / PIB (%)		2,6	2,9		2,2	3,4

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 boxe apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2015, que consideram os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de dezembro, as atualizações em relação às tendências do cenário econômico internacional e brasileiro, e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque do endividamento externo do país e ao serviço da dívida.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2015 foi reduzida de US\$83,5 bilhões para US\$80,5 bilhões. O *superavit* comercial está estimado em US\$4 bilhões (US\$6 bilhões na projeção anterior), reflexo de reduções anuais respectivas de 6,7% e 10,1% nas exportações e nas importações. A evolução das exportações reflete, em especial, o recuo dos preços internacionais das *commodities*, e a retração nas importações, o cenário de apreciação do dólar dos EUA e a desaceleração da atividade doméstica.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2015 foi reduzida de US\$51,6 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$47,5 bilhões. As despesas líquidas estimadas para os três principais itens da conta de serviços recuaram US\$3,5 bilhões: os gastos líquidos com aluguel de equipamentos foram reduzidos de US\$25,5 bilhões para US\$23,5 bilhões; os relativos a viagens internacionais, de US\$18,5 bilhões para US\$17,5 bilhões; e as despesas líquidas com transportes, acompanhando as reduções na corrente de comércio e nas viagens, decresceram de US\$9,5 bilhões para US\$9 bilhões.

A projeção das despesas líquidas com juros, considerando o cronograma da nova posição de dívida externa, para dezembro de 2014, aumentou de US\$14,2 bilhões para US\$15,3 bilhões; e a relativa a lucros e dividendos foi reduzida em US\$2 bilhões, para US\$24,5 bilhões. As estimativas de receitas líquidas referentes a transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes, ficaram inalteradas em US\$2,3 bilhões.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano ^{1/}
Transações correntes	-7,6	-19,5	-94,3	-7,1	-18,0	-83,7
Conta financeira (líquido)	6,4	20,6	97,8	7,6	17,4	85,6
Inv. Estrangeiro Direto	4,1	9,2	62,5	2,8	6,7	65,0
Inv. Estrangeiro carteira	1,7	4,2	26,8	3,1	11,3	33,0
Empréstimos MLP	0,8	1,7	21,8	-0,7	-0,3	-0,2
Crédito comerciais	2,3	8,7	32,4	3,2	4,7	14,8
Bancos	1,4	5,9	21,5	1,2	1,5	-5,3
Demais	0,9	2,8	10,8	2,0	3,1	20,1
Inv. brasileiro no exterior	-4,0	-4,1	-41,1	0,4	-4,1	-26,0
Demais	1,4	0,9	-4,6	-1,2	-0,9	-1,0
Hiato financeiro	-1,3	1,2	3,5	0,5	-0,6	1,9
Intervenções líquidas BCB	-	-2,5	-6,5	-0,8	-0,9	-10,5
Depósitos de bancos	1,3	3,0	3,0	0,3	1,5	8,6

1/ Projeção.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2015 recuou US\$3 bilhões, para US\$93,5 bilhões. Foram mantidas as projeções para investimentos brasileiros diretos (IBD) na modalidade participação no capital (aplicações líquidas em US\$5 bilhões) e para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED), em US\$65 bilhões. Estima-se, portanto, que o IED financie a maior parcela do *deficit* projetado para as transações correntes.

No âmbito de investimentos em carteira, as projeções para ingressos líquidos em ações foram mantidas em US\$13 bilhões e as relativas a papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, em US\$20 bilhões. A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior permaneceu em 100%, acompanhando o resultado ocorrido no primeiro bimestre do ano.

O estoque de operações de linha com recompra recuou de US\$10,5 bilhões, em dezembro de 2014, para US\$9,6 bilhões, em virtude de recompras líquidas de US\$900 milhões no primeiro bimestre de 2015. Considerada a estimativa de *superavit* de US\$1,9 bilhão para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, deverá haver redução de US\$8,6 bilhões no saldo dos depósitos mantidos no exterior por bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2014. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2017 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 12,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 3 e 4 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,15/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 que 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 ainda que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 13 de março de 2015.

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

6.1 Determinantes da inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 7,70% em fevereiro, 2,02 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 7,12% em doze meses (6,28% até fevereiro de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 9,66% (3,71% até fevereiro de 2014). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 8,17% em doze meses (7,19% até fevereiro de 2014), e a dos comercializáveis, 5,92% (5,25% até fevereiro de 2014). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 8,99% (6,31% até fevereiro de 2014) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,58% (8,20% até fevereiro de 2014) 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 manteve-se em 0,83% em janeiro e fevereiro, com o acumulado em doze meses em 6,78% (0,60 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2014). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,64% em janeiro para 0,91% em fevereiro; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,74% para 0,77%. O núcleo por médias aparadas sem suavização, passou de 0,79% para 0,73%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 1,16% para 0,90%. Já o núcleo por dupla ponderação manteve-se em 0,83%. O índice de difusão do IPCA alcançou 68,1% em fevereiro (3,8 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2014), e média nos últimos três meses de 68,5% (0,1 p.p. abaixo da média observada entre dezembro de 2013 e fevereiro de 2014).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,53% em fevereiro e 0,67% em janeiro. Assim, a variação atingiu 3,73% em doze meses (6,31% até fevereiro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o IPA, registrou 1,68% em doze meses até fevereiro, 6,18% no segmento agropecuário e 0,00% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 7,98% em doze meses (5,96% até fevereiro de 2014). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 6,97% em doze meses (8,04% até fevereiro de 2014), com variação de 8,31% no custo de mão de obra e de 5,53% 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 0,55% em dezembro, 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 0,65%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 49,2 em janeiro para 51,3 em fevereiro, ultrapassando o nível de 50,0 pela primeira vez desde setembro de 2014.

Os três índices de confiança (ICI, ICC e ICS), calculados pela FGV, recuaram em fevereiro. O ICI recuou 3,4%. O recuo de 4,9% do ICC e de 5,4% do ICS levou esses indicadores ao menor valor das respectivas séries históricas, iniciadas em setembro de 2005 e em junho de 2008, respectivamente.

A atividade fabril expandiu 2,0% em janeiro, após recuar 3,2% em dezembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, mas acumula variação negativa de 3,5% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 5,2% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos em 20 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de janeiro com a de dezembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, o setor de bens de capital assinalou a expansão (9,1%) mais acentuada, seguido pelo setor de bens intermediários (0,7%). Por outro lado, houve recuo na produção do setor de bens de consumo duráveis (-1,4%) e de bens de consumo semi e não duráveis (-0,3%). Já na comparação da produção de janeiro de 2015 com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-16,4%), bens de consumo duráveis (-13,9%), bens de consumo semi e não duráveis (-5,3%) e bens intermediários (-2,4%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação recuou 2,6% de dezembro para janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 8,4% menor do que o registrado em janeiro de 2014.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 81,6% em fevereiro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de material para construção (87,9%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de consumo (77,6%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, se elevou desde a divulgação do Relatório anterior. Em fevereiro, 10,8% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (11,3% em

janeiro), e 0,6%, insuficientes (0,8% em janeiro), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, os estoques permanecem elevados, em particular, nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,6% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 4,9% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de 0,8% e 0,6%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de 1,8% para o comércio varejista restrito e de -2,4% para o ampliado. Em janeiro, houve retração no volume de vendas em quatro dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará sendo influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.

O IBGE divulgou os resultados da PNADC referentes ao mercado de trabalho em janeiro. De acordo com a pesquisa, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em janeiro de 2015 foi estimada em 6,8% para o Brasil, com aumento de 0,4 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Já de acordo com a PME, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 5,3%, com aumento de 1,0 p.p. em relação ao mês anterior. 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. No entanto, na margem, houve retração no nível de ocupação (0,5 p.p. em relação ao mês anterior e 0,9 p.p. em relação a janeiro de 2014) compatível com a elevação da taxa de desemprego registrada. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em janeiro registrou variação de 0,4% em relação a dezembro de 2014 e de 1,7% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, observa-se moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 41 mil postos de trabalho em doze meses até janeiro de 2015 (731 mil até janeiro de 2014).

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 esse respeito, o

Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. A propósito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.425,3 bilhões em janeiro, com crescimento nominal de 13,2% em relação a janeiro de 2014. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas – financiado principalmente com recursos direcionados – cresceu 27,9% e atingiu R\$439,6 bilhões, o que corresponde a 8,5% 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\$1.587,6 bilhões em janeiro (9,2% superior ao observado em janeiro de 2014), e a taxa de juros média alcançou 17,4% (0,9 p.p. maior do que a observada em janeiro de 2014). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$593,9 bilhões (com crescimento de 13,7% em relação a janeiro de 2014).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$15,1 bilhões em doze meses até dezembro de 2014 (R\$7,2 bilhões até dezembro de 2013). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$66,6 bilhões em doze meses até dezembro de 2014 (R\$68,9 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\$118,3 bilhões nos doze meses até dezembro de 2014 (R\$102,0 bilhões no mesmo período de 2013).

No que se refere ao comércio exterior, o *deficit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$3,8 bilhões em fevereiro (ante *superavit* de US\$1,4 bilhão em fevereiro de 2014). Concorreram para esse resultado US\$218,9 bilhões em exportações e US\$222,7 bilhões em importações, com recuos de 9,7% e 7,6%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em fevereiro de 2014. Em doze meses até janeiro, o *quantum* exportado recuou 1,8% e o preço médio das exportações diminuiu 6,4%, enquanto o *quantum* importado recuou 3,7% e o preço médio das importações diminuiu 2,2%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$90,4 bilhões em janeiro de 2015, equivalente a 4,2% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$25,7 bilhões em termos líquidos (US\$26,5 bilhões em janeiro de 2014), e as despesas sob a rubrica “aluguel de

máquinas e equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$22,5 bilhões (US\$19,1 bilhões em janeiro de 2014). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$33,9 bilhões em doze meses até janeiro (US\$35,4 bilhões até janeiro de 2014), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$23,6 bilhões para US\$25,4 bilhões.

Os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$61,4 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 2,8% do PIB.

Sobre a atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, cenário de recuperação da atividade em algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento em outras. Especificamente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nos Estados Unidos, consolida-se a visão de sustentabilidade da recuperação da atividade que se observou nos últimos trimestres. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, não obstante certa resiliência da demanda doméstica.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$47 em janeiro, mas voltou a se elevar para nível próximo a US\$55. 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 e da oferta global. Em relação às demais *commodities*, houve decréscimo de 15,0% nos preços das metálicas e de 10,0% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 13 de março, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava redução de 8,4% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de dezembro de 2014.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2015 deslocou-se de 0,73% para -0,78%, entre 5 de dezembro, data de corte do Relatório anterior, e 13 de março. Para 2016, a taxa de crescimento se deslocou de 2,00% para 1,30%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,50% para 7,93%, para

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

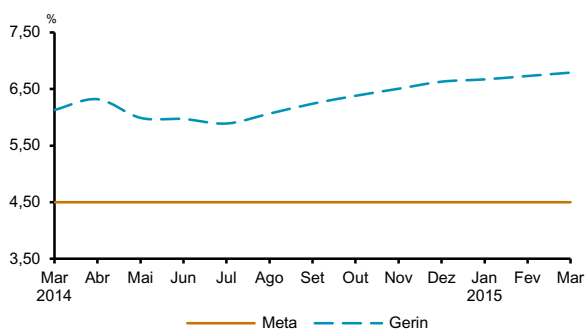
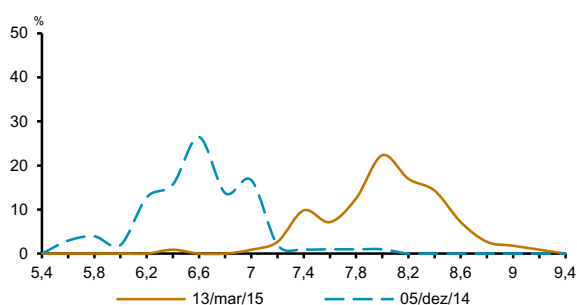


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2015

Frequência relativa



2015; e de 5,70% para 5,60%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,63% para 6,58%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2014, a dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2015 manteve-se estável, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,43% para 0,44%.

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.

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.

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. A esse respeito, note-se que as evidências apontam taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial, notadamente na Área do Euro. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade inferior ao potencial, mas que tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico as mudanças na composição da demanda e da oferta agregada, a dinâmica do mercado de

trabalho e os dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia e já citados em Relatórios anteriores – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres.

No âmbito internacional, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Nos Estados Unidos, persiste a tendência de melhora no mercado de trabalho em ambiente que combina níveis moderados de inflação, favorecidos, em grande parte, pela queda nos preços de *commodities* de energia. No Japão, o banco central segue com o programa de estímulo monetário e sinalizou a possibilidade de aprofundamento. Na Área do Euro, incertezas, ainda que menores, sobre a efetividade e a duração de ações recentes do BCE, aliadas a certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região, manifestam-se na fragilidade do mercado de crédito, do emprego e dos investimentos. Ainda assim, as perspectivas indicam leve melhora no crescimento neste e no próximo ano na Área do Euro, com menor assimetria 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 do início do processo de normalização das condições monetárias em importantes economias maduras.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros fatores, 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 de importantes parceiros comerciais; de outro, mudanças na inclinação da curva de juros em importantes centros financeiros 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 em importantes economias maduras, nas principais economias emergentes o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Nesse contexto, indicadores recentes sugerem que as taxas de crescimento para o conjunto das economias emergentes tendem a permanecer relativamente elevadas, mas com distribuição dispar 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 a heterogeneidade de sua distribuição –, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

O Copom considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Esses riscos se traduzem, por exemplo, na reversão parcial do processo de compressão de prêmios de risco e de elevação de preços de ativos. De fato, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos – em particular de economias emergentes e da periferia europeia – seguiram em trajetória de alta ao longo deste trimestre, ao tempo em que os mercados acionários de importantes economias emergentes apresentaram pequena valorização desde o Relatório anterior. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostraram recuo, na comparação com valores registrados em dezembro de 2014 e em fevereiro deste ano. Houve, porém, alguma recuperação entre janeiro e fevereiro no segmento de energia. Depois da estabilidade observada no último trimestre de 2014, o IC-Br voltou a declinar no início deste ano quando medido em dólares, influenciado, principalmente, pelo comportamento dos grupos agropecuária e metal. O Comitê destaca que, não obstante a volatilidade observada nos mercados, 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 cadeias produtivas como a petroquímica e pelo canal de expectativas de consumidores e de empresários.

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 em 2015 será inferior ao potencial. Para o Comitê, o ritmo de atividade tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer

na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de recuperação da atividade em algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento em outras, 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, emergem 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 potencial e efetivo retomem patamares mais elevados. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade da materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende, pelo lado doméstico, do fortalecimento da confiança de firmas e famílias, da resolução de incertezas no lado da oferta agregada e da materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais; pelo lado externo, de resoluções de incertezas que ora se apresentam, por exemplo, no campo da política monetária de importantes economias maduras.

No mercado de fatores, o Copom pondera que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho, que, não obstante sinais de arrefecimento na margem, ainda mostra estreita margem 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 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.

Sobre o fator capital, evidências preliminares sugerem nova redução da taxa de investimento da economia no quarto trimestre de 2014, calculada a partir da atual metodologia de Contas Nacionais do IBGE. Especificamente no segmento empresarial, três fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo: a baixa confiança de empresários, a evidência de estreitamento das margens de lucro e a volatilidade observada nos mercados de moeda. Ainda sobre o fator capital, note-se que a utilização da capacidade instalada apresentou nova redução ao longo do último trimestre de 2014, com aumento da heterogeneidade setorial, na comparação com a observada no Relatório de Inflação anterior.

Em termos do conjunto de indicadores de ociosidade da economia, 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 (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. Nesse sentido, considera que o indicador fiscal utilizado nas projeções de inflação (o *superavit* primário estrutural) tende a manter certa estabilidade no horizonte relevante para a política monetária, portanto, a gerar impulsos fiscais (a variação do *superavit* primário estrutural entre dois períodos) de magnitude desprezível. O Copom, todavia, pondera que não se pode descartar migração da política fiscal para a zona de contenção.

A propósito, o Comitê entende que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade

do balanço do setor público contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo, por conseguinte, diminuindo o custo de financiamento da dívida pública. Além disso, uma política fiscal mais contida repercutirá favoravelmente sobre o custo de capital de modo geral, o que, por sua vez, estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate à inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.

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, pelos processos ora em curso de ajuste de preços relativos, entre outros fatores. Além disso, cabe notar que o descasamento sistemático entre aumentos de salários e de preços, a elevada difusão da inflação e aumentos de preços de bens e serviços frequentemente adquiridos – a exemplo de alimentos e serviços públicos – constituem indicativos de que a inflação percebida pelos agentes econômicos pode estar sendo superior à inflação efetiva.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por 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. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera necessárias 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 sofreram importante correção, em parte, devido ao aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Além disso, no horizonte relevante para a política monetária, 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 do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos. Importa destacar, adicionalmente, que

eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

Especificamente sobre essa transmissão, cabe ressaltar que alguns elementos contribuem para reduzir os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos, como a variação da taxa de câmbio efetiva menor do que a taxa bilateral R\$/US\$, o desempenho da economia em 2015 mais fraco do que o inicialmente antecipado, o comportamento mais benéfico dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e a posição mais restritiva da política monetária²¹.

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, o Comitê 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. Prospectivamente, o Comitê antecipa que os efeitos, sobre a inflação, desses realinhamentos de preços em curso tendem a se circunscrever ao curto prazo e a se apresentar fortemente mitigados em 2016.

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, a intensificação dos dois supracitados processos de ajustes de preços relativos na economia.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê nota, conforme antecipado, que a inflação se eleva no curto prazo e tende a permanecer elevada em 2015. Ao tempo em que reconhece que os ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 12,25% a.a., sem viés, na reunião de janeiro; e em 0,50 p.p., para 12,75% a.a., sem viés, na reunião de março.

21/ Sobre o assunto, ver boxes “Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial” e “Repasse Cambial para Preços” publicados neste Relatório.

Em janeiro, votaram pela elevação da taxa Selic para 12,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques. Em março, votaram pela elevação da taxa Selic para 12,75% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

O Copom pondera que a demanda agregada tende a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a se estabilizar, devido a fatores como o crescimento da renda e a expansão do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, notadamente no caso de financiamento imobiliário, concessão de serviços públicos, ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações devem ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar, ao longo do próximo ano, a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

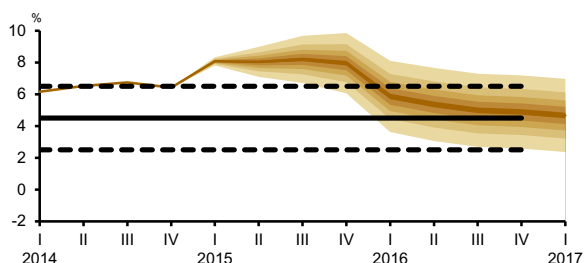
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 13 de março de 2015 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,15/US\$, e a meta para a taxa Selic em 12,75% a.a. – valor fixado na reunião do

Copom de março de 2015 – ante R\$2,55/US\$ e 11,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro 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 elevaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de dezembro de 2014. Para o último trimestre de 2015, a taxa média passou de R\$2,68/US\$ para R\$3,09/US\$. Para o final de 2016, a taxa de câmbio passou de R\$2,70/US\$ para R\$3,11/US\$. Para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$3,10/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2015 aumentaram de 12,50% a.a. para 13,00% a.a. e, para o final de 2016, deslocaram-se de 11,25% a.a. para 11,50% a.a. Para o final de 2017, as expectativas indicam taxa Selic de 10,50% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 12 p.b. e -114 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (12,75% a.a.), no quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 12,75% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



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

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 12,75% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2015 1	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,1
2015 2	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3	8,4	8,0
2015 3	7,6	7,8	8,1	8,3	8,5	8,8	8,2
2015 4	7,2	7,5	7,8	8,1	8,4	8,7	7,9
2016 1	4,9	5,3	5,7	6,0	6,4	6,8	5,9
2016 2	4,4	4,8	5,2	5,5	5,9	6,3	5,4
2016 3	4,0	4,4	4,8	5,2	5,5	5,9	5,0
2016 4	3,9	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8	4,9
2017 1	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	4,7

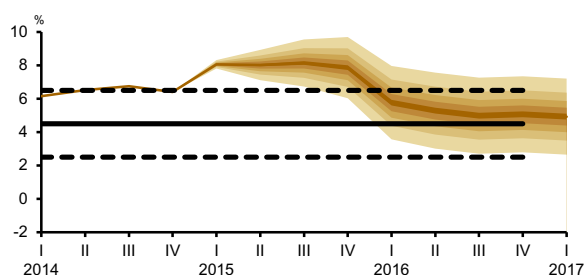
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 11,0% para 2015, ante 6,2% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até fevereiro, nos preços da gasolina (8,4%) e do gás de bujão (1,2%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2015, de redução de 4,1% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 38,3% nos preços da eletricidade. Cabe destacar que, no caso de itens para os quais se dispõe de mais informações, as projeções são individualizadas; nos demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 5,3% para 2016, ante 5,2% considerados no Relatório anterior.

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 1,2% do PIB em 2015 e de 2,0% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

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

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



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

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

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2015 1	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,1
2015 2	7,6	7,8	8,0	8,1	8,2	8,4	8,0
2015 3	7,6	7,8	8,0	8,3	8,5	8,7	8,1
2015 4	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3	8,6	7,9
2016 1	4,9	5,3	5,6	5,9	6,3	6,7	5,8
2016 2	4,4	4,8	5,1	5,5	5,8	6,2	5,3
2016 3	4,0	4,5	4,8	5,2	5,5	5,9	5,0
2016 4	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,1
2017 1	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	4,9

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 7,9% em 2015, 1,8 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro de 2014 e acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, no cenário de referência, a projeção inicia 2015 em 8,1%, desloca-se para 8,0% no segundo trimestre, para 8,2% no terceiro, e recua para 7,9% no final do ano. Em 2016, a projeção recua para 5,9% no primeiro trimestre, segue em declínio para 5,4% e 5,0% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerra o ano em 4,9%. No primeiro trimestre de 2017, a projeção encontra-se em 4,7%.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 90% e, em 2016, de 12%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 7,9% em 2015, mesmo valor projetado no cenário de referência e 1,9 p.p. acima da projeção constante do Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção indica que a inflação acumulada em doze meses inicia 2015 em 8,1%, se desloca para 8,0% no segundo trimestre, para 8,1% no terceiro, e recua para 7,9% no encerramento do ano. Para o primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 5,8%, recua para 5,3% e 5,0% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano de 2016 em 5,1%. No primeiro trimestre de 2017, a projeção encontra-se em 4,9%.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 89% e, em 2016, de 15%.

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 das projeções de inflação entre o primeiro trimestre de 2015 e o segundo trimestre de 2016. Isso se deve, em parte, à maior projeção para a variação dos preços administrados por contrato e monitorados, e à depreciação cambial considerada nos exercícios. Nos dois últimos trimestres de 2016, há redução das projeções, que encerram 2016

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

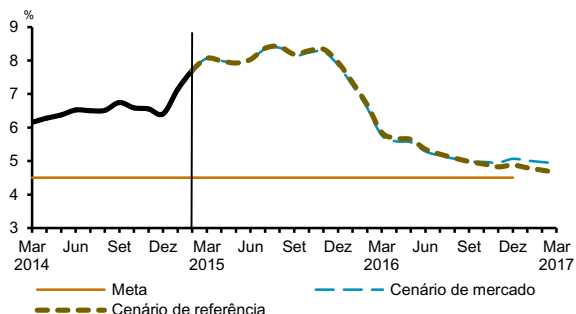
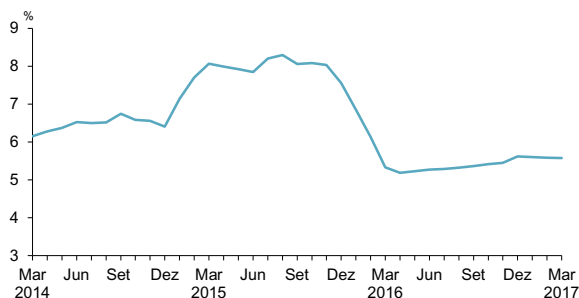


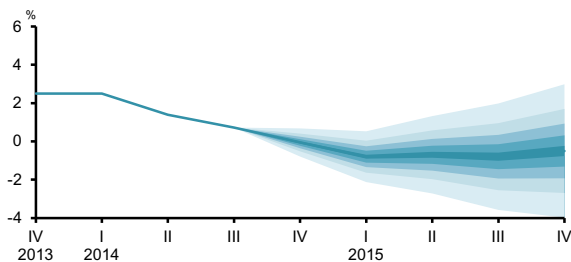
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 12,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



em patamar inferior ao considerado no Relatório anterior. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue padrão semelhante ao do cenário de referência até o segundo trimestre de 2016. No terceiro e quarto trimestre de 2016, a projeção no cenário de mercado encontra-se, respectivamente, no mesmo patamar e acima do considerado no Relatório de Inflação anterior.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o primeiro trimestre de 2017, e a trajetória de metas. Até fevereiro de 2015, 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 que a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer elevada em 2015, mas ainda no final deste ano entra em longo período de declínio.

A média das estimativas geradas pelos modelos de VAR para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até fevereiro de 2015, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação se eleva no primeiro trimestre de 2015, mantém esse patamar até novembro, a partir de quando declina e converge 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 -0,1% para 2014 (0,3 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -0,5% para 2015.

Decomposição da Inflação de 2014

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este boxe apresenta estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) com base nos modelos de projeção do Banco Central. São apresentados os resultados da decomposição da inflação no período de 2012 a 2014 com base em uma atualização da metodologia utilizada nos anos anteriores¹. Este período corresponde à última atualização da estrutura de ponderação do IPCA, baseada no padrão de consumo captado pela Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009, implementada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em janeiro de 2012. Esta implementação coincide com a atualização do sistema de classificação, realizada pelo Banco Central e que, entre outras mudanças, levou alguns subitens classificados anteriormente no grupo de preços administrados a integrar o grupo de preços livres².

A atual metodologia mantém a decomposição da taxa de inflação em seis componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; (iii) diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; (iv) choque de oferta³; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

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

2/ Para maiores detalhes ver boxe “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA”, no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

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

Atualização da metodologia de decomposição da inflação

A inflação cheia é dada pela média ponderada entre a inflação de preços livres (π_t^L) e a inflação de preços administrados (π_t^{ADM}), como representado na equação (1), em que ω^{ADM} corresponde ao peso dos preços administrados. Devido ao comportamento diferenciado, esses grupos serão tratados separadamente no processo de decomposição.

$$(1) \quad \pi_t = (1 - \omega^{ADM})\pi_t^L + \omega^{ADM}\pi_t^{ADM}$$

Os componentes que afetam a inflação de preços livres têm sua contribuição estimada com base em uma curva de Phillips, que leva em consideração, entre outros fatores determinantes, a inflação defasada (inércia), as expectativas para a inflação futura, a inflação importada e o hiato do produto. Em se tratando da inflação de preços administrados, busca-se identificar as especificidades dos reajustes de cada subitem, visando quantificar o efeito da inércia da inflação do ano anterior sobre esses preços.

Decomposição da inflação de preços livres

Em uma representação da curva de Phillips, simplificada para facilitar o entendimento, tem-se a inflação de preços livres como função da inflação cheia defasada e dos demais fatores determinantes, representados por Z^n , além de um termo de erro.

$$(2) \quad \pi_t^L = \alpha_1\pi_{t-1} + \sum_n \alpha_2^n Z_t^n + \varepsilon_t$$

Na decomposição da inflação de um determinado ano, o componente inércia será referente apenas aos efeitos da inflação observada no ano anterior, correspondendo à soma dos efeitos de sua propagação ao longo dos quatro trimestres, tanto via preços livres como via preços administrados.

Com base nas equações (1) e (2), pode-se calcular a contribuição da inércia da inflação passada sobre a inflação do trimestre seguinte que se propaga via inflação de preços livres. Para efeito da decomposição de inflação, será considerada apenas a inércia sobre a inflação que excedeu a meta no trimestre. Como busca-se medir o efeito da inércia da inflação do ano anterior,

esse termo será aplicado apenas ao primeiro trimestre do ano. Para os demais trimestres do ano, o efeito da inércia que se propaga via preços livres (IL_t) somado ao da inércia que se manifesta via preços administrados é transmitido da seguinte forma:

Primeiro trimestre:

$$IL_1 = \alpha_1 (1 - \omega^{ADM}) (\pi_4^{a-1} - \pi_4^*)$$

Demais trimestres:

$$IL_t = \alpha_1 (1 - \omega^{ADM}) (IL_{t-1} + IA_{t-1}), \quad t = 2, 3, 4$$

em que π_4^{a-1} representa a inflação do quarto trimestre do ano anterior, π_4^* a meta de inflação referente ao quarto trimestre⁴, e IA_t corresponde à inércia da inflação do ano anterior que se propaga via preços administrados em cada trimestre. O efeito total da inércia será dado pela soma dos efeitos sobre preços livres e preços administrados nos quatro trimestres do ano.

As demais n variáveis que impactam diretamente a inflação de preços livres são representadas pelos termos Z^n na equação (2). Com base nessa equação, pode-se calcular o efeito direto de cada uma dessas variáveis sobre a inflação de preços livres em um dado trimestre. O resultado obtido será o efeito total considerado no primeiro trimestre do ano. Para os trimestres seguintes, adiciona-se a esse resultado a inércia do efeito considerado no trimestre anterior. Sendo assim, a contribuição de cada variável Z^n sobre a inflação de preços livres de cada trimestre t do ano em questão é dado por:

Primeiro trimestre:

$$C_1^n = \alpha_2^n Z_1^n$$

Demais trimestres:

$$C_t^n = \alpha_2^n Z_t^n + \alpha_1 (1 - \omega^{ADM}) C_{t-1}^n, \quad t = 2, 3, 4.$$

4/ Diferentemente da metodologia anterior, quando a meta para cada trimestre era obtida dividindo-se igualmente a meta anual, passou a ser considerado o efeito sazonal para o cálculo da meta de inflação de cada trimestre. Dessa forma, são obtidos valores superiores para as metas referentes ao primeiro e ao quarto trimestre quando comparados aos referentes ao segundo e ao terceiro trimestre.

Esse procedimento nos permite decompor a inflação de livres nas contribuições das variáveis que compõem a curva de Phillips. O efeito total de cada variável sobre a inflação do ano será dado pela soma das contribuições dos quatro trimestres do ano, calculadas como indicado acima, multiplicadas pelo peso dos preços livres no IPCA.

Inércia de preços administrados

A inércia que se manifesta via preços administrados em cada trimestre (IA_t) é dada pela soma da inércia em cada subitem, que se manifesta no momento de seu reajuste, ponderada pelo respectivo peso⁵. Busca-se identificar, em cada regra de determinação de preços, um componente correspondente à reposição da inflação ocorrida e o período relevante considerado nessa reposição. Com base nesse componente, é definido o coeficiente de repasse do IPCA do período relevante que antecipa o reajuste.

De acordo com os dados da Tabela 1, a atual metodologia define um conjunto de nove subitens cujo impacto da inércia é obtido de modo diferenciado e que representa cerca de 86% dos preços administrados (19,6% do IPCA)⁶. Esse conjunto é composto por subitens cuja formação de preços inclui componentes

Tabela 1 – Tratamento da inércia de preços administrados

Subitem	Peso (%) ^{1/}	Reajuste	Tratamento
Gasolina	3,75	Irregular, Petrobras	31% Livres
Farmacos	3,40	Anual, nacional	Repasse integral
Plano de Saúde	3,25	Anual, nacional	Repasse integral
Energia Elétrica	2,87	Anual, Concessionária (18)	Repasse de 70%
Ônibus Urbano	2,49	Anual ^{2/} , municipal	Repasse integral
Taxa de Água	1,44	Anual ^{2/} , municipal	Repasse de 70%
Telefone Fixo	1,20	Anual, Concessionária (3)	Repasse de 55%
Gás de Bujão	1,08	Irregular, Petrobras	57% Livres
Óleo Diesel	0,14	Irregular, Petrobras	21% Livres
Demais itens	3,23		Livres
Administrados	22,85		

1/ Pesos de setembro/2014.

2/ Para a maioria das regiões cobertas pelo IPCA.

5/ Para alguns preços administrados, como serviços públicos, cujo reajuste se dá de forma descentralizada, o cálculo da inércia é feito regionalmente. Neste caso, é levado em consideração o peso de cada concessionária em cada região metropolitana/município coberto pelo IPCA. No caso de reajuste nacional, é utilizado o peso do próprio subitem no IPCA.

6/ Na metodologia apresentada em Freitas, Minella e Riella (2002), somente energia elétrica residencial e telefone fixo eram tratados de forma diferenciada, dado que tais subitens apresentavam reajustes anuais baseados na inflação passada e a partir de contratos pré-estabelecidos.

de comportamento similar aos preços livres e subitens para os quais se assume um repasse da inflação passada calculado de forma específica. Para os demais quatorze subitens (3,23% do IPCA), a inércia é obtida de forma similar à dos preços livres.

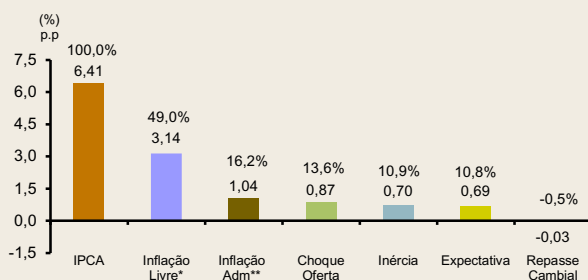
Decomposição da inflação de 2014

Conforme a Tabela 2, a inflação medida pelo IPCA em 2014 (6,41%) foi superior aos 5,91% observados em 2013. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 6,72% (7,29% em 2013), e a dos preços administrados em 5,32% (1,54% em 2013). Considerando variações trimestrais, a inflação de preços administrados que havia sido negativa no primeiro e terceiro trimestres de 2013 (devido à redução nas tarifas de energia elétrica e às revogações de reajustes de tarifas de ônibus urbano, respectivamente), iniciou em 2014 um processo de realinhamento em relação à inflação de livres.

Tabela 2 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados

Discriminação	Variação % no período									
	2013					2014				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
Total	1,94	1,18	0,62	2,04	5,91	2,18	1,54	0,83	1,72	6,41
Preços livres	2,89	1,20	0,82	2,20	7,29	2,60	1,51	0,69	1,77	6,72
Preços administrados	-1,07	1,10	-0,02	1,54	1,54	0,76	1,62	1,31	1,54	5,32

Gráfico 1 – Decomposição da taxa de inflação de 2014



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

Considerando os seis componentes, de acordo com o Gráfico 1, a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA em 2014 adveio dos preços livres (3,14 pontos percentuais (p.p.)), seguida pela contribuição dos preços administrados (1,04 p.p.) e do choque de oferta (0,87 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 49,0%, 16,2% e 13,6% da inflação total em 2014. Por sua vez, a inércia, as expectativas e o repasse cambial contribuíram com 0,70 p.p., 0,69 p.p. e -0,03 p.p.; ou seja, com 10,9%, 10,8% e -0,5% da variação total do IPCA, respectivamente.

Tabela 3 – Decomposição da inflação de 2012 a 2014

Componente	em ponto percentual		
	2012	2013	2014
IPCA (variação %)	5,84	5,91	6,41
Inflação livres ^{1/}	1,96	3,94	3,14
Inflação administrados ^{2/}	0,72	0,19	1,04
Choque de oferta	1,58	0,16	0,87
Inércia	0,31	0,64	0,70
Expectativa	0,37	0,60	0,69
Repassé cambial	0,89	0,38	-0,03

1/ Excluindo choque de oferta, inércia, expectativa e repasse cambial.

2/ Excluindo inércia.

Evolução recente dos fatores determinantes da inflação

A evolução da contribuição de cada um dos componentes para a inflação de 2012 a 2014 é apresentada na Tabela 3, com base na metodologia atual.

No período considerado, pode-se observar o efeito crescente da inércia da inflação do ano anterior. Deve-se notar, contudo, que a inércia, de acordo com a metodologia, sofre maior influência das variações de preços ocorridas no último trimestre do ano anterior. Dessa forma, a maior contribuição desse componente ocorre sobre a inflação de 2014.

As expectativas também apresentaram contribuição crescente no período analisado. De acordo com o Gerin, as expectativas para doze meses à frente, que encerraram o ano de 2012 em 5,5%, ultrapassaram o nível de 6,2% em outubro de 2013, encerrando o ano pouco acima de 6,0%. Em 2014, como mostra o Gráfico 2, as expectativas continuaram apresentando elevação, principalmente no segundo semestre, para encerrar o ano acima de 6,6%.

Em 2012 e em 2013 observa-se contribuição positiva da desvalorização cambial para a inflação. Para 2014, apesar de se observar um aumento de 11,8% na taxa de câmbio do quarto trimestre em relação ao quarto trimestre do ano anterior, temos uma pequena contribuição negativa para a inflação devido à dinâmica da taxa de câmbio ao longo do

Gráfico 2 – Expectativas para o IPCA 12 meses à frente
Expectativas suavizadas em %

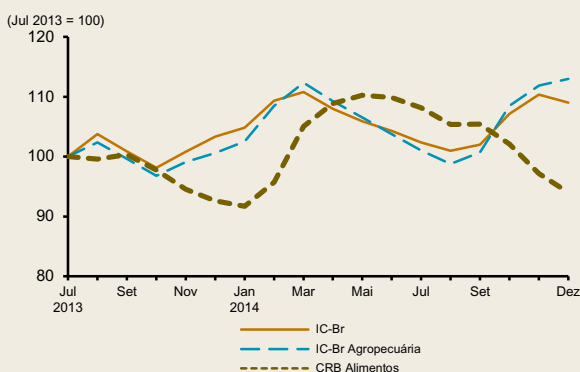


Gráfico 3 – Taxa nominal de câmbio
R\$/US\$



7/ Os valores apresentados para a contribuição do choque de oferta para a inflação de 2012 e 2013 se diferenciam dos divulgados originalmente, nos boxes dos Relatórios de março de 2013 e 2014, por terem sido reestimados com base em amostra e estrutura do modelo atualizadas até 2014, além da inclusão de sua propagação via inércia, a partir desta revisão.

Gráfico 4 – Preço das commodities em R\$



ano, que pode ser observada no Gráfico 3, e à defasagem do repasse cambial para os preços ao consumidor.

Com relação aos choques de oferta, foi observado um forte efeito inflacionário em 2012, decorrente de significativa elevação de preços agrícolas em consequência de problemas climáticos que afetaram tanto regiões produtoras no exterior como no Brasil. Em 2013, o efeito menor, mas ainda positivo, manifestou-se na alta dos preços dos alimentos *in natura* observada no início do ano⁷. Em 2014, fatores climáticos novamente afetaram os preços de alimentos, tanto no mercado doméstico como no internacional, ao longo do primeiro semestre, como pode ser observado no Gráfico 4, que ilustra a evolução dos índices IC-Br, IC-Br Agropecuária e CRB Alimentos no período.

Em suma, este boxe apresentou estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo IPCA para o período de 2012 a 2014, levando em conta metodologia atualizada. Os exercícios sugerem aumento da contribuição da inércia e das expectativas no período. Particularmente em 2014, houve maior contribuição dos preços administrados e do choque de oferta em relação ao ano anterior, contrabalançada por contribuição levemente negativa do repasse cambial.

Referências

ALVES, P. R. de S., FIGUEIREDO, F. M. R., NASCIMENTO JR, A. e PEREZ, L. P. (2013). “Preços Administrados: projeção e repasse cambial”. Série de Trabalhos para Discussão, nº 305, Banco Central do Brasil.

ANEEL (2005). “Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica”. Cadernos Temáticos ANEEL.

FREITAS, P. S., MINELLA, A. e RIELLA, G. (2002). “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 22.

Repasse Cambial para Preços

O cenário econômico mundial recente tem sido caracterizado por processo de recuperação desigual das grandes economias. De um lado, a economia dos Estados Unidos mostra sinais mais sólidos de melhora nos seus fundamentos. De outro, em países da Europa, além do Japão e de alguns países emergentes, a recuperação tem sido mais lenta, evidenciada por menores taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). A esse cenário de crescimento heterogêneo, deve-se acrescentar os riscos decorrentes do início do processo de normalização das condições monetárias em importantes economias maduras, notadamente nos Estados Unidos.

Em conjunto, esses fatores têm gerado focos de volatilidade nos mercados internacionais de moedas, com o fortalecimento do dólar americano frente às demais moedas. Considerando o período de doze meses até o início do mês de março de 2015, o dólar valorizou 27% ante o euro, 11% frente à libra esterlina, 18% em relação ao iene japonês e 32% ante o real. Nesse contexto, é natural que autoridades monetárias se preocupem com a intensidade de repasse das variações cambiais para preços. Dada a relevância do tema, este box trata do repasse cambial, identificando fatores e condições que podem mitigar seu efeito sobre os preços internos.

Em geral, a literatura internacional apresenta evidências de redução na magnitude do repasse cambial nas últimas décadas na maioria dos países desenvolvidos e também em países emergentes (Gagnon e Ihrigh, 2004; Campa e Goldberg, 2002 e 2005; Mishkin, 2008). Vários fatores são apontados para explicar esse recuo, como a melhoria da qualidade da política monetária, a mudança na composição da cesta de importações, com aumento da participação de manufaturados, entre outros. No caso do Brasil, estimativas apontam redução intensa no coeficiente de repasse da variação cambial para os índices de preços ao consumidor após a adoção do regime de metas para a inflação (Belaisch, 2003; Albuquerque e Portugal, 2005; Nogueira Junior, 2010). Essa redução

no repasse tem sido também capturada pelos modelos de projeção do Banco Central, como reportado no box “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” do Relatório de Inflação de junho de 2011. As estimativas de repasse têm se mantido estáveis nas revisões mais recentes dos modelos, em níveis próximos à metade dos valores estimados para 2004/2005.

Comportamento similar foi observado com relação ao repasse no grupo de preços administrados, intensamente afetado pelos movimentos da taxa de câmbio no período inicial do regime de metas para a inflação. Mais recentemente, conforme divulgado no box “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial” do Relatório de Inflação de junho de 2012, não se encontrou evidência de repasse cambial para os itens potencialmente mais impactados pela taxa de câmbio.

A literatura empírica também reporta que a magnitude e a velocidade do repasse para os preços ao consumidor dependem de vários fatores, incluindo expectativas quanto à duração da variação cambial, custos de ajustamento de preços, condições de demanda e composição da cesta de importados. Ao se considerar o ajuste recente nas cotações do real frente às várias moedas, esse último fator parece ser particularmente relevante para a magnitude do repasse. Note que a transmissão da variação cambial tipicamente ocorre em dois estágios. No primeiro, movimentos da taxa de câmbio são transmitidos aos preços dos produtos importados (finais e intermediários). No segundo estágio, mudanças nos preços dos importados são transmitidas para os preços no varejo. A magnitude desse efeito sobre os índices de preços ao consumidor depende, entre outros fatores, da parcela de importados na economia e de sua composição (quanto ao tipo de produto e da moeda do país de onde o produto é importado).

Dessa forma, medidas de taxa de câmbio efetiva podem ser mais representativas para a transmissão de choques para a inflação do que taxas de câmbio bilaterais (Klau e Fung, 2006). O Gráfico 1 apresenta a taxa de câmbio real/dólar americano (R\$/US\$) e uma medida de taxa de câmbio efetiva para o Brasil, calculada pelo *Bank for International Settlements* (BIS). A taxa de câmbio efetiva é calculada como uma média geométrica das taxas de

Gráfico 1 – Taxa de Câmbio Nominal



Fonte: Banco Central do Brasil e BIS.

1/ Índice invertido em relação ao publicado pelo BIS, seu aumento indica desvalorização do Real.

Tabela 1 – Composição da cesta de moedas

Moeda	País	Código	Peso ^{1/}
Euro	Área do Euro	EUR	21,1%
Dólar	EUA	USD	18,9%
Yuan	China	CNY	14,3%
Peso	Argentina	ARS	10,6%
Iene	Japão	JPY	4,9%
Won	Coréia do Sul	KRW	3,9%
Peso	México	MXN	3,2%
Libra esterlina	Reino Unido	GBP	2,2%
Peso	Chile	CLP	1,9%
Demais moedas	-	-	18,9%

Fonte: BIS.

1/ Pesos baseados no comércio do período 2008-2010.

câmbio bilaterais, onde cada moeda é ponderada pelo peso de cada país na corrente de comércio com o Brasil¹, conforme dados da Tabela 1. Note-se que, embora haja elevada correlação entre as duas séries, há momentos de descolamento entre as duas medidas, como no período recente, e embora a depreciação frente ao dólar tenha sido maior, a participação dessa moeda na corrente de comércio é menor que 20%.

Para testar a hipótese de repasse cambial menor em um contexto de descolamento da taxa de câmbio bilateral real/dólar americano em relação à taxa efetiva, utilizou-se um modelo de *threshold*, tal como adotado por Correa e Minella (2010) para medir não-linearidades no repasse cambial. A curva de Phillips com *threshold* é dada por:

$$\begin{aligned}
 \pi_t^L = & \left[\alpha_1^1 E_t \pi_{t+1} + (1 - \alpha_1^1 - \alpha_2^1) \pi_{t-1} + \alpha_2^1 (\Delta e_{t-m} + \pi_{t-m}^*) \right] I(q_t < \tau) \\
 (1) \quad & + \left[\alpha_1^2 E_t \pi_{t+1} + (1 - \alpha_1^2 - \alpha_2^2) \pi_{t-1} + \alpha_2^2 (\Delta e_{t-m} + \pi_{t-m}^*) \right] I(q_t \geq \tau) \\
 & + \alpha_3 h_{t-j} + \theta' x_t + \varepsilon_t,
 \end{aligned}$$

em que π_t^L é a inflação de preços livres, h_t é a medida de hiato do produto, $E_t \pi_{t+1}$ é o termo de expectativas, π_{t-1} representa a inflação passada, Δe_t é a variação na taxa de câmbio real/dólar, π_t^* mede a inflação externa, e x_t são controles para choques de oferta. Os parâmetros α_1^1 e α_2^1 medem o repasse cambial de curto prazo (um trimestre) em cada um dos regimes. Nesse modelo há dois regimes, e o repasse é maior ou menor dependendo se a variável q_t ultrapassa ou não o valor τ , que é estimado. A estimação do modelo é feita em dois estágios usando o método GMM. No primeiro estágio, o valor do *threshold* é estimado. No segundo, condicional ao valor do *threshold*, estima-se os outros parâmetros do modelo.

Nesse exercício, o descolamento entre a taxa de câmbio efetiva e a taxa bilateral real/dólar americano foi utilizado como variável de *threshold*. Foram estimadas duas especificações com dados trimestrais até o período mais recente: uma utilizando o nível do descolamento como variável de *threshold* e outra com a variação do descolamento. Nas duas estimações os parâmetros α_1^1 e α_2^1 foram estatisticamente

1/ O BIS calcula taxas de câmbio efetivas para 61 economias. A metodologia usada, assim como as séries históricas e os pesos das cestas de moedas podem ser encontradas em <http://www.bis.org/statistics/eer/>.

significantes, e sugerem que, em situações de descolamento como o observado atualmente, o componente de repasse de curto prazo é entre 2 pontos percentuais (p.p.) e 3 p.p. menor.

Carneiro, Monteiro e Wu (2002) e Correa e Minella (2010) também fornecem evidências de mecanismos não-lineares no repasse cambial no Brasil dependendo de outros fatores. Usando modelos semelhantes aos da equação (1), Correa e Minella (2010) argumentam que a magnitude do repasse para os preços livres é menor quando a variação cambial é percebida como temporária e quando a economia está mais desaquecida. Esse último mecanismo é relevante no contexto atual da economia brasileira. Como já argumentado, tipicamente a variação cambial afeta a inflação por meio dos preços de produtos importados. Contudo, mudanças na taxa de câmbio também impactam os preços ao consumidor por meio de um canal adicional: a depreciação cambial que leva a preços mais altos dos produtos importados irá, por sua vez, aumentar a demanda pelos produtos domésticos que competem com os bens importados. À medida em que a demanda aumenta, haverá também pressões de alta sobre os preços domésticos e sobre salários. Todavia, essa pressão de demanda é reduzida num contexto de menor crescimento econômico. Para testar esse mecanismo, a equação (1) foi estimada usando a medida de hiato do produto como variável de *threshold*. Os resultados sugerem que, quando a economia encontra-se desaquecida, o repasse cambial de curto prazo é aproximadamente 3 p.p. menor do que quando a economia encontra-se crescendo a taxas elevadas.

Em resumo, na avaliação prospectiva da magnitude do repasse cambial, devem-se levar em conta diversos fatores, tais como o grau de utilização dos fatores produtivos, direção da variação cambial, percepção quanto à duração da variação do câmbio, composição da cesta de produtos importados, comportamento da inflação internacional e preços de *commodities*². Particularmente, na conjuntura atual, destacam-se como elementos que contribuem para mitigar os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos a variação da taxa de câmbio efetiva menor do que a taxa bilateral R\$/US\$, o desempenho da economia em 2015 mais fraco do que o inicialmente antecipado, o comportamento mais benéfico

2/ Sobre essa relação, ver boxe “Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial” no presente Relatório de Inflação.

dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e a posição mais restritiva da política monetária.

Referências

ALBUQUERQUE, C. e PORTUGAL, M. (2005). “Pass-Through from Exchange Rate to Prices in Brazil: An Analysis using Time-Varying Parameters for the 1980-2002 Period”. *Revista de Economia*, Montevideo, nº 12(1), p. 17-73.

BELAISCH, A. (2003). “Exchange Rate Pass-Through in Brazil”. IMF Working Paper n. 141.

CAMPA, J. e GOLDBERG, L. (2002). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?”. NBER Working Paper n. 8934.

CAMPA, J. e GOLDBERG, L. (2005). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices”. *Review of Economics and Statistics*, n. 87(4), p. 679-690.

CARNEIRO, D., MONTEIRO, A. e WU, T. (2002). “Mecanismos Não-Lineares de Repasse Cambial para o IPCA”. Departamento de Economia PUC-Rio, Texto para Discussão nº 462.

CORREA, A. e MINELLA, A. (2010). “Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: a Phillips Curve Model with Threshold for Brazil”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 64, nº 3, p. 231-243.

GAGNON, J. e IHRIG, J. (2004). “Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through”. *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9(4), p. 315-338.

KLAU, M. e FUNG, S. (2006). “The New BIS Effective Exchange Rate Indices”. *BIS Quarterly Review*, Bank of International Settlements.

MISHKIN, F. (2008). “Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy”. NBER Working Paper n. 13.889, Abril.

NOGUEIRA JR, R. (2010). “Inflation Environment and Lower Exchange Rate Pass-Through in Brazil: Is There a Relationship?”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 64(1), p. 49-56.

Anexo

Notas da 188ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 20 e 21/1/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (20/1) e do 20º andar (21/1) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (20/1) e 16h14 (21/1)

Horário de término: 19h59 (20/1) e 19h19 (21/1)

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 20/1)

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 21/1)

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 20/1)

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) foi de 0,78% em dezembro, 0,27 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em 2014 atingiu 6,41% (5,91% em 2013), com os preços livres aumentando 6,72% (7,29% em 2013), e os administrados, 5,32% (1,54% em 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,95% em 2014 (6,01% em 2013), e os de não comercializáveis, 7,43% (8,43% em 2013). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 8,03% em 2014 (8,48% em 2013), e os dos serviços, 8,33% (8,75% em 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que se reflete, em parte, na 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 0,34% em novembro para 0,66% em dezembro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,32% (0,04 p.p. acima da registrada em dezembro de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,38% em novembro para 0,68% em dezembro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,31% para 0,87%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,33% para 0,73%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,32% para 0,53%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,38% para 0,49%. O índice de difusão situou-se em 68,4% em dezembro (1,0 p.p. abaixo do registrado em dezembro de 2013).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,14% em novembro e 0,38% em dezembro, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 3,78% (5,52% em dezembro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 2,15% em doze meses (5,07% em dezembro de 2013), 4,40% no segmento de produtos agropecuários e 1,32% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 6,86% em doze meses até dezembro (5,64% em dezembro de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 6,94% (8,09% em dezembro de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,49% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1,16% em novembro, com variação em doze meses de 4,56%. 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 da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em novembro de 2014, o IBC-Br recuou 1,30% em relação a novembro de 2013 e, ajustado sazonalmente, 0,04% em relação a outubro de 2014. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 48,1 em novembro para 49,2 em dezembro; nível este que sugere contração da atividade. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), avançou 0,9% em dezembro. Apesar da evolução favorável na margem, o índice continua em nível baixo em termos históricos. Já o Índice de Confiança de Serviços (ICS) avançou 1,3% entre novembro e dezembro de 2014, enquanto o Índice de Confiança da Indústria (ICI) recuou 1,5% em dezembro, influenciado pela piora das avaliações em relação à situação atual. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em dezembro, crescimento de 5,2% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.

5. A atividade fabril recuou 0,7% em novembro, após avançar 0,1% em outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula variação negativa de 3,2% até novembro de 2014. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 5,8% em novembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 22 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação recuou 4,9% de outubro para novembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 4,8% menor do que o registrado em novembro de 2013. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, avançou para 50,2 em dezembro, retornando ao intervalo de crescimento.
6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de outubro e novembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de consumo duráveis (-2,1%) e bens de consumo semi e não duráveis (-1,3%) registraram recuos mais acentuados. O setor de bens de capital observou redução de 0,2%, enquanto o setor de bens intermediários registrou estabilidade. Comparando-se a produção de novembro com a do mesmo mês de 2013, houve redução nas quatro categorias: bens de consumo duráveis (-11,0%), bens de capital (-9,7%), bens intermediários (-5,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (-3,1%).
7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 4,8% em novembro, com aumento de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e de 0,2 p.p. em relação a novembro de 2013. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram geração de 8,4 mil postos de trabalho formais em novembro, pior resultado para o mês desde 2008. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora alguns dados apontem processo de acomodação.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 1,0% em novembro, 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, diminuiu 2,7% em novembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 0,9% e de 1,2%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 2,6%, e a do ampliado, -1,2%, com expansão em 7 dos 10 segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 1,5% em dezembro, refletindo a insatisfação com o desempenho deste final de ano. 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 81,9% em dezembro e, na série dessazonalizada, 81,3%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (88,2%) e as de bens intermediários (82,6%), seguidas pelas de bens de consumo duráveis (81,6%), de capital (78,3%) e de consumo não duráveis (76,3%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 9,4% no período de doze meses encerrado em novembro.
10. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$3,9 bilhões em doze meses até dezembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$225,1 bilhões e de importações de US\$229,0 bilhões, com recuo de 7,0% e de 4,4%, respectivamente, em relação ao acumulado até dezembro de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$88,7 bilhões em novembro, equivalente a 4,0% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$62,3 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,8% do PIB.

11. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Particularmente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras e em níveis relativamente elevados nas emergentes.
12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a reunião anterior do Copom e atingiu patamares abaixo de US\$50. 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 oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas recuaram 8,63% e 5,04%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 8,5% em doze meses até dezembro 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 9,3% em 2015, ante 6,0% considerados na reunião do Copom de dezembro. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de elevação de 8% no preço da gasolina, em grande parte, reflexo de incidência da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e da PIS/COFINS; de 3,0% no preço do gás de bujão; de 0,6% nas tarifas de telefonia fixa; e de 27,6% nos preços da energia elétrica, devido ao repasse às tarifas do custo de operações de financiamento, contratadas em 2014, da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). 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, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 5,1% em 2016, ante 5,2% considerados na reunião do Comitê de dezembro.
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 9 pontos base (p.b.) e de 19 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 1,2% do PIB em 2015 e de 2% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, 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 2015 passou de 6,49% para 6,72% e, para 2016, de 5,70% para 5,60%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,65/US\$ e da taxa Selic em 11,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para

a inflação de 2015 aumentou em relação ao valor considerado na reunião anterior 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 2015 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de dezembro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, a projeção de inflação permaneceu relativamente estável, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, em ambos os casos, acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN.

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, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos 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 em 2014 as taxas de crescimento de importantes economias terem sido menores do que se antecipava, prevalece tendência de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Nesse sentido, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Importantes economias emergentes experimentam período de transição e, por conseguinte, de moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica.
22. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca evidências de focos de volatilidade nos mercados de moedas e moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos

mercados internacionais. Especificamente sobre o petróleo, o Comitê assinala que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais tende a se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação.

23. O Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinham e que o ritmo de expansão da atividade doméstica este ano será inferior ao potencial. Para o Comitê, o ritmo de atividade tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado; e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. 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; o setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na 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.
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. O Comitê pondera que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade, e não descarta a hipótese de migração para a zona de contenção. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que essa trajetória de *superavit* primários fortalecerá a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público. Assim, contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, em última instância, estimulando o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate a inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.
25. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, 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 moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, 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 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.

27. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência de dois 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 considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação desses ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse contexto, o Comitê não descarta a ocorrência de cenário que contempla elevação da inflação no curto prazo, antecipa que a inflação tende a permanecer elevada em 2015, porém, ainda este ano entra em longo período de declínio. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.
28. Diante do acima exposto, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 12,25% a.a., sem viés.
29. 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.
30. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a registrar ritmo moderado de expansão, devido a fatores como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, notadamente no caso de financiamento imobiliário, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações tendem a ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, 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, no próximo ano, a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN.
31. A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 3 de março de 2015, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 26.042, de 24 de junho de 2014.

Notas da 189ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 3 e 4/3/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (3/3) e do 20º andar (4/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h10 (3/3) e 16h47 (4/3)

Horário de término: 19h44 (3/3) e 19h56 (4/3)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 3/3)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

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

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 4/3)

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 3/3)

Gustavo Ênio Falcão Freire – Assessor de Imprensa

Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

Vera Maria Schneider – 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) foi de 1,24% em janeiro, 0,46 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 7,14% em janeiro (5,59% em janeiro de 2014), com os preços livres aumentando 7,01% (6,65% em janeiro de 2014), e os administrados, 7,55% (2,15% em

janeiro de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,57% em doze meses até janeiro (5,64% em janeiro de 2014), e os de não comercializáveis, 8,29% (7,56% em janeiro de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 8,72% em doze meses até janeiro (7,25% em janeiro de 2014), e os dos serviços, 8,76% (8,26% em janeiro de 2014). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que se reflete, em parte, na 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 0,66% em dezembro para 0,83% em janeiro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,64% (0,57 p.p. acima da registrada em janeiro de 2014). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,68% em dezembro para 0,83% em janeiro; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,73% para 1,16%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,53% para 0,79%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,49% para 0,74%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio deslocou-se de 0,87% para 0,64%. O índice de difusão situou-se em 68,9% em janeiro (2,7 p.p. abaixo do registrado em janeiro de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,67% em janeiro, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 4,06% (5,62% em janeiro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 2,28% em doze meses (5,19% em janeiro de 2014), 6,81% no segmento de produtos agropecuários e 0,61% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 7,65% em doze meses até janeiro (5,61% em janeiro de 2014); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 6,99% (8,33% em janeiro de 2014), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,15% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 0,56% em dezembro, com variação em doze meses de 4,42%. 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 da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em dezembro de 2014, o IBC-Br avançou 0,65% em relação a dezembro de 2013 e, ajustado sazonalmente, recuou 0,55% em relação a novembro de 2014. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 49,2 em janeiro para 51,3 em fevereiro, ultrapassando o nível de 50,0 pela primeira vez desde setembro de 2014. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 4,9% em fevereiro, atingindo o menor valor da série histórica iniciada em setembro de 2005. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) recuou 3,4% em fevereiro, enquanto o Índice de Confiança de Serviços (ICS) recuou 5,4% em fevereiro, levando o índice ao menor nível da série histórica, iniciada em junho de 2008. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em janeiro, crescimento de 4,4% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. A atividade fabril avançou 2,0% em janeiro, após recuar 3,2% em dezembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação negativa de 3,5% em janeiro de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 5,2% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos

nas quatro categorias de uso e em 20 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação recuou 2,6% de dezembro para janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 8,4% menor do que o registrado em janeiro de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, recuou de 50,7 em janeiro para 49,6 em fevereiro.

6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de dezembro e janeiro, de acordo com a série com ajuste sazonal, o setor de bens de capital (9,1%) assinalou a expansão mais acentuada, seguido pelo setor de bens intermediários (0,7%). Por outro lado, bens de consumo duráveis (-1,4%) e bens de consumo semi e não duráveis (-0,3%) registraram resultados negativos em janeiro de 2015. Comparando-se a produção de janeiro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-16,4%), bens de consumo duráveis (-13,9%), bens de consumo semi e não duráveis (-5,3%) e bens intermediários (-2,4%).
7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 5,3% em janeiro, com aumento de 1,0 p.p. em relação ao mês anterior e de 0,5 p.p. em relação a janeiro de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 81,8 mil postos de trabalho formais em janeiro, pior resultado para o mês desde 2009. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora, na margem, indiquem processo de acomodação.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,3% em dezembro, 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, diminuiu 2,2% em dezembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -2,6% e de -3,7%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 2,2%, e a do ampliado, -1,7%, com retração em 4 dos 10 segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 8,8% em fevereiro, atingindo o menor nível da série histórica. 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 80,5% em janeiro e, na série dessazonalizada, 82,0%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (87,0%) e as de bens intermediários (84,7%), seguidas pelas de bens de consumo duráveis (80,1%), de consumo não duráveis (78,8%) e de capital (75,5%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 10,3% no período de doze meses encerrado em dezembro.
10. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$3,8 bilhões em doze meses até fevereiro de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$218,9 bilhões e de importações de US\$222,7 bilhões, com recuo de 9,7% e de 7,6%, respectivamente, em relação ao acumulado até fevereiro de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$90,4 bilhões em janeiro de 2015, equivalente a 4,2% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$61,3 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,8% do PIB.
11. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e

emergentes. Particularmente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras e em níveis relativamente elevados nas emergentes.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* avançou desde a reunião anterior do Copom e atingiu patamares próximos a US\$60. 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 oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas avançaram 0,34%, enquanto os preços das metálicas recuaram 9,14%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 14,0% em doze meses até fevereiro de 2015.

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 10,7% em 2015, ante 9,3% considerados na reunião do Copom de janeiro. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 8% no preço da gasolina, em grande parte, reflexo de incidência da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e do PIS/Cofins; de 3,2% no preço do gás de bujão; de -4,1% nas tarifas de telefonia fixa; e de 38,3% nos preços da energia elétrica, devido, em grande parte, ao repasse às tarifas do custo de operações de financiamento da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), contratadas em 2014. 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, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 5,2% em 2016, ante 5,1% considerados na reunião do Comitê de janeiro.
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 -9 pontos base (p.b.) e de 11 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 1,2% do PIB em 2015 e de 2% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, 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 2015 passou de 6,72% para 7,47% e, para 2016, de 5,60% para 5,50%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,85/US\$ e da taxa Selic em 12,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2015 aumentou em relação ao valor considerado na reunião anterior 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 2015 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de janeiro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, as projeções de inflação diminuíram em ambos os cenários, mas ainda encontram-se acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN.

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, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos 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 em 2014 as taxas de crescimento de importantes economias terem sido menores do que se antecipava, prevalece tendência de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Nesse sentido, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Importantes economias emergentes experimentam período de transição e, por conseguinte, de moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica.
22. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca evidências de focos de volatilidade nos mercados de moedas e moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre

o petróleo, o Comitê assinala que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais tende a se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação.

23. O Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinham e que o ritmo de expansão da atividade doméstica este ano será inferior ao potencial. Para o Comitê, o ritmo de atividade tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado; e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. 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; o setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na 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.
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. O Comitê pondera que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade, e não descarta a hipótese de migração para a zona de contenção. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que essa trajetória de *superavit* primários fortalecerá a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público. Assim, contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, em última instância, estimulando o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate à inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.
25. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera necessárias 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, que tem arrefecido na margem, mas pondera que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com 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 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.

27. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, a ocorrência de dois 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 considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação desses ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável para este ano. Nesse contexto, e conforme antecipado em Notas anteriores, esses ajustes de preços fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.
28. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 12,75% a.a., sem viés.
29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.
30. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a se estabilizar, devido a fatores como o crescimento da renda e a expansão do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, notadamente no caso de financiamento imobiliário, concessão de serviços públicos, ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações devem ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar, ao longo do próximo ano, a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN.
31. A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 28 de abril de 2015, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 26.042, de 24 de junho de 2014.

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

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
ABS	<i>Asset-Backed Security</i>
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESparr	BNDES Participações S. A.
BNS	Banco Nacional da Suíça
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
CAC 40	<i>Cotation Assistée en Continue</i>
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBE	Capitais Brasileiros no Exterior
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
ETF	<i>Exchange-traded funds</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
FTSE MIB	<i>FTSE Milano Italia Borsa Index</i>
FTSE/JSE	<i>FTSE/JSE Africa Index Series</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil

IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
IBEX 35	<i>Índice Bursatil Español</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICD	Indicador Coincidente de Desemprego
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
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
IPC	<i>Índice de Precios y Cotizaciones</i>
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
ISE	Bolsa de Valores de Istambul
JGB	Títulos do Governo Japonês
J-REIT	<i>Japan Real estate investment trusts</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEA	População Economicamente Ativa
PF	Pessoa Física
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa Jurídica
PME	Pesquisa Mensal de Emprego

PMI	Índice Gerente de Compras
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PO	População Ocupada
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
QE	<i>Quantitative Easing</i>
Reintegra	Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras
SCN	Sistema de Contas Nacionais
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SIUP	Serviços industriais de utilidade pública
TR	Taxa Referencial
UE	União Europeia
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>