

Relatório de Inflação

Setembro 2015

Volume 17 | Número 3



Relatório de Inflação

Setembro 2015

Volume 17 | Número 3



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 17	nº 3	set.	2015	p. 1-125
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 3.

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, o ano-safra ou o ano-convênio.

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

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
Departamento de Atendimento Institucional (Deati)
Divisão de Atendimento ao Cidadão (Diate)
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <http://www.bcb.gov.br?FALECONOSCO>

Sumário

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	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	16
1.6 Conclusão	17
Preços	29
2.1 Índices gerais	29
2.2 Índices de preços ao consumidor	30
2.3 Núcleos	30
2.4 Expectativas de mercado	31
2.5 Conclusão	32
Políticas creditícia, monetária e fiscal	39
3.1 Crédito	39
Taxas de juros e inadimplência	40
3.2 Agregados monetários	41
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	42
Mercado de capitais	42
3.3 Política fiscal	43
Necessidades de financiamento do setor público	44
Operações do Banco Central no mercado aberto	46
Dívida mobiliária federal	46
Dívida Líquida do Setor Público	47
3.4 Conclusão	47
Economia internacional	49
4.1 Atividade econômica	49
4.2 Política monetária e inflação	51
4.3 Mercados financeiros internacionais	53
4.4 <i>Commodities</i>	54
4.5 Conclusão	55

Setor externo	57
5.1 Movimento de câmbio	57
5.2 Comércio de bens	58
5.3 Serviços e renda	59
5.4 Conta financeira	60
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	62
5.6 Conclusão	62
Perspectivas para a inflação	67
6.1 Determinantes da inflação	68
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	73
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	83
Boxes	
Contribuição de índices de confiança do consumidor para previsão de indicadores de consumo	18
Efeito da demografia sobre a taxa de participação	22
Projeção para o PIB dos próximos 4 trimestres e revisão de 2015	26
Comparação dos ciclos de desinflação	33
Impacto de choques de demanda e câmbio sobre a inflação de preços livres no Brasil	35
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015	64
Inércia Inflacionária e Determinantes das Expectativas de Inflação	87
Revisão do Modelo Estrutural de Médio Porte – Samba	95
Anexo	103
Apêndice	119

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 a sinalizações sobre como novos indicadores de atividade serão analisados pelas autoridades, fornecendo indicações adequadas sobre o momento do início do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos, minimizando volatilidade e riscos.

Em linhas gerais, desde o Relatório anterior, a tendência de atividade global mostrou maior moderação ao longo do 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 novos focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa.

Ainda sobre o ambiente externo, importa destacar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

No âmbito interno, o Copom reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do Produto Interno Bruto (PIB) continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que pode ser mais intenso e mais longo que o antecipado, 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 crescimento global, mesmo moderado, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e ao crescimento sustentável da economia brasileira.

Ainda sobre atividade interna, 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 indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo que possa caminhar em direção ao crescimento potencial.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. 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 e, 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 implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

No que diz respeito às contas públicas, a piora em relação ao observado no Relatório anterior e a deterioração da percepção de risco, desencadearam a redução da nota de risco soberano, por importante agência de classificação de risco, para patamar inferior ao grau de investimento, no início de setembro. Nesse contexto, medidas que concorram tempestivamente para o reequilíbrio das contas públicas mostram-se fundamentais para a estabilidade macroeconômica e para a retomada da confiança e do nível de atividade.

Os resultados parciais para o balanço de pagamentos de 2015 ratificaram a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, em ambiente de depreciação da moeda doméstica em termos reais e de contração da atividade interna. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimentos diretos no país e de investimentos em carteira.

A inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou

9,53% em agosto, 3,01 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada até agosto de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 7,70% em doze meses (6,95% até agosto de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 15,75% (5,07% até agosto 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 18 de setembro de 2015 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,90/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 9,5% em 2015, 5,3% em 2016 e de 4,0% no terceiro 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 9,5% em 2015, 5,4% em 2016 e de 4,6% no terceiro trimestre de 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2015, de acordo com o cenário de referência, é de -2,7% (1,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -2,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2016.

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, os efeitos dos dois importantes e necessários 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 de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. 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, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.

O Comitê observa que as expectativas de inflação ainda se encontram próximas ou na meta de 4,5% a.a. nos horizontes de médio e longo prazo. No entanto, o Comitê destaca o aumento recente da diferença entre expectativas de inflação em relação à meta, depois de ter havido certo progresso no processo de convergência. Esse aumento, ainda permanece de pequena magnitude na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior, e ocorre a despeito da significativa elevação das expectativas de inflação para 2015 e da deterioração da percepção dos agentes econômicos a respeito do balanço de riscos e da trajetória fiscal. Esses fatos constituem um claro e importante sinal sobre, de um lado, os progressos obtidos com a implementação da estratégia atual de política monetária, mas, de outro lado, sobre as consequências da deterioração no balanço de riscos.

Assim, o Comitê entende que a manutenção da taxa básica de juros no patamar atual, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de deterioração no balanço de riscos agravada recentemente pelos efeitos do rebaixamento da nota de crédito soberana. Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2015			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Comércio varejista	-0,6	-0,9	-0,5	-1,0
Combustíveis e lubrificantes	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	1,7	-1,0	-0,4	-1,0
Tecidos, vestuário e calçados	-3,3	1,9	-1,1	-1,0
Móveis e eletrodomésticos	-2,8	-1,9	-1,2	-1,7
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,2	-0,5	-0,1	-1,1
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0,4	-2,3	-0,4	-1,3
Equipamentos e materiais para escritório	-10,4	2,8	-2,1	-5,5
Outros artigos de uso pessoal	-4,3	1,0	-0,4	0,0
Comércio ampliado	-0,4	-1,8	-0,7	0,6
Materiais de construção	-1,2	-5,8	5,3	-2,4
Veículos, motos, partes e peças	3,5	-4,6	-2,4	5,1
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	-2,4	-2,2	-2,3	-2,3
Combustíveis e lubrificantes	-4,2	-1,3	-0,4	-0,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-1,2	-1,6	-0,7	-1,2
Tecidos, vestuário e calçados	-5,1	-3,6	-3,9	-2,0
Móveis e eletrodomésticos	-7,9	-6,6	-7,2	-6,1
Artigos farmacêuticos, médicos	0,8	1,0	0,0	-0,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	-5,7	-3,7	-3,7	-4,1
Equipamentos e materiais para escritório	-1,7	-4,7	-10,5	-7,7
Outros artigos de uso pessoal	-1,2	-1,6	-3,2	-2,2
Comércio ampliado	-4,4	-3,6	-3,4	-2,9
Materiais de construção	-2,4	-4,3	-4,0	-4,2
Veículos, motos, partes e peças	-10,3	-7,2	-5,1	-4,0
No ano				
Comércio varejista	-1,4	-2,0	-2,2	-2,4
Combustíveis e lubrificantes	-3,5	-3,7	-3,2	-3,3
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-1,5	-1,6	-1,8	-1,8
Tecidos, vestuário e calçados	-4,2	-5,1	-5,0	-5,5
Móveis e eletrodomésticos	-8,8	-10,9	-11,3	-11,5
Artigos farmacêuticos, médicos	5,9	5,0	5,1	4,6
Livros, jornais, revistas e papelaria	-8,0	-8,6	-8,3	-8,4
Equipamentos e materiais para escritório	13,4	10,5	10,0	7,9
Outros artigos de uso pessoal	5,6	4,4	3,9	3,4
Comércio ampliado	-6,0	-7,0	-6,4	-6,5
Materiais de construção	-4,3	-5,7	-4,7	-5,0
Veículos, motos, partes e peças	-15,9	-17,2	-15,7	-15,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A atividade econômica no Brasil segue sob influência do ajuste macroeconômico em curso no país. Esse processo apresenta três componentes - monetário, externo e fiscal - e é necessário e essencial para a consolidação de fundamentos que favoreçam a convergência da inflação para a meta no final de 2016, através da redução de desequilíbrios macroeconômicos. Os seus efeitos tendem a ser ampliados pelo ambiente associado a eventos não econômicos. Nesse contexto, o PIB recuou, na margem, 1,9% no segundo trimestre de 2015, dados dessazonalizados.

Ressalte-se que a análise da evolução do PIB sob a ótica da demanda evidencia tanto contração do consumo das famílias e dos investimentos, em ambiente de retrações importantes nos indicadores de confiança de consumidores e empresários, quanto a maior contribuição do componente externo da demanda, compatível com o cenário de retração na renda disponível interna e de depreciação da moeda brasileira.

Estatísticas mais recentes, a exemplo da produção industrial de julho e dos indicadores coincidentes de vendas do comércio em julho e agosto, assim como os indicativos de manutenção da taxa básica de juros no atual patamar, indicam continuidade da moderação da atividade doméstica no curto prazo, mas já mostram sinal de melhora das contas externas.

1.1 Comércio

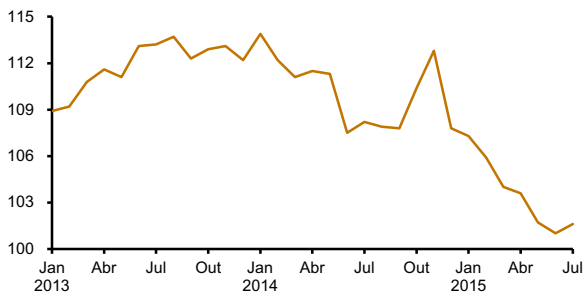
As vendas do comércio ampliado recuaram 2,9% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, quando decresceram 4,4%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve reduções nas vendas em todos os segmentos pesquisados com ênfase em equipamentos e materiais para escritório, 7,7%; móveis e eletrodomésticos, 6,1% e materiais de construção, 4,2%.

As vendas do comércio varejista¹ recuaram 2,3% no trimestre. Ocorreram retrações em todas as regiões do país,

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

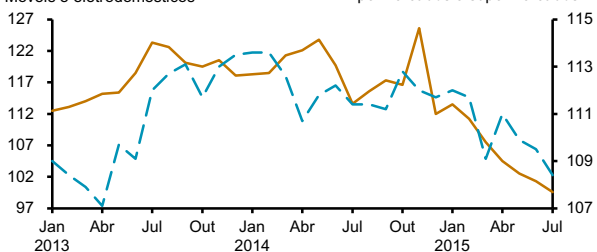
Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados

2011 = 100

Móveis e eletrodomésticos

Hipermercados e supermercados



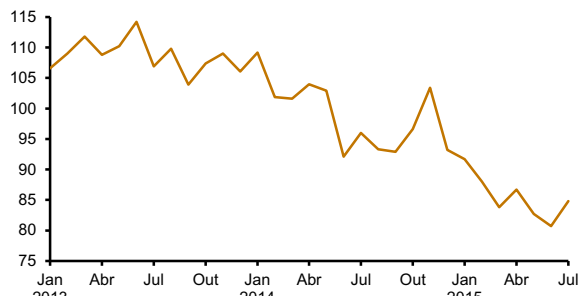
— Móveis e eletrodomésticos — Hipermercados e supermercados

Fonte: IBGE

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

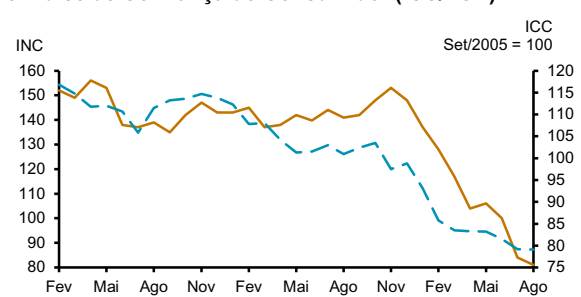
Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP/IPROS e FGV

com ênfase nas registradas no Nordeste (2,5%) e no Norte (2,4%).

Indicadores coincidentes sinalizam a continuidade de desempenhos desfavoráveis para a atividade do comércio. Nesse sentido, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 30% na PMC, recuaram 0,6% no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, quando haviam retraído 1,3%, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), decresceram 7,1% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao terminado em maio, quando haviam recuado 13,9%.

No mesmo sentido, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio – de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa – recuou 1,1% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, quando havia apontado elevação de 1,9%, neste tipo de comparação.

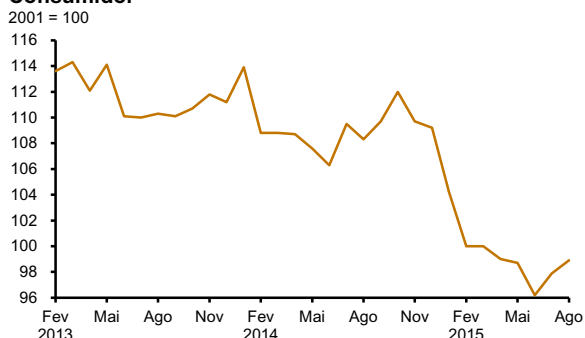
A inadimplência permanece crescente quando considerados iguais períodos de 2015 e do ano anterior. Nesse sentido, o indicador calculado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), para o estado de São Paulo, atingiu 7,0% no trimestre encerrado em agosto, ante 6,4% em igual período de 2014, e o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor² cresceu 19,9%, na mesma base de comparação.

Os indicadores de confiança do consumidor seguem em patamares baixos. Nesse contexto, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 2,8% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao terminado em maio, quando decrescera 6,6%, na mesma base de comparação, dados dessazonalizados. Ocorreram retrações de 8,2% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 0,6% no Índice de Expectativas (IE).

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, apresentou redução mensal de 3,6% em agosto, atingindo o menor nível da série. Houve reduções em quase todas as regiões: Norte/Centro-Oeste, 14,4%; Sudeste, 8,4% e Nordeste, 6,5%. A exceção ficou com a região Sul que mostrou elevação de 13,4% no período,

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

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2015				%
	Abr	Mai	Jun	Jul	
Indústria geral	-2,7	-2,4	-2,4	-1,9	
Por seção					
Indústria extrativa	2,2	1,4	0,7	-0,7	
Indústria de transformação	-2,9	-2,4	-2,7	-2,0	
Por categoria de uso					
Bens de capital	-8,3	-6,9	-9,8	-7,7	
Bens intermediários	-1,0	-1,2	-1,5	-1,9	
Bens de consumo	-4,1	-3,3	-2,5	-1,2	
Duráveis	-7,0	-6,2	-7,8	-6,0	
Semi e não duráveis	-2,7	-2,4	-1,6	-0,6	

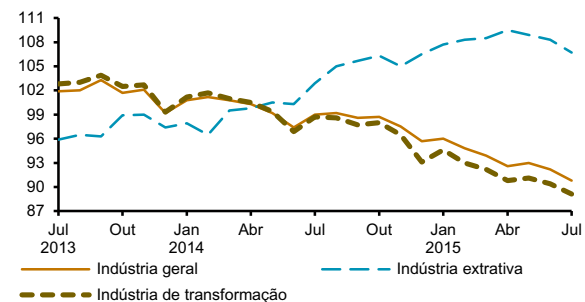
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2012 = 100



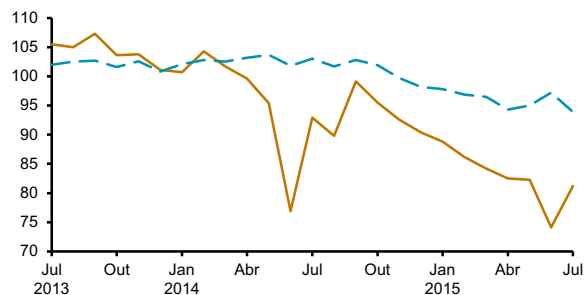
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

após queda de 33% em julho. O indicador nacional recuou 42,6% em relação a agosto de 2014.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), aumentou 1,0% em agosto, segunda elevação mensal consecutiva, mas situou-se em patamar 8,7% inferior ao de agosto de 2014. Ressalte-se que o indicador segue registrando expectativas desfavoráveis em relação à evolução do desemprego.

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM) da FGV, que avalia a confiança dos empresários do setor, recuou 3,4% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao terminado em maio, atingindo o menor nível da série histórica, de acordo com dados dessazonalizados. Houve contrações de 8,4% no ISA-COM e de 0,7% no IE-COM.

1.2 Produção

A produção física da indústria recuou 1,9% no trimestre finalizado em julho, relativamente ao encerrado em abril, quando havia decrescido 2,7%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa apresentou queda de 0,7% e a da transformação recuou 2%, reflexo de retrações em 14 das 23 atividades pesquisadas, com destaque para as assinaladas em equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, 13,2%; máquinas e equipamentos, 9,3%; e têxteis, 8,6%. Em sentido oposto, sobressaíram os aumentos nas indústrias de fumo (21,1%), celulose, papel e produtos de papel (2,8%) e coque, derivados de petróleo e biocombustíveis (1,8%).

A análise por categorias de uso mostra recuos trimestrais nas indústrias de bens de capital (7,7%), bens de consumo duráveis (6%), bens intermediários (1,9%), e bens de consumo semi e não duráveis (0,6%).

O número de pessoal ocupado assalariado e a folha de pagamento real da indústria recuaram 2,7% e 4,1%, respectivamente, no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE.

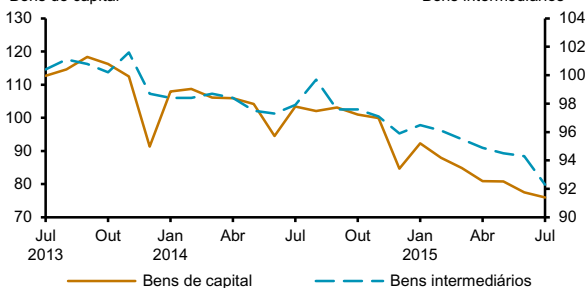
O nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria de transformação registrou média de 78,0% no trimestre finalizado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. A

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

Bens de capital

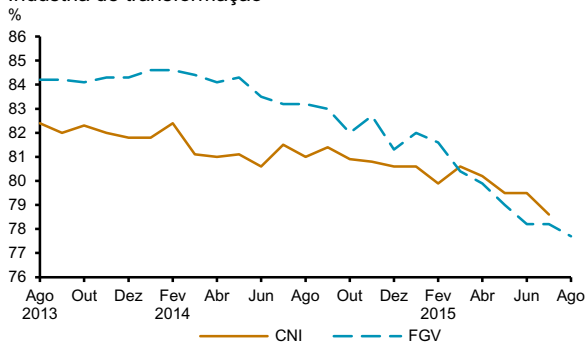


Fonte: IBGE

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.

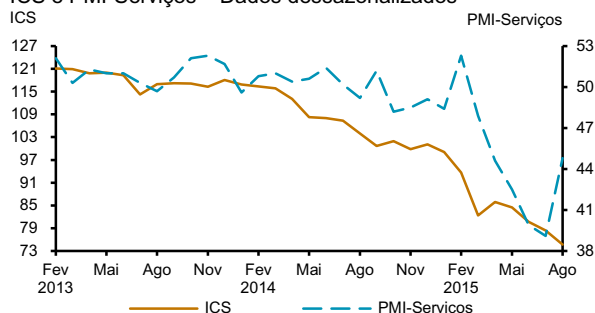
Tabela 1.3 – Receita nominal de serviços

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

Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados



Fontes: FGV e Markit

redução de 1,7 p.p. em relação ao trimestre terminado em maio repercutiu recuos nas indústrias de bens de capital (5,4 p.p.), bens de consumo duráveis (3,8 p.p.), bens de consumo não duráveis (1,8 p.p.) e de bens intermediários (0,2 p.p.).

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, aumentou 4,5 pontos no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, atingindo o patamar médio de 117,5 pontos³, considerados dados dessazonalizados. O resultado refletiu variações nas indústrias de bens de capital (22,5 pontos), bens de consumo duráveis (6,2 pontos), bens intermediários (4,1 pontos) e bens de consumo não duráveis (-2,9 pontos).

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI) recuou para 68 pontos em agosto, segundo dados dessazonalizados da FGV, menor patamar da série iniciada em abril de 1995. O ICI médio do trimestre encerrado em agosto atingiu 68,4 pontos, ressaltando-se que o recuo de 4,9 pontos em relação à média do trimestre até maio evidenciou as retrações observadas nas indústrias de bens de capital (8,2 pontos), bens de consumo duráveis (7,9 pontos), bens intermediários (2,2 pontos) e de bens de consumo não duráveis (1,1 ponto).

O Índice de Gerentes de Compras⁵ (PMI) da indústria atingiu 45,8 pontos em agosto, considerada a série dessazonalizada pela Markit, sinalizando continuidade do desempenho moderado da atividade industrial.

Serviços

A receita nominal do setor de serviços cresceu 1,7% no trimestre finalizado em julho de 2015, em relação a igual período de 2014, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), divulgada pelo IBGE. Três dos cinco segmentos pesquisados mostraram crescimento nessa base de comparação com destaque para serviços profissionais, administrativos e complementares (5,0%) e serviços de transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (2,6%). O pior desempenho no período ocorreu em serviços de informação e comunicação (-0,6%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) apresentou recuo trimestral de 7,5% em agosto, com reduções de 12,3% no ISA-S e de 4,5% no IE-S, dados dessazonalizados. Ressalte-se que os indicadores relativos a seis, das sete atividades pesquisadas, atingiram o menor patamar da série, iniciada em junho de 2008.

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 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

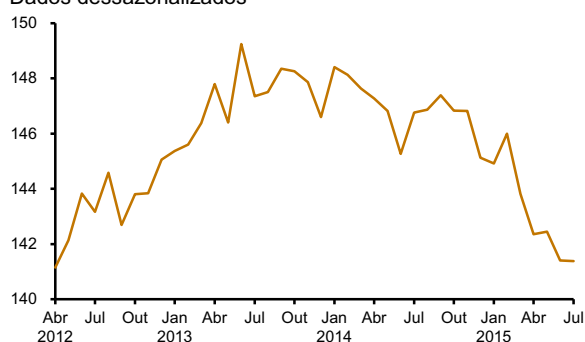


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto

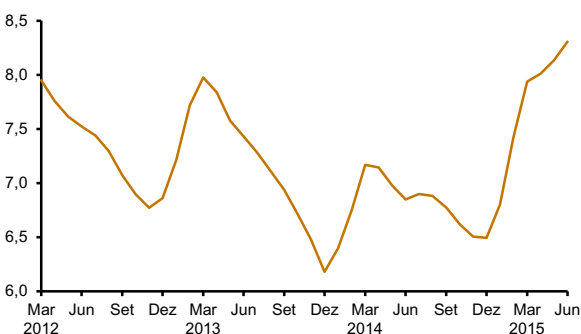
Dessazonalizado



Fonte: IBGE (PME)

Gráfico 1.13 – Taxa de desemprego aberto

%



Fonte: IBGE (PNADC)

Tabela 1.4 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2014		2015	
	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}
Total	96,0	504,9	-384,7	-547,4
Indústria de transformação	-72,5	20,0	-189,5	-228,6
Comércio	-6,9	-75,4	-79,5	-225,8
Serviços	81,9	356,2	-129,7	-38,4
Construção civil	-6,7	58,5	-75,9	-152,7
Agropecuária	94,9	113,5	97,5	99,6
Serviços ind. de util. pública	0,4	4,8	-2,2	-1,8
Outros ^{1/}	4,9	27,3	-5,3	0,3

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em julho.

3/ Acumulado no ano até julho.

O PMI-Serviços para a atividade negócios após atingir 39,1 pontos em julho, menor patamar da série iniciada em março de 2007, mostrou recuperação em agosto, apesar de continuar mostrando retração em relação ao mês anterior, 44,8 pontos (49,2 pontos em agosto de 2014).

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 1,61% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia decrescido 1,07%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador retraiu 4,25% em julho após quedas de 1,34% em junho e 4,54% em maio.

1.3 Mercado de Trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,0% no trimestre encerrado em julho (4,9% em igual período de 2014). Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego totalizou 6,8% no período (5,9% no trimestre encerrado em abril), resultado de variações de -0,2% na população ocupada e de 0,7% na população economicamente ativa.

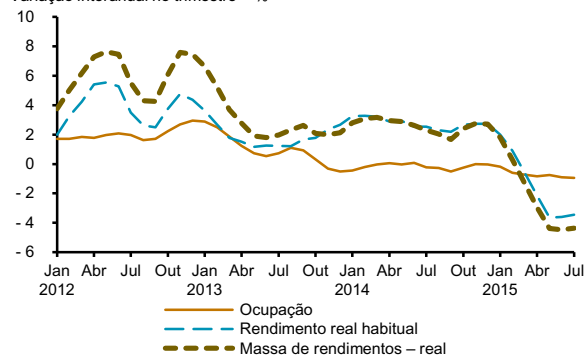
A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, atingiu 8,3% no segundo trimestre de 2015 (7,9% no anterior e 6,8% em igual trimestre de 2014). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu 56,2%, 56,2% e 56,9%, respectivamente, nos períodos mencionados.

A economia do país eliminou 384,7 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em julho de 2015 (criação de 96,0 mil em igual período de 2014), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se os cortes de vagas na indústria de transformação (189,5 mil) e no setor de serviços (129,7 mil), segmentos responsáveis, no mesmo período de 2014, por variações líquidas de -72,5 mil e 81,9 mil postos, respectivamente. Foram extintos 547,4 mil postos de trabalho formais nos sete primeiros meses do ano.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal recuou 3,4% no trimestre encerrado em julho, em relação a igual período de 2014, segundo a PME. Destacaram-se as reduções na construção civil, 7,0%; no

Gráfico 1.14 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2014			2015	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Agropecuária	-1,5	-1,4	1,2	4,0	1,8
Indústria	-3,6	-1,9	-1,9	-3,0	-5,2
Extrativa mineral	7,6	11,1	9,7	12,8	8,1
Transformação	-6,3	-4,0	-5,4	-7,0	-8,3
Construção civil	-5,6	-5,3	-2,3	-2,9	-8,2
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-4,7	-6,5	-5,9	-12,0	-4,7
Serviços	-0,2	0,3	0,4	-1,2	-1,4
Comércio	-3,6	-2,8	-2,9	-6,0	-7,2
Transporte, armazenagem e correio	-0,5	1,4	0,8	-3,6	-6,0
Serviços de informação	4,6	5,1	1,9	2,9	0,5
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	-0,6	-1,6	1,3	-0,4	0,4
Outros serviços	-1,2	0,3	1,1	-0,6	-1,9
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	3,2	3,0	2,8	2,8
Administração, saúde e educação públicas	0,5	0,3	-0,1	-1,4	0,6
Valor adic. a preços básicos	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	-2,1
Impostos sobre produtos	-1,8	-1,5	-0,6	-3,5	-5,7
PIB a preços de mercado	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6	-2,6
Consumo das famílias	0,2	0,1	1,3	-0,9	-2,7
Consumo do governo	1,5	1,6	-0,2	-1,5	-1,1
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-7,9	-6,4	-5,8	-7,8	-11,9
Exportação	-0,2	4,6	-10,7	3,2	7,5
Importação	-2,7	1,6	-4,4	-4,7	-11,7

Fonte: IBGE

comércio, 5,4%; e no setor de serviços, 5,3%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, recuou 4,4% no período.

1.4 PIB

O PIB, repercutindo o processo de ajuste em curso na economia do país, recuou 1,9% no segundo trimestre de 2015, em relação ao primeiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. No âmbito da oferta, houve retrações na atividade agropecuária (2,7%), industrial (4,3%) e do setor de serviços (0,7%). O resultado do setor industrial refletiu, em especial, as retrações de 3,7% na indústria de transformação e de 8,4% na construção civil.

Sob a ótica da demanda, destacaram-se os recuos no consumo das famílias, 2,1%, maior redução desde o terceiro trimestre de 2001, e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 8,1%. As exportações e as importações variaram 3,4% e -8,8%, respectivamente, no período.

O PIB recuou 2,6% em relação ao segundo trimestre de 2014, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 1,8% na agropecuária, -1,4% no setor de serviços e de -5,2% na indústria. O desempenho negativo do setor secundário repercutiu recuos na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (4,7%), na construção civil (8,2%) e na indústria de transformação (8,3%), mitigado pela expansão de 8,1% na indústria extrativa. No setor terciário, destacaram-se as quedas nas atividades comércio (7,2%) e transporte, armazenagem e correio (6,0%), e o aumento de 2,8% na atividade imobiliárias e aluguel.

No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -5,1 p.p. para o crescimento interanual do PIB (-1,6 p.p. no trimestre encerrado em junho de 2014), resultado de retrações no consumo do governo (1,1%), no consumo das famílias (2,7%) e na FBCF (11,9%). O setor externo, traduzindo variações respectivas de 7,5% e -11,7% nas exportações e nas importações, contribuiu com 2,5 p.p. no período.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluindo variações de estoques, diminuíram 11,9% no segundo trimestre de 2015, em relação a igual período de 2014, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF recuou 8,1% em relação ao

Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2014			2015	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	-1,1	0,1	0,0	-0,7	-1,9
Agropecuária	-1,2	-1,7	1,6	4,8	-2,7
Indústria	-2,5	0,5	-0,4	-0,7	-4,3
Serviços	-0,6	0,3	0,0	-0,9	-0,7
Consumo das famílias	-0,4	0,2	0,8	-1,5	-2,1
Consumo do governo	0,4	0,7	-0,9	-1,5	0,7
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-2,8	-0,5	-1,8	-2,4	-8,1
Exportação	-0,3	3,0	-13,3	16,2	3,4
Importação	-2,3	1,5	-5,0	0,9	-8,8

Fonte: IBGE

Tabela 1.7 – Produção industrial

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)

Discriminação	2015			
	Mar	Abr	Mai	Jun
Insumos da construção civil	-8,3	-8,9	-9,6	-11,0
Bens de capital	-17,7	-20,0	-19,9	-21,9
Tipicamente industrializados	0,6	-0,4	-4,4	-6,5
Agrícolas	-20,5	-18,6	-16,2	-19,8
Peças agrícolas	-22,8	-18,2	-14,4	-19,2
Construção	-24,2	-27,6	-33,2	-41,4
Energia elétrica	-7,9	-12,0	-16,8	-21,6
Equipamentos de transporte	-24,7	-27,4	-26,3	-26,8
Misto	-17,4	-21,5	-20,7	-22,0

Fonte: IBGE

primeiro trimestre do ano, oitava retração consecutiva nessa base de comparação, acumulando decréscimo de 17,8% desde o segundo trimestre de 2013.

A absorção de bens de capital contraiu 13,5% no segundo trimestre do ano, relativamente a igual período de 2014, resultado de reduções respectivas de 21,9%, 22,9% e 6,3% na produção, importação e exportação desses bens. O recuo na produção de bens de capital refletiu, em especial, o desempenho negativo nas categorias de bens destinados às áreas de construção, de equipamentos de transporte e de uso misto. A produção de insumos típicos da construção civil diminuiu 11,0% no período.

Os desembolsos do sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) somaram R\$35,5 bilhões no segundo trimestre de 2015. O recuo de 12,1% em relação a igual período de 2014 refletiu a redução de 20,0% nos recursos destinados a comércio e serviços, mitigada pelos crescimentos dos recursos destinados a indústria de transformação (1,0%), agropecuária (12,7%) e indústria extrativa (5,6%). Esses representaram 61,4%, 26,2%, 10,9% e 1,5%, respectivamente, do total dos desembolsos no período.

1.6 Conclusão

A trajetória da atividade econômica interna segue repercutindo o impacto, sobre os mercados de trabalho e de crédito, do ajuste macroeconômico em curso no país. O componente externo da demanda agregada, em cenário de alteração de patamar da taxa de câmbio, tem contribuído positivamente para o desempenho da economia.

Deve-se ter em perspectiva que a recente reclassificação da dívida soberana brasileira por uma das principais agências de rating, afetando expectativas no curto prazo e custos no médio e longo prazos, implica custos maiores para os agentes econômicos e acrescenta prêmios de riscos que tornam mais lenta a recuperação da confiança e, conseqüentemente, a retomada de atividade. Nesse contexto, a continuidade dos ajustes macroeconômicos em curso e a implementação tempestiva de seu componente fiscal, para reduzir incertezas e prêmios de riscos, tornam-se essenciais para fortalecer fundamentos econômicos e gerar condições adequadas à recuperação da confiança dos consumidores e empresários para a recuperação da atividade.

Contribuição de índices de confiança do consumidor para previsão de indicadores de consumo

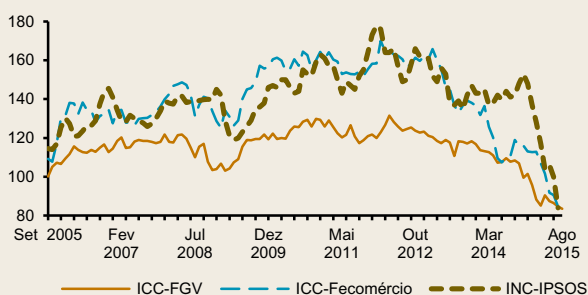
Índices de confiança são considerados, com frequência, indicadores antecedentes da atividade econômica. Nesse sentido, a evolução dos índices de confiança do consumidor, que captam a percepção dos indivíduos a respeito da situação econômica atual e futura, poderia auxiliar na previsão do consumo das famílias e das vendas ao comércio.

No Brasil, diversos indicadores de confiança do consumidor atingiram os menores valores históricos nos últimos meses (Gráfico 1), trajetória consistente com a retração do consumo das famílias e das vendas ao varejo nos dois primeiros trimestres do ano.

A correlação entre índices de confiança do consumidor e indicadores de consumo não é elevada no país, variando de 0,00 a 0,50, de acordo com o indicador considerado, o que, a princípio, reduz a efetividade de índices de confiança como antecedentes de consumo. Nesse sentido, vale mencionar que, de acordo com a teoria da renda permanente, valores passados da confiança (ou de qualquer outra variável) não deveriam ajudar a prever a trajetória futura do consumo (o que está de acordo com a baixa correlação entre as séries)¹. Contudo, distorções na economia real, tais como restrições ao crédito, poderiam comprometer a validade dessa hipótese, tornando útil o uso de indicadores de confiança para a previsão do consumo (mesmo na ausência de forte correlação entre os indicadores)².

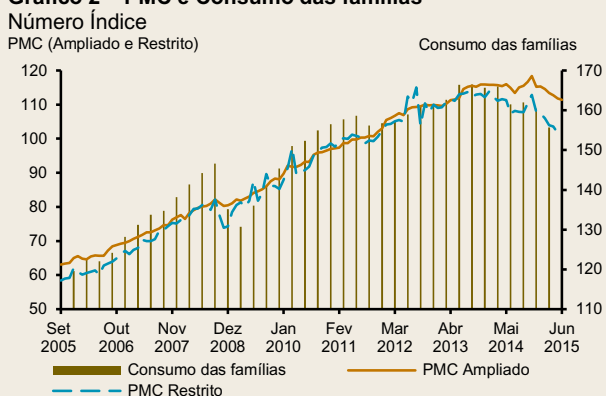
Nesse cenário, o objetivo deste box é investigar se os índices de confiança do consumidor disponíveis para o Brasil podem contribuir para melhorar as projeções das vendas no comércio, calculados pela Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia

Gráfico 1 - Índices de confiança do consumidor
Número Índice



Fonte: FGV, Fecomércio SP e ACSP/Ipsos

Gráfico 2 – PMC e Consumo das famílias



Fonte: IBGE

1/ Ver Berry & Davey (2014)

2/ Ainda mais se considerado que valores contemporâneos dos índices de confiança estão disponíveis antes das estatísticas de consumo.

3/ Trabalho semelhante foi realizado no box "Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança", de dezembro de 2013. No entanto, no referido trabalho, apenas o poder preditivo do índice de confiança do consumidor da FGV (além de seus componentes) foi testado. O tamanho da amostra disponível para a realização dos testes também era menor, o que explica, além de diferenças metodológicas, os diferentes resultados obtidos.

e Estatística (IBGE); e do consumo das famílias no Produto Interno Bruto (PIB) (Gráfico 2)³.

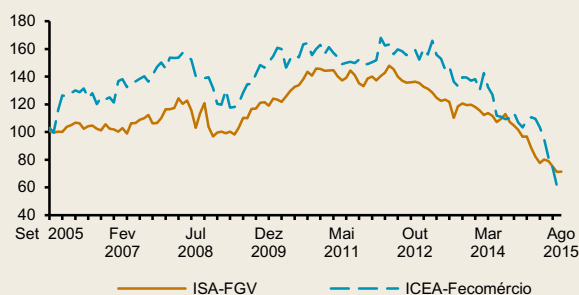
A metodologia utilizada consistiu na comparação do poder preditivo de um modelo autoregressivo univariado⁴ com o poder preditivo de um modelo semelhante, contendo, também, um índice de confiança do consumidor como variável explicativa. As estimações foram obtidas usando janelas móveis crescentes e a escolha do modelo se baseou em um critério de informação bayesiano⁵.

A partir de previsões contemporâneas e um passo à frente, foram obtidos os erros percentuais absolutos médios das projeções de cada especificação⁶ e, em seguida, computada a estatística de Diebold e Mariano (1995)⁷ para testar a capacidade preditiva dos modelos.

Foram testados, em termos de poder preditivo, os índices de confiança do consumidor calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), cuja série tem início em setembro de 2005 e possui como componentes o Indicador de Situação Atual (ISA-FGV) e o Índice de Expectativas (IE-FGV); pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomércio SP), com dados a partir de junho de 1994, composto pelos componentes Índice das Condições Econômicas Atuais (ICEA) e Índice das Expectativas do Consumidor (IEC); e pelo Índice Nacional de Confiança – INC (Associação Comercial de São Paulo – ACSP/Ipsos)⁸. A evolução dos componentes dos indicadores da FGV e da Fecomércio encontram-se nos Gráficos 3 e 4.

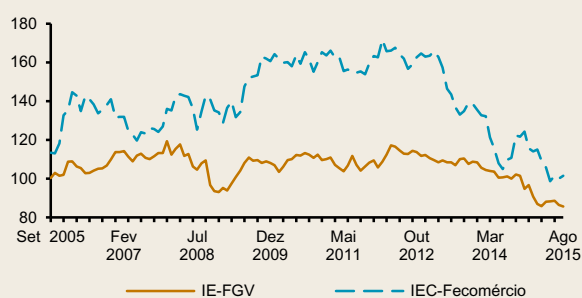
Os resultados obtidos com os testes de Diebold e Mariano (1995) para cada um dos índices de confiança encontram-se na Tabela 1. Há evidências de que o índice de confiança do consumidor da Fecomércio melhora as previsões contemporâneas da PMC restrita, assim como o verificado com o uso de seu componente de situação

Gráfico 3 - Índices de situação atual
Número Índice



Fonte: FGV, Fecomércio SP

Gráfico 4 - Índices de expectativas
Número Índice



Fonte: FGV, Fecomércio SP

4/ Modelos univariados mensais com início em janeiro de 2003 foram estimados para captar a variação da PMC restrita e ampliada, enquanto modelos univariados trimestrais buscaram explicar a variação do consumo das famílias a partir do primeiro trimestre de 1996.

5/ Todos os modelos foram estimados com as variáveis dependentes e explicativas em primeiras diferenças. A constante foi preservada em todos os modelos. Nos modelos trimestrais com variáveis explicativas, utilizou-se a média trimestral dos índices de confiança como variáveis explicativas. Importante notar que o uso de diferentes especificações pode levar a resultados distintos dos apresentados por este boxe.

6/ Os erros percentuais absolutos médios foram computados a partir de meados de 2010, o que garantiu que todos os modelos mensais tivessem ao menos 50 observações e que todos os modelos trimestrais contassem com, no mínimo, 20 observações.

7/ A estatística foi calculada levando em consideração o critério de Newey-West, que busca corrigir a correlação entre os resíduos do modelo.

8/ Os índices e seus componentes foram dessazonalizados pelo método X-12 ARIMA. Os índices de confiança da FGV são divulgados dessazonalizados.

atual (ICEA). Observa-se, também, que a inclusão do componente de situação atual da FGV (ISA-FGV) nos modelos univariados ajuda reduzir os erros de projeções contemporâneas do consumo das famílias no PIB.

A Tabela 1 mostra, ainda, que previsões um passo à frente para a PMC restrita podem melhorar se utilizadas as informações contidas no índice de confiança da Fecomércio e em seu componente de expectativas (IEC).

Tabela 1 – Resultados dos testes de capacidade preditiva^{1/}

	PMC Restrita	PMC Ampliada	Consumo das famílias
Previsão contemporânea			
FGV			
ICC	-	-	-
ISA	-	-	XX
IE	-	-	-
Fecomércio			
ICC	X	-	-
ICEA	X	-	-
IEC	-	-	-
IPSOS			
INC	-	-	-
Previsão 1 passo a frente			
FGV			
ICC	-	-	-
ISA	-	-	-
IE	-	-	-
Fecomércio			
ICC	XX	-	-
ICEA	-	-	-
IEC	XX	-	-
IPSOS			
INC	-	-	-

^{1/} **X** indica diferença significativa ao nível de 10%; **XX** indica diferença significativa ao nível de 5% e "-" indica ausência de significância a 10%

Conclui-se, em resumo, que índices de confiança do consumidor podem contribuir para melhorar a previsão de indicadores de consumo apesar da baixa correlação entre as séries. O índice de confiança da Fecomércio SP, por exemplo, contribui para reduzir de maneira estatisticamente significativa os erros percentuais absolutos médios das previsões contemporâneas e um passo à frente da PMC restrita, enquanto o componente de situação atual do índice de confiança da FGV melhora

as projeções contemporâneas do consumo das famílias no PIB. Estes resultados sugerem que a recuperação do consumo deverá vir atrelada à retomada da confiança do consumidor, dentre outros fatores.

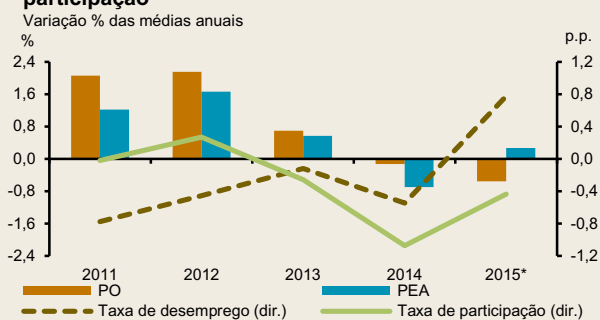
Referências

DIEBOLD, F. X.; MARIANO, R. S. (1995). Comparing Predictive Accuracy. *Journal of Business & Economic Statistics*, 13, 253-263.

BERRY, S.; DAVEY, M. (2014). How should we think about consumer confidence? Bank of England.

Efeito da demografia sobre a taxa de participação

Gráfico 1 – PO, PEA, taxa de desemprego e taxa de participação^{1/}



A taxa de desemprego, após apresentar trajetória decrescente do final de 2012 ao final de 2014 (Gráfico 1), evolução decorrente de variações mais elevadas na população ocupada (PO) do que na população economicamente ativa (PEA), aumentou no decorrer de 2015. Ressalte-se que essa reversão repercute, em grande parte, a trajetória da taxa de participação (TP)¹ – razão entre a PEA e população em idade ativa (PIA) – que registrou tendência declinante entre os finais de 2012 e de 2014, e recuperação no decorrer de 2015².

Nesse cenário, o objetivo deste box é identificar de que maneira a variação da TP é determinada por alterações nas taxas de participação de cada faixa etária (TPF) e na composição da PIA.

A composição da PIA alterou-se entre dezembro de 2012 e dezembro de 2014, com destaque para o recuo de 3,3 p.p. na parcela de indivíduos entre 10 e 39 anos e o aumento de 2,9 p.p. na relativa a indivíduos com 60 anos ou mais. Como o primeiro grupo caracteriza-se por apresentar TPF mais elevada, esta alteração na composição da PIA tende a reduzir a TP.

Tabela 1 – Variação na composição da PIA

	(%)					
	10-39	10-17	18-24	25-39	Total	40-49
Parcela da PIA em dez/2012 (%)	13,4	12,2	27,0	52,5	30,5	17,0
Parcela da PIA em dez/2014 (%)	12,0	11,3	25,9	49,2	30,9	19,9
Variação da parcela da PIA (p.p.)	-1,4	-0,9	-1,0	-3,3	0,3	2,9
Taxa de participação média ^{1/} (%)	7,5	67,4	82,8	60,5	72,0	21,0

Fonte: PME/IBGE.

1/ Média aritmética dos valores em dez/12 e dez/14.

1/ Aspectos relacionados à TP foram discutidos no box “Evolução da Participação dos Estudantes no Mercado de Trabalho”, divulgado no Boletim Regional de junho de 2014.

2/ O recuo observado na TP até o final de 2014 é atribuído, em parte, aos impactos, sobre o ingresso de jovens na PEA, do aumento da renda familiar - decorrente das condições favoráveis no mercado de trabalho na última década - e do incentivo ao acesso a ensino técnico e superior por meio de programas governamentais. Essa argumentação é sustentada pelo crescimento médio de 3,3% a.a. no rendimento médio real habitualmente recebido no trabalho principal e pelo aumento expressivo do número de matrículas no ensino superior registrados na década encerrada em dezembro de 2014.

Para quantificar as contribuições de alterações nas TPF e na composição da PIA para a variação da TP, foi realizado o exercício a seguir. Dividindo-se a população em n faixas etárias, tais que $PO = \sum_{i=1}^n PO_i$, $PEA = \sum_{i=1}^n PEA_i$ e $PIA = \sum_{i=1}^n PIA_i$, a TP pode ser escrita como o somatório do produto das TPF por sua participação na PIA³:

$$TP = \sum_{i=1}^n TP_i \frac{PIA_i}{PIA}$$

Desta forma, a variação infinitesimal da taxa de participação pode ser decomposta como segue:

$$dTP = \sum_{i=1}^n \frac{PIA_i}{PIA} dTP_i + \sum_{i=1}^n TP_i d\left(\frac{PIA_i}{PIA}\right)$$

Como os dados da PME são disponibilizados em frequência mensal, a variação da taxa de participação entre dois meses é aproximadamente⁴:

$$\Delta TP = \sum_{i=1}^n \frac{PIA_{i,t}}{PIA_t} \Delta TP_i + \sum_{i=1}^n TP_{i,t} \Delta\left(\frac{PIA_i}{PIA}\right)$$

O primeiro termo quantifica a parcela da variação da TP explicada por variações nas TPF (efeito TPF), e o segundo permite que se mensure a parcela da variação da TP associada a alteração na composição da PIA (efeito PIA).

A utilização da equação acima permite identificar, portanto, que da retração de 2,1 p.p. observada na TP de dezembro de 2012 a dezembro de 2014, 1,4 p.p. decorreu do efeito TPF e 0,7 p.p., do efeito PIA (Tabela 2).

As categorias de 18 a 24 anos e de 25 a 39 anos, que representavam, em conjunto, 39,1% da PIA em dezembro de 2012, exerceram os impactos mais acentuados para o recuo da TP no período. A contribuição da primeira faixa atingiu -1,1 p.p., repercutindo efeitos PIA e TPF de -0,6 p.p. e -0,5 p.p., respectivamente. A contribuição de -1,0 p.p. registrada na faixa de 25 a 39 anos refletiu, em especial o efeito PIA (-0,9 p.p.).

3/ $TP = \frac{PEA}{PIA} = \frac{\sum_{i=1}^n PEA_i}{\sum_{i=1}^n PIA_i} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{PEA_i}{PIA_i} PIA_i}{\sum_{i=1}^n PIA_i} = \sum_{i=1}^n TP_i \frac{PIA_i}{PIA}$

4/ $\Delta X = X_{t+1} - X_t$, para qualquer variável X.

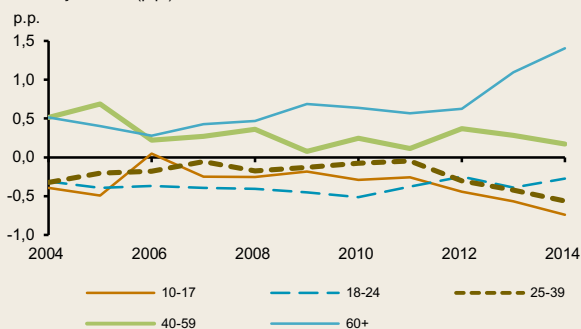
Tabela 2 – Decomposição da variação da taxa de participação (dez/2012 a dez/2014)

	(%)											
	10-17			18-24			25-39			40-49	60+	Total
	Estuda	Não estuda	Total	Estuda	Não estuda	Total	Estuda	Não estuda	Total			
Valores em dezembro de 2012 (%)												
Fração da PIA	12,4	1,0	13,4	4,0	8,2	12,2	2,0	25,0	27,0	30,5	17,0	100,0
Fração da PIA no grupo	92,8	7,2	100,0	32,9	67,1	100,0	7,2	92,8	100,0	100,0	100,0	100,0
TP	6,5	34,8	8,5	54,8	76,9	69,6	80,3	83,3	83,1	72,0	22,2	57,8
Valores em dezembro de 2014 (%)												
Fração da PIA	11,2	0,8	12,0	3,9	7,4	11,3	2,0	24,0	25,9	30,9	19,9	100,0
Fração da PIA no grupo	93,3	6,7	100,0	34,3	65,7	100,0	7,5	92,5	100,0	100,0	100,0	100,0
TP	4,9	28,8	6,5	49,0	73,6	65,2	77,9	82,8	82,5	72,0	19,7	55,7
Variação (p.p.)												
Fração da PIA	-1,2	-0,2	-1,4	-0,1	-0,7	-0,9	0,0	-1,0	-1,0	0,3	2,9	0,0
Fração da PIA no grupo	0,5	-0,5	0,0	1,4	-1,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
TP	-1,6	-6,0	-2,0	-5,8	-3,3	-4,5	-2,5	-0,5	-0,7	0,1	-2,5	-2,1
Decomposição da variação da taxa de participação (p.p.)												
Efeito variação da fração da PIA	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	0,0	-0,9	-0,9	0,2	0,6	-0,7
Efeito variação da TP	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-1,4
Efeito total	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,8	-1,1	-0,1	-1,0	-1,0	0,3	0,2	-2,1

Fonte: PME/IBGE

Gráfico 2 - Composição da PIA

Variação anual (p.p.)



Fonte: PME/IBGE

A categoria de 10 a 17 anos foi responsável por recuo de 0,4 p.p. na TP, com destaque para a contribuição de -0,3 p.p. do efeito TPF. Interessante observar que a contribuição da categoria de 60 anos ou mais foi positiva (0,2 p.p.), apesar do recuo, de 22,2% para 19,7% (contribuição de -0,5 p.p.), na respectiva TPF, resultado do aumento da participação deste grupo na PIA, de 17% para 19,9%, no período. De fato, a evolução da composição da PIA (Gráfico 2) evidencia que a participação da categoria de indivíduos com 60 anos ou mais no total cresceu acentuadamente a partir do final de 2012.

A TP aumentou de 55,7%, em dezembro de 2014, para 56,1%, em julho de 2015, evolução associada, em especial, ao comportamento da categoria de indivíduos de 60 anos ou mais (Tabela 3). A participação da categoria na PIA cresceu de 19,9% para 20,5%, no período, e a respectiva TPF aumentou 1,5 p.p., para 21,2%, determinando efeitos PIA e TPF de 0,1 p.p. e 0,3 p.p., respectivamente.

Tabela 3 – Decomposição da variação da taxa de participação (dez/2014 a jul/2015)

	10-17	18-24	25-39	40-49	60+	Total	(%)
Valores em dezembro de 2014 (%)							
Fração da PIA	12,0	11,3	25,9	30,9	19,9	100,0	
TP	6,5	65,2	82,5	72,0	19,7	55,7	
Valores em julho de 2015 (%)							
Fração da PIA	11,5	11,1	25,6	31,2	20,5	100,0	
TP	7,9	65,7	82,2	71,8	21,2	56,1	
Variação (p.p.)							
Fração da PIA	-0,4	-0,2	-0,3	0,4	0,6	0,0	
TP	1,4	0,5	-0,2	-0,2	1,5	0,4	
Decomposição da variação da taxa de participação (p.p.)							
Efeito variação da fração da PIA	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,1	0,0	
Efeito variação da TP	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,4	
Efeito total	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,4	0,4	

Fonte: PME/IBGE

Em linhas gerais, o boxe evidenciou que um terço da retração de 2,1 p.p. registrada pela TP do final de 2012 ao final de 2014 esteve associado ao efeito composição da PIA, com recuos nas participações de categorias com TPF mais elevadas. Em 2015, o efeito composição foi nulo, e o aumento da TP refletiu, especialmente, a TPF da categoria de indivíduos de 60 anos ou mais, o que contribuiu para a aceleração do ritmo de crescimento da taxa de desemprego.

Projeção para o PIB dos próximos 4 trimestres e revisão de 2015

Este boxe atualiza as projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2015 e nos quatro trimestres encerrados em junho de 2016, considerando sua evolução no primeiro semestre do ano e indicadores recentes sobre a atividade econômica.

Revisão da projeção para 2015

A projeção para o crescimento do PIB em 2015, incorporando os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o segundo trimestre do ano e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso, foi revisada de -1,1%, no Relatório anterior, para -2,7%.

A produção agropecuária deverá crescer 2,6%, ante estimativa anterior de 1,9%, repercutindo revisão do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola, do IBGE, referente ao mês de agosto. A projeção para o desempenho da indústria recuou de -3% para -5,6%, reflexo de reduções nas estimativas para a indústria de transformação, de -6% para -8,2%; e para a construção civil, de -3,3% para -7,8%, consistente com a redução do emprego no setor, os impactos de eventos não econômicos e a retração na produção de insumos típicos da construção.

A produção do setor de serviços deverá recuar 1,6% (-0,8% na estimativa anterior), ressaltando-se as revisões nas atividades comércio, -3,8 p.p., e transporte, armazenagem e correio, -2,2 p.p. No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressaltou-se a redução, de -0,5% para -2,4%, na projeção para o Consumo das Famílias, em ambiente de piora no mercado de trabalho e manutenção da confiança do consumidor em patamares reduzidos. Destaque-se, adicionalmente, a redução na estimativa para a variação da Formação Bruta de Capital Fixo, de -7% para -12,3%, revisão compatível com a perda de dinamismo da construção civil e da produção de bens de capital.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2015		2016
	II Trí	IV Trí ^{1/}	II Trí ^{1/}
Agropecuária	1,6	2,6	1,9
Indústria	-2,9	-5,6	-5,0
Extrativa mineral	10,4	6,1	2,3
Transformação	-6,1	-8,2	-6,1
Construção civil	-4,7	-7,8	-8,4
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	-7,4	-6,8	-2,8
Serviços	-0,5	-1,6	-1,2
Comércio	-4,6	-6,7	-5,0
Transporte, armazenagem e correio	-1,8	-5,0	-3,4
Serviços de informação	2,6	1,2	0,8
Interm. financeira e serviços relacionados	-0,1	-1,1	-1,4
Outros serviços	-0,2	-1,8	-1,1
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	2,5	2,0
Administração, saúde e educação públicas	-0,1	-0,4	-0,1
Valor adicionado a preços básicos	-1,0	-2,3	-1,9
Impostos sobre produtos	-2,8	-4,9	-4,1
PIB a preços de mercado	-1,2	-2,7	-2,2
Consumo das famílias	-0,6	-2,4	-1,8
Consumo do governo	-0,3	-1,4	-0,7
Formação Bruta de Capital Fixo	-7,9	-12,3	-12,1
Exportação	1,0	8,0	7,0
Importação	-4,7	-10,7	-9,3

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações foi revista em 2,5 p.p., para 8%, e a das importações, em -4,7 p.p., para -10,7%, evolução consistente com o cenário de desaceleração do consumo e depreciação cambial.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2015 é estimada em -5,1 p.p. e a do setor externo, em 2,4 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2016 é estimado em -2,2%, patamar 1 p.p. inferior ao observado, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre deste ano (Tabela 1).

A produção agropecuária deverá aumentar 1,9%, ante 1,6% no período de quatro trimestres finalizado em junho de 2015.

A produção da indústria deverá recuar 5% (-2,9% no intervalo de quatro trimestres terminado em junho de 2015), reflexo de reduções de 6,1% na indústria de transformação e de 8,4% na construção civil. Esse cenário é compatível com a trajetória recente da demanda interna, impactada pelo patamar reduzido dos indicadores de confiança e pela piora nas condições do mercado de crédito. A produção da indústria extrativa mineral deverá aumentar 2,3%, ante 10,4% no período de quatro trimestres finalizado em junho de 2015, resultado influenciado pela expectativa de desaceleração, neste horizonte, nas produções de petróleo e de minério de ferro.

O setor terciário deverá recuar 1,2% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2016 (-0,5%, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre de 2015), destacando-se as projeções de retrações para as atividades comércio (5%) e transporte (3,4%).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projetam-se recuos de 1,8% para o consumo das famílias (-0,6% no intervalo de quatro trimestres finalizado em junho de 2015); de 0,7% para o consumo do governo, consistente com o ajuste fiscal em curso; e de 12,1% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), consistente com o desempenho da indústria de

transformação e da construção civil. As exportações e as importações de bens e serviços devem variar 7% e -9,3%, respectivamente, no período. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas, na ordem, em -4,4 p.p. e 2,2 p.p.

Os índices de preços ao produtor arrefeceram no trimestre encerrado em agosto, repercutindo, em parte, a moderação da atividade, a menor propensão de repasse da depreciação cambial para os preços de produtos industriais e o comportamento favorável dos preços de importantes itens agrícolas. Em congruência com esse processo, a inflação ao consumidor começou a mostrar desaceleração no período. Se considerados intervalos de doze meses, os preços ao consumidor seguiram em elevação, evolução que reflete, fundamentalmente, os processos de ajustes de preços relativos na primeira metade de 2015 – preços domésticos em relação aos internacionais e preços administrados em relação aos livres – em curso na economia.

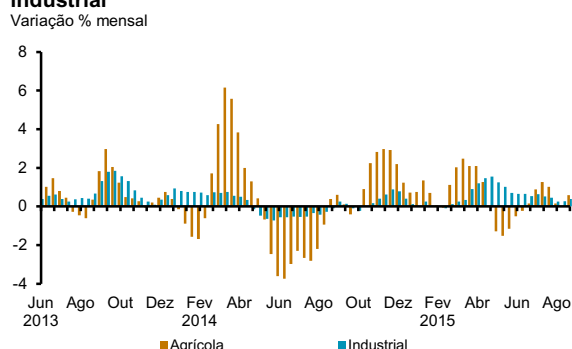
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,92	0,40	0,68	0,58	0,40
IPA	1,11	0,19	0,43	0,61	0,44
IPC-Br	0,61	0,72	0,82	0,53	0,22
INCC	0,46	0,95	1,84	0,55	0,59

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,68% no trimestre terminado em agosto (2,55% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,56% para 1,49%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,76% para 1,58%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 2,04% para 3,00%.

A desaceleração do IPA repercutiu o recuo, de 3,18% para 1,38%, na variação dos preços dos produtos industriais (produtos químicos, de 7,91% para 2,16%; metalurgia básica, de 3,89% para -2,34%) e o aumento, de 0,96% para 1,76%, nos preços dos produtos agropecuários (soja, de 4,08% para 13,01%; milho, de -7,15% para 4,38%; aves, -2,89% para 10,69%). Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários e industriais aumentaram 10,45% e 5,94%, respectivamente, em agosto (2,75% e 3,50%, na ordem, em maio).

A desaceleração do IPC no trimestre decorreu, sobretudo, do arrefecimento nas variações dos preços de hortaliças e legumes (de 17,02% para -9,58%) e na tarifa de eletricidade (de 25,88% para 3,01%). A evolução do INCC refletiu aumento na variação dos preços de mão-de-obra (de 1,83% para 5,01%) e recuo na dos preços de materiais e serviços (de 2,28% para 0,76%).

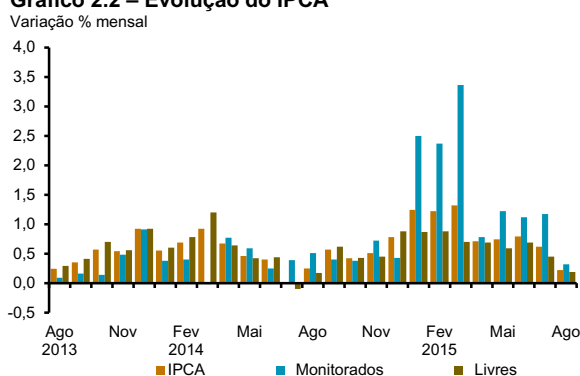
2.2 Índices de preços ao consumidor

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	0,71	0,74	0,79	0,62	0,22
Livres	0,69	0,59	0,69	0,45	0,19
Comercializáveis	0,63	0,79	0,68	0,50	0,42
Não comercializáveis	0,74	0,42	0,69	0,40	-0,01
Serviços	0,72	0,20	0,79	0,54	0,32
Monitorados	0,78	1,22	1,12	1,17	0,32

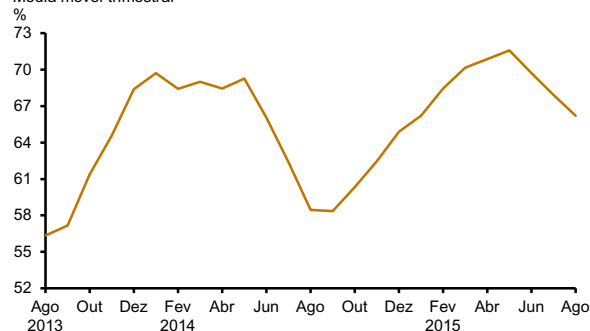
Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



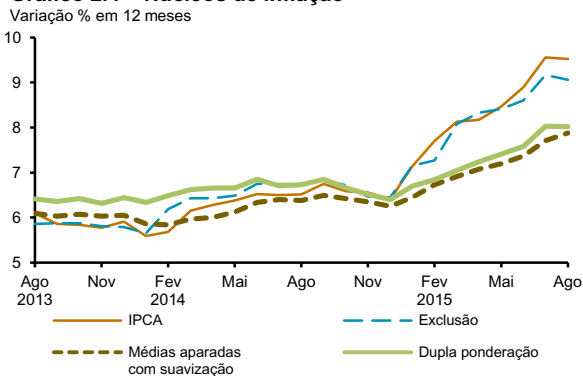
Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA
Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação



Fontes: IBGE e Banco Central

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 1,64% no trimestre encerrado em agosto (2,79% no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços monitorados (de 5,44% para 2,63%) e dos livres (de 1,99% para 1,34%). Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 8,47%, em maio, para 9,53%, em agosto, reflexo de acelerações dos preços monitorados, de 14,09% para 15,75%, e dos livres, de 6,82% para 7,70%

A evolução trimestral dos preços livres repercutiu recuos nas variações dos preços dos bens comercializáveis (de 2,00% para 1,61%), com destaque para o arrefecimento no grupo vestuário; e dos não comercializáveis (de 1,98% para 1,08%), com ênfase para a menor variação dos preços do alimentos in natura.

A redução na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto de menores reajustes nos itens tarifas de energia elétrica residencial e produtos farmacêuticos, mitigado parcialmente pelos aumentos nos itens taxa de água e esgoto, jogos de azar e telefone fixo.

Os preços dos serviços aumentaram 1,66% no trimestre encerrado em agosto (1,51% no finalizado em maio), com destaque para a elevação nas passagens aéreas e para o arrefecimento nos preços da alimentação fora do domicílio. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 8,24% em agosto (8,23% em maio).

A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 66,22% no trimestre encerrado em agosto (71,58% e 58,44%, na ordem, nos finalizados em maio de 2015 e em agosto de 2014).

2.3 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 1,93% no trimestre encerrado em agosto (2,73% no finalizado em maio). Em doze meses, a variação do núcleo atingiu 9,06% em agosto (8,41% em maio).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,43% (1,50% no trimestre terminado em maio). Em doze meses até agosto, o indicador acumulou expansão de 6,84% (6,52% em maio).

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2015					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,71	0,74	0,79	0,62	0,22	7,06
Livres	76,21	0,69	0,59	0,69	0,45	0,19	5,17
Monitorados	23,79	0,78	1,22	1,12	1,17	0,32	13,54
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,59	0,08	2,25	0,86	0,96	6,88
Ônibus urbano	2,61	0,00	0,30	0,40	0,00	0,60	13,37
Água e esgoto	1,37	0,61	1,23	4,95	2,44	1,07	12,57
Plano de saúde	3,23	0,77	0,77	0,77	1,59	1,08	7,52
Gasolina	3,93	-0,67	0,23	-0,07	-0,29	0,67	9,65
Pedágio	0,11	0,00	-0,07	-0,41	2,69	2,04	4,48
Remédios	3,31	3,27	1,64	0,64	0,21	-0,11	6,13
Energia elétrica	3,89	1,31	2,77	0,06	4,17	-0,42	47,32
Gás veicular	0,11	0,67	0,85	1,24	2,65	2,56	10,71
Gás de bujão	1,09	1,05	1,31	0,21	-0,04	-0,44	4,06
Óleo diesel	0,15	-0,14	-0,02	0,31	-0,25	0,03	7,44

Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,71	0,74	0,79	0,62	0,22
Exclusão ^{1/}	0,61	0,31	0,68	0,41	0,33
Exclusão ^{2/}	0,75	0,62	0,89	0,71	0,32
Médias aparadas com suavização	0,72	0,75	0,72	0,67	0,56
Médias aparadas sem suavização	0,70	0,62	0,62	0,55	0,42
Dupla ponderação	0,74	0,66	0,77	0,63	0,43
IPC-Br (cheio)	0,61	0,72	0,82	0,53	0,22
Médias aparadas	0,68	0,69	0,71	0,58	0,58

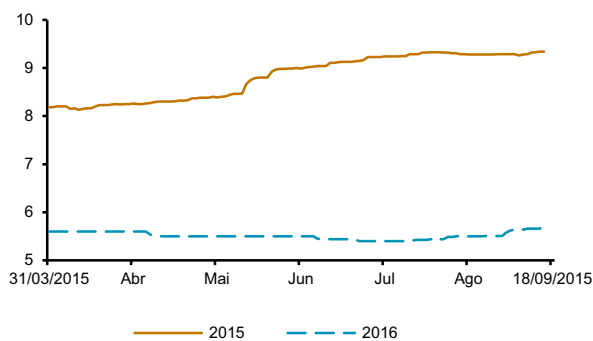
Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

2/ Itens excluídos: 10 itens da alimentação no domicílio e combustíveis (domésticos e veículos).

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)



1/ 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.

2/ 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.

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização¹ variou 1,96% no trimestre finalizado em agosto, ante 2,25% no encerrado em maio, e o sem suavização, 1,60% e 2,06%, respectivamente. Considerados períodos de doze meses, estes núcleos variaram, na ordem, 7,88% e 7,15% em agosto (7,20% e 6,58%, respectivamente, em maio).

O núcleo de dupla ponderação² aumentou 1,84% no trimestre finalizado em agosto (2,20% no encerrado em maio). Em doze meses, o indicador variou 8,02% em agosto (7,41% em maio).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,88% no trimestre finalizado em agosto (2,04% no terminado em maio). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 7,55% em agosto e 6,96% em maio.

2.4 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado, de 18 de setembro, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2015 aumentou de 9,01%, ao final de junho, para 9,34%, e a mediana das projeções para 2016 passou de 5,50% para 5,70%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – recuou de 5,92%, em 30 de junho, para 5,82%.

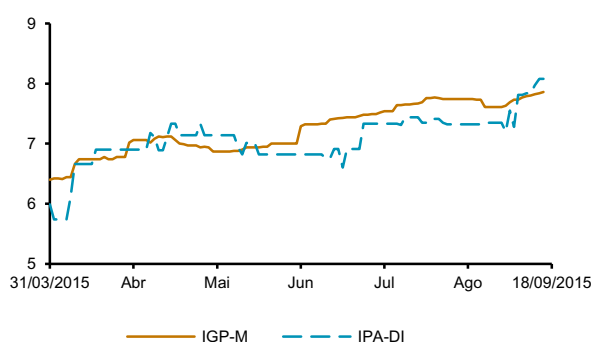
As medianas das estimativas para as variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2015 e em 2016 situaram-se, na ordem, em 7,86% e 5,76% em 18 de setembro (7,32% e 5,50%, respectivamente, ao final de junho), e as relativas ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 8,08% e 6,22% (6,82% e 5,50%, respectivamente, ao final de junho).

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2015 e em 2016 atingiram, na ordem, 15,20% e 5,91% em 18 de setembro (14,70% e 5,96%, respectivamente, em 30 de junho).

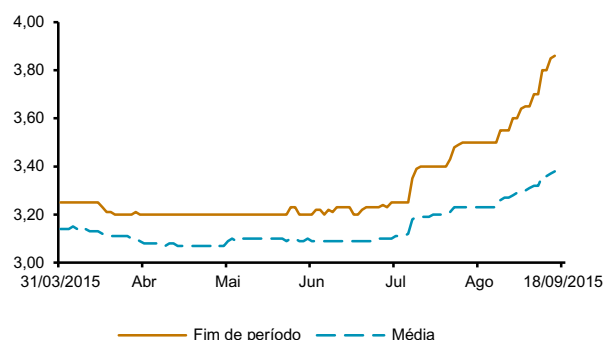
As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2015 e de 2016 atingiram, na ordem, R\$3,86/US\$ e R\$4,00/US\$ em 18 de setembro (R\$3,22/US\$ e R\$3,40/US\$), respectivamente, ao final de junho).

Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	31/03/2015		30/06/2015		18/09/2015	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Em percentual						
IPCA	8,18	5,60	9,01	5,50	9,34	5,70
IGP-M	6,40	5,50	7,32	5,50	7,86	5,76
IPA-DI	5,99	5,90	6,82	5,50	8,08	6,22
Preços administrados	13,00	5,50	14,70	5,96	15,20	5,91
Selic (fim de período)	13,25	11,50	14,50	12,00	14,25	12,25
Selic (média do período)	13,16	11,90	13,72	13,36	13,63	13,38
PIB	-1,00	1,18	-1,50	0,50	-2,70	-0,80
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,25	3,30	3,22	3,40	3,86	4,00
Câmbio (média do período)	3,14	3,22	3,09	3,30	3,38	3,91

As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2015 e de 2016 situaram-se, na ordem, em R\$3,38/US\$ e R\$3,91/US\$ (R\$3,09/US\$ e R\$3,30/US\$, respectivamente, em 30 de junho).

2.5 Conclusão

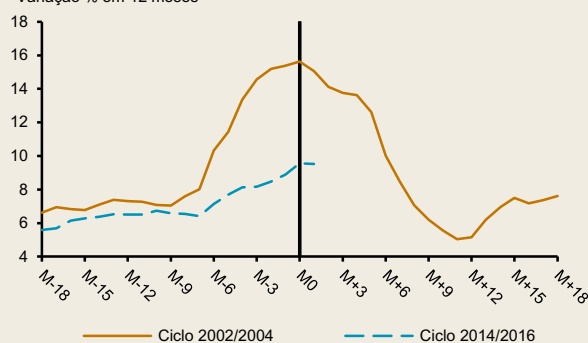
As taxas mensais de inflação ao consumidor desaceleraram no trimestre encerrado em agosto, refletindo, em grande parte, o esgotamento de pressões provenientes dos preços de alimentos e das tarifas de eletricidade residencial. No entanto, em doze meses, a inflação medida pelo IPCA manteve-se acima do limite superior da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no âmbito do regime de metas para a inflação.

Prospectivamente, ainda que a recente depreciação cambial represente risco relevante, o arrefecimento dos preços monitorados e os efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas devem se traduzir em trajetória mais benigna dos preços ao consumidor, o que se reflete na redução da inflação projetada doze meses a frente e na expectativa para a inflação em 2016, que segue cerca de 3,6 p.p. abaixo da de 2015.

Comparação dos ciclos de desinflação

Gráfico 1 – IPCA (POF 2009)

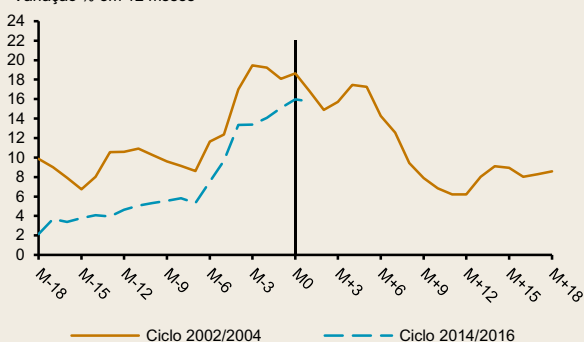
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2 – Administrados (POF 2009)

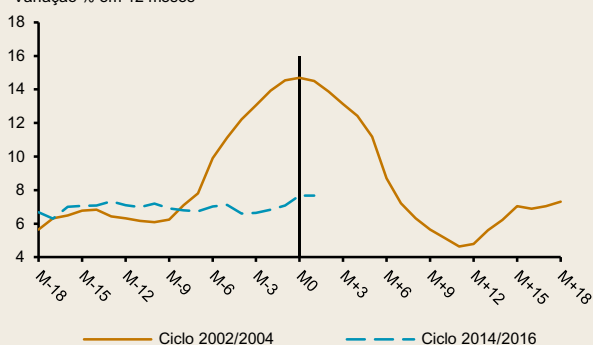
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 3 – Livres (POF 2009)

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

A inflação ao consumidor, medida em doze meses, atingiu o ponto de máximo dos últimos dez anos no segundo semestre de 2015, e deverá recuar aproximadamente 5 p.p. no próximo ano para assegurar sua convergência para a meta ao final de 2016. Esse cenário suscita comparação com o ciclo de desinflação ocorrido em 2002/2004, quando houve redução superior a 10 p.p. nos quatro trimestres posteriores ao pico. Nesse sentido, este box compara as principais características dos dois processos de desinflação.

A trajetória dos ciclos mencionados encontra-se no Gráfico 1, no qual o ponto de referência M0 representa os picos nos respectivos ciclos, considerando dados ocorridos: julho de 2015 e maio de 2003¹. No ciclo 2002/2004, a inflação em doze meses passou de 7,0%, em agosto de 2002, para 15,6%, em maio de 2003, influenciada pela depreciação do real no segundo semestre de 2002. Após o pico, a inflação recuou 10,6 p.p. nos onze meses seguintes, situando-se em 5,0% em abril de 2004. No atual ciclo, a aceleração da inflação anual teve duração similar, mas com intensidade menor, passando de 6,41%, em dezembro de 2014, para 9,56%, em julho de 2015.

A desagregação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em preços livres e monitorados (Gráficos 2 e 3) ajuda a explicar a diferença da evolução dos dois ciclos. Enquanto o aumento da inflação de preços administrados foi similar nos dois períodos, da ordem de 10 p.p., a inflação dos preços livres acelerou 8,6 p.p. no ciclo passado e manteve-se relativamente estável no atual ciclo.

A distinção entre a evolução dos preços livres nos dois ciclos repercutiu, em especial, o impacto mais acentuado do repasse cambial no ciclo 2002/2004, quando a depreciação

1/ Para evitar que eventuais efeitos de mudanças de pesos afetem a comparação da inflação nos dois períodos, utilizou-se a série histórica do IPCA recalculada com a estrutura de ponderação da POF 2009, implementada em janeiro de 2012. A esse respeito, ver o box “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e das Classificações do IPCA”, divulgado no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

do real atingiu cerca de 60%. No atual ciclo, um conjunto de fatores contribuiu para que a depreciação – também expressiva – do real não impactasse significativamente os preços livres. Nesse sentido, ressaltam-se as contribuições da perda de dinamismo da atividade interna, da menor variação da taxa de câmbio efetiva em relação à da taxa R\$/US\$, da tendência declinante dos preços internacionais das *commodities* e da postura mais restritiva da política monetária².

É importante destacar que a reversão do choque cambial condicionou, em grande medida, o processo de desinflação observado no primeiro ciclo. De fato, quando a variação anual do IPCA atingiu o pico (15,6%), em maio de 2003, mais da metade do choque cambial já havia sido revertido, o que favoreceu o processo de desinflação nos meses seguintes (Gráfico 4).

No atual ciclo, em que a depreciação do real não registrou impacto inflacionário acentuado, a trajetória da taxa de câmbio não mostra sinais de reversão, conforme expectativas de mercado para o horizonte relevante³. Mesmo sem perspectiva de contribuição do câmbio, a mediana das expectativas de mercado indica que a variação anual do IPCA atingiria 5,5% ao final de 2016 (desinflação de 4,06 p.p., que representa cerca de 80% do necessário para assegurar a convergência da inflação para a meta). Em maio de 2003 (pico do ciclo 2002/2004), as expectativas⁴ sinalizavam desinflação de 9,0 p.p. (de 17,2% para 8,2%) para os doze meses seguintes – cerca de 75% da desinflação de 12 p.p. que realmente ocorreu (Gráfico 5)⁵.

Em síntese, a comparação apresentada neste boxe indica que a despeito da perspectiva de ausência de contribuição desinflacionária da taxa de câmbio no atual ciclo inflacionário, as expectativas de mercado indicam significativa redução da inflação em 2016. Nesse contexto, reforça-se a necessidade da política monetária manter-se vigilante com o propósito de garantir a convergência da inflação para o centro da meta no final de 2016.

Gráfico 4 – Taxa de câmbio e projeções

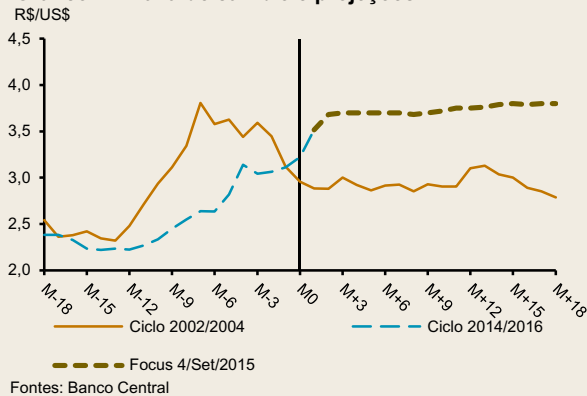
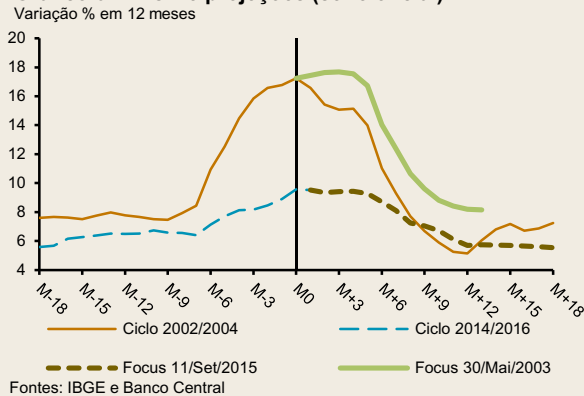


Gráfico 5 – IPCA e projeções (série oficial)



2/ Sobre a intensidade do repasse cambial no atual ciclo, ver os boxes “Repasse Cambial para Preços” e “Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial”, no Relatório de Inflação de março de 2015.

3/ De acordo com a Pesquisa Focus, do dia 11 de setembro de 2015.

4/ De acordo com a Pesquisa Focus do dia 30 de Maio de 2003.

5/ Para efeito de comparação com as expectativas inflacionárias da época, o cálculo de desinflação para o período 2002/2003 apresentado nesse parágrafo e no Gráfico 5 utilizou a série oficial do IPCA, diferentemente das demais referências ao ciclo passado ao longo do boxe que tiveram como base a série recalculada com a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009.

Impacto de choques de demanda e câmbio sobre a inflação de preços livres no Brasil

O real depreciou, em termos reais, 14,3% em relação ao dólar no primeiro trimestre de 2015, ressaltando-se que o impacto desse movimento sobre os preços internos foi estimado em cerca de metade do calculado para a depreciação observada em 2004/2005¹. O menor repasse cambial no período recente pode ser explicado, em grande parte, pela retração da atividade econômica; pela evolução dos preços das *commodities*; pela depreciação menos acentuada da taxa de câmbio real efetiva; e pela posição mais restritiva da política monetária.

Repetindo o movimento observado no início do ano, a taxa de câmbio real da moeda brasileira em relação ao dólar depreciou 13,5% de abril a agosto de 2015, destacando-se que a expectativa do mercado – fortalecida pela redução da nota de risco soberano para patamar inferior ao grau de investimento por importante agência de avaliação de risco no início de setembro – é de que o processo de depreciação do real persista nos próximos meses.

Nesse cenário, o boxe investiga como o desaquecimento da atividade econômica tem contribuído para mitigar os efeitos da depreciação do real sobre a inflação dos preços livres no Brasil, e calcula a contribuição de choques de demanda e câmbio para a variação estimada dos preços internos no segundo semestre de 2015.

Com esse objetivo, estimou-se um Vetor Autorregressivo (VAR) com restrição de sinal nas funções de impulso-resposta. Esta foi a estratégia de identificação utilizada para gerar choques exógenos com interpretação econômica direta².

Como variáveis endógenas do modelo de VAR estrutural, foram utilizados o hiato do Produto Interno Bruto (PIB);

1/ A esse respeito, ver os boxes "Repasse cambial para preços" e "Influência dos preços de *commodities* sobre o repasse cambial", divulgados no Relatório de Inflação de março de 2015.

2/ Importante notar que as restrições não impõem respostas aos choques; apenas selecionam modelos que são consistentes com as hipóteses de identificação. Ver Uhlig (2005) para maiores detalhes da metodologia de restrição de sinais.

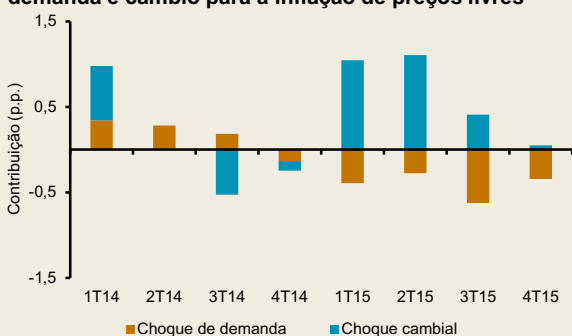
a variação trimestral da taxa de câmbio real; a variação trimestral da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic); e a variação trimestral da inflação de preços livres. Quatro defasagens foram utilizadas, garantindo a propagação dos choques³.

As hipóteses de identificação dos choques de demanda e câmbio foram baseadas no modelo macroeconômico clássico para economias abertas⁴, similar ao realizado por Peersman & Farrant (2006). As restrições de sinal foram impostas nas funções de impulso-resposta apenas até o segundo trimestre após a incidência dos choques e, após este período, puderam variar livremente.

O método de estimação envolveu um procedimento de Monte Carlo. De cerca de 700 mil respostas aos impulsos, geradas por meio de choques aleatórios, somente 200 foram selecionadas⁵. Com base nos valores medianos das funções de impulso-resposta que atenderam as restrições de sinais, foi possível calcular a decomposição da variância do erro de previsão e a decomposição histórica da variância de cada variável relativamente aos choques identificados.

Os resultados, baseados na decomposição da variância do erro de previsão, mostram que choques de demanda explicam mais a flutuação de curto prazo dos preços livres observada no período do que choques cambiais (34% contra 16%), o que se deve, possivelmente, à duração mais prolongada dos choques de demanda comparativamente aos cambiais.

Gráfico 1 - Contribuição acumulada de choques de demanda e câmbio para a inflação de preços livres



Outro resultado relevante é obtido com a decomposição histórica da variância. Com base na mediana das respostas, foi possível verificar como cada choque contribuiu para a evolução da inflação de preços livres em cada trimestre. O Gráfico 1, por exemplo, mostra a contribuição acumulada, em p.p., dos choques de demanda e de câmbio para a inflação de preços livres do primeiro trimestre de 2014 ao quarto trimestre de 2015. Importante notar que estes choques buscam explicar apenas a diferença entre a inflação observada e sua média incondicional durante o período da amostra.

3/ O VAR estrutural utilizou dados do primeiro trimestre de 1999 ao quarto trimestre de 2015. Dados de inflação e atividade referentes ao segundo semestre de 2015 vieram de projeções internas, enquanto as variações utilizadas para o câmbio real se basearam nas expectativas para câmbio da pesquisa Focus de 17 de setembro de 2015. Além das variáveis endógenas, foram utilizadas também uma constante e *dummies* sazonais.

4/ Variáveis econômicas de outras economias foram tomadas como dadas. Assim, sem perda de generalidade, considerou-se igual a zero a inflação, o hiato do PIB e a taxa de juros externa.

5/ As demais funções de impulso-resposta não atenderam as restrições de sinais impostas e, por isso, foram rejeitadas.

Nesse cenário, observa-se que choques de demanda contribuíram negativamente para a trajetória da inflação de preços livres no primeiro semestre de 2015. No mesmo período, choques cambiais impulsionaram para cima a trajetória da inflação. Em termos líquidos, a contribuição de choques cambiais foi superior à contribuição dos choques de demanda em cerca de 1,50 p.p. no semestre (de uma variação de 4,50% da inflação no mesmo período)⁶.

Para o segundo semestre de 2015, choques de demanda devem permanecer contribuindo para contrabalancear o impacto de choques cambiais sobre a inflação. Dessa vez, a contribuição líquida de ambos os choques para a inflação deverá ser de -0,50 p.p.

Conclui-se, desta maneira, que o cenário recessivo da atividade econômica deve contribuir para a redução da trajetória da inflação de preços livres no restante deste ano, mais que compensando o impacto dos choques cambiais.

Referências

Uhlig, H. (2005): What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure. *Journal of Monetary Economics*. Elsevier, v. 52(2). p. 381-419.

Farrant, K., Peersman, G. (2006): Is exchange rate a shock absorber or a source of shocks? New empirical evidence. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 38(4), 939-961.

6/ A diferença entre o restante da variação de preços livres no período e a média incondicional da inflação pode ser explicada pelo impacto de outros choques, como choques de política monetária, climáticos, de preços administrados, entre outros.

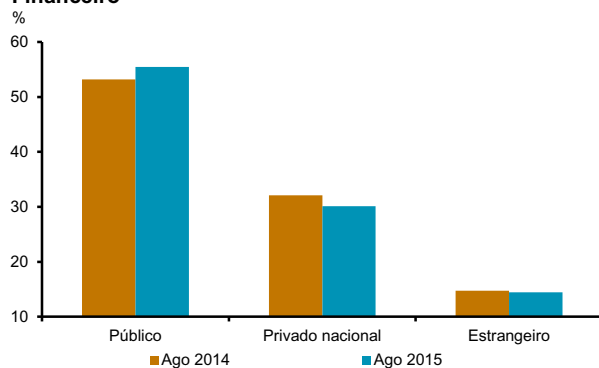
Políticas creditícia, monetária e fiscal

3

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

	2015				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	3 082,4	3 100,9	3 110,7	3 132,4	1,6	9,6
Pessoas jurídicas	1 627,2	1 637,3	1 641,9	1 652,5	1,6	9,2
Recursos livres	794,5	804,8	800,9	804,4	1,2	5,7
Direcionados	832,7	832,5	840,9	848,1	1,8	12,8
Pessoas físicas	1 455,2	1 463,6	1 468,8	1 479,9	1,7	10,1
Recursos livres	789,1	791,6	793,9	796,0	0,9	4,6
Direcionados	666,1	672,1	674,9	683,9	2,7	17,2
Participação %:						
Total/PIB	54,6	54,6	54,5	54,6		
Pes. jurídicas/PIB	28,8	28,8	28,8	28,8		
Pessoas físicas/PIB	25,8	25,8	25,7	25,8		
Recursos livres/PIB	28,1	28,1	27,9	27,9		
R. direcionados/PIB	26,5	26,5	26,5	26,7		

Gráfico 3.1 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro



As operações de crédito do sistema financeiro, depois de apresentarem mudança de patamar significativa nos anos recentes, refletindo avanços no arcabouço institucional e macroeconômico, arrefeceram no trimestre encerrado em agosto, evolução consistente com o cenário de retração da atividade econômica e elevação das taxas de juros e dos spreads. Nota-se, no entanto, que o mercado de crédito opera em ambiente de solidez do sistema bancário, que continua bem capitalizado, líquido e bem provisionado. Destacaram-se, no segmento de pessoas jurídicas, as modalidades associadas ao comércio exterior e os financiamentos do BNDES, e no segmento de pessoas físicas, as modalidades crédito consignado e cartão à vista.

3.1 Crédito

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, atingiu R\$3.132 bilhões em agosto, elevando-se 1,6% no trimestre e 9,6% em doze meses (variações respectivas de 1,9% e 10,2% no trimestre encerrado em maio). A relação crédito/PIB atingiu 54,6%, mantendo-se estável em relação a maio e elevando-se 1,7 p.p. comparativamente a agosto de 2014. As carteiras de pessoas jurídicas e de pessoas físicas totalizaram, na ordem, R\$1.653 bilhões e R\$1.480 bilhões, com aumentos respectivos de 1,6% e 1,7% no trimestre, e de 9,2% e 10,1% em doze meses.

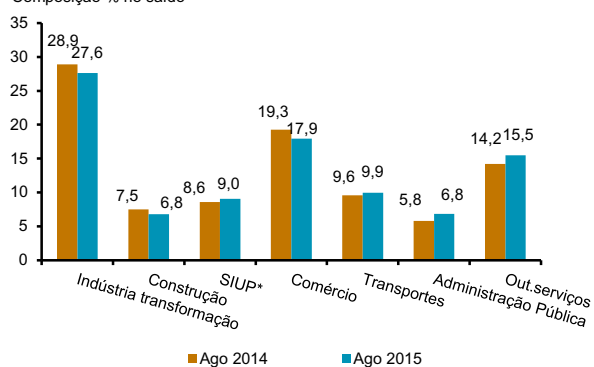
As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e privadas estrangeiras representaram, na ordem, 55,5%, 30,1% e 14,4% do total de crédito do sistema financeiro em agosto (53,2%, 32,1% e 14,7%, respectivamente, em agosto de 2014). No trimestre, ocorreram aumentos de 2,6% na carteira das instituições públicas, 0,2% na das instituições privadas nacionais e 0,9% na das instituições estrangeiras.

A análise do crédito por atividade econômica¹ indica que os destinados à indústria de transformação (em especial para as atividades combustíveis e química) aumentaram 1,2%

1/ Inclui empréstimos com recursos livres e direcionados, para pessoas jurídicas dos setores privado e público.

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

**Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas**

	2015				Variação %	
	R\$ bilhões					
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Recursos livres	789,1	791,6	793,9	796,0	0,9	4,6
Crédito pessoal	369,2	372,3	374,1	376,7	2,0	9,4
Do qual: consignado	264,0	266,5	268,5	270,4	2,4	11,2
Aquisição de veículos	175,5	172,9	171,0	168,7	-3,9	-8,6
Cartão de crédito	156,7	157,3	159,2	159,9	2,1	10,0
Cheque especial	27,0	27,6	26,9	27,0	-0,1	1,8
Demais	60,8	61,5	62,7	63,7	4,8	6,2
Recursos direcionados	666,1	672,1	674,9	683,9	2,7	17,2
BNDES	44,5	44,9	44,9	45,0	1,1	11,4
Imobiliário	465,6	470,9	476,8	482,0	3,5	20,8
Rural	148,3	148,5	145,4	149,1	0,6	10,8
Demais	7,7	7,7	7,8	7,8	1,4	-18,7

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

	2015				Variação %	
	R\$ bilhões					
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Recursos livres	794,5	804,8	800,9	804,4	1,2	5,7
Capital de giro	388,0	387,1	384,9	382,0	-1,5	-1,2
Conta garantida	45,1	45,1	44,1	43,7	-3,0	-6,1
ACC	62,6	63,3	64,9	64,8	3,5	24,2
Financ. a exportações	59,4	62,8	64,5	66,8	12,5	19,4
Demais	239,5	246,5	242,5	247,1	3,2	12,5
Recursos direcionados	832,7	832,5	840,9	848,1	1,8	12,8
BNDES	611,3	609,8	615,1	620,8	1,6	13,7
Imobiliário	68,5	69,4	70,3	70,8	3,4	13,0
Rural	73,3	72,9	71,9	71,8	-2,1	-3,9
Demais	79,5	80,4	83,6	84,6	6,4	23,7

no trimestre encerrado em agosto. No mesmo sentido, os saldos das contratações nos segmentos serviços industriais de utilidade pública (notadamente, eletricidade e gás) e administração pública elevaram-se 1,6% e 5,3%. O saldo dos empréstimos ao comércio avançou 0,1% no trimestre.

O total de crédito ao setor privado somou R\$2.889 bilhões, com a elevação trimestral de 1,2% repercutindo aumentos de 1,7% no segmento de pessoas físicas e de 0,6% no de pessoas jurídicas. O crédito destinado ao setor público somou R\$244 bilhões, expansão trimestral de 7,2% decorrente de variações respectivas de 9,6% e 5,1% nos empréstimos ao governo federal, e a estados e municípios.

As operações de crédito com recursos livres (51,0% do total do sistema financeiro) totalizaram R\$1.600 bilhões em agosto, elevando-se 1,1% no trimestre e 5,2% em doze meses. A carteira de pessoas jurídicas (R\$804 bilhões) cresceu 1,2% no trimestre, ressaltando-se as operações de repasses externos e financiamentos a exportações; e a de pessoas físicas (R\$796 bilhões) aumentou 0,9%, com destaque para as modalidades crédito consignado e cartão à vista.

O total de crédito com recursos direcionados somou R\$1.532 bilhões em agosto, aumentando 2,2% no trimestre e 14,7% em doze meses. O saldo contratado no segmento de pessoas físicas atingiu R\$684 bilhões, elevando-se 2,7% no trimestre. Destaque para o aumento de 3,5% na modalidade financiamentos imobiliários, cujas concessões recuaram, no entanto, 16,8% no trimestre.

Os empréstimos contratados no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$848 bilhões. O aumento trimestral de 1,8% repercutiu, em grande parte, a elevação de 2,2% no estoque de financiamentos para investimentos com recursos do BNDES, influenciado pela desvalorização cambial que impacta parte da carteira.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 29% a.a. em agosto – maior patamar da série iniciada em março de 2011 -, elevando-se 1,9 p.p. no trimestre e 5 p.p. em doze meses. O crescimento trimestral repercutiu elevações respectivas de 2,7 p.p. e 1 p.p. nas operações com recursos livres e direcionados, que registaram taxas médias respectivas de 45,3% a.a. e 10,2% a.a., no período.

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

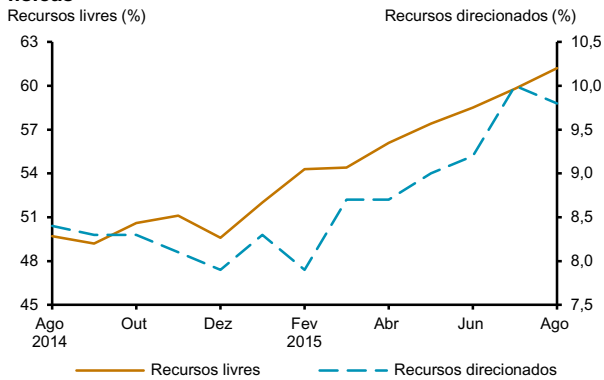


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

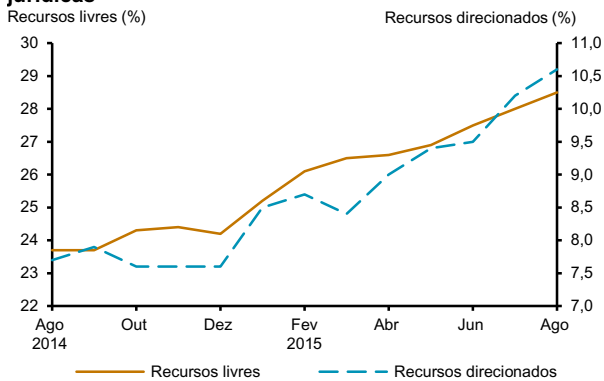
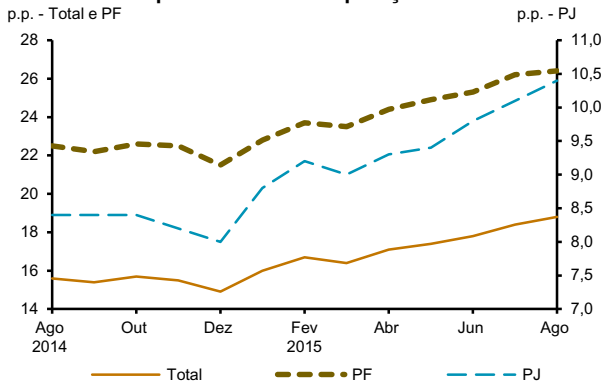
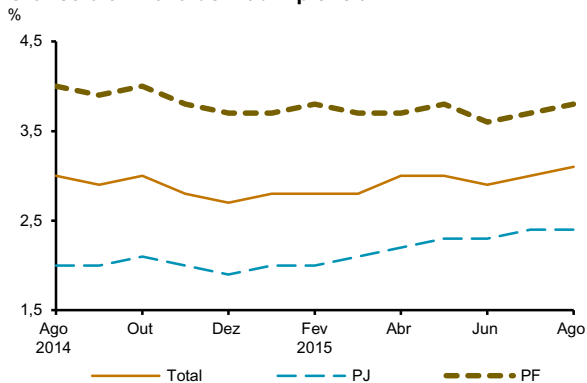


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones e Nasdaq

Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

No segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros situou-se em 36,9% a.a., aumentando 2,1 p.p. no trimestre e 5,5 p.p. em doze meses. A evolução trimestral repercutiu os aumentos nas contratações com recursos livres (3,8 p.p., para 61,2% a.a.), destacando-se as elevações nas modalidades cheque especial (21,2 p.p.) e cartão de crédito rotativo (43,2 p.p.); e nas realizadas com recursos direcionados (0,8 p.p., para 9,8%), ressaltando-se o aumento de 2,2 p.p. na modalidade crédito rural.

No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros atingiu 20,3% a.a. em agosto, elevando-se 1,5 p.p. no trimestre e 3,9 p.p. em doze meses. O aumento no trimestre refletiu crescimentos nos empréstimos com recursos livres (1,6 p.p., para 28,5%), destacando-se as variações nas modalidades capital de giro (2,6 p.p.) e conta garantida (1,6 p.p.); e nos efetuados com recursos direcionados (1,2 p.p., para 10,6%), sobressaindo as elevações nas modalidades financiamentos para investimentos do BNDES (1,1 p.p.) e crédito rural com taxas reguladas (2,5 p.p.).

O spread bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 18,8 p.p. em agosto, aumentando 1,4 p.p. no trimestre e 3,2 p.p. em doze meses. O indicador atingiu 26,4 p.p. no segmento de pessoas físicas e 10,4 p.p. no de pessoas jurídicas, elevando-se 1,5 p.p. e 1 p.p., respectivamente, no trimestre. Nas contratações com taxas livres, o spread atingiu 31,9 p.p. nas contratações com recursos livres e 3,7 p.p. nas realizadas com recursos direcionados, elevando-se 2 p.p. e 0,6 p.p., respectivamente, no trimestre.

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,1% em agosto, com alta de 0,1 p.p. no trimestre e em doze meses. A taxa atingiu 3,8% no segmento de pessoas físicas, mantendo-se estável no trimestre e variando -0,2 p.p. em doze meses, e 2,4% no de pessoas jurídicas, variações respectivas de 0,1 p.p. e 0,4 p.p., nos mesmos períodos. A inadimplência atingiu 4,8% nas contratações com recursos livres e 1,2% nas realizadas com recursos direcionados, registrando, na ordem, aumento de 0,1 p.p. e estabilidade no trimestre.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R\$299,6 bilhões em agosto, recuando 2,2% no trimestre e em doze meses, enquanto a base monetária

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

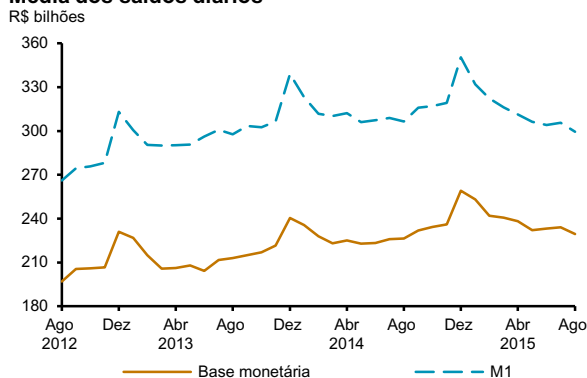


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

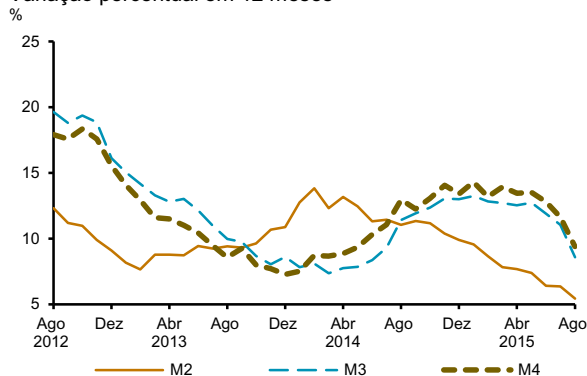
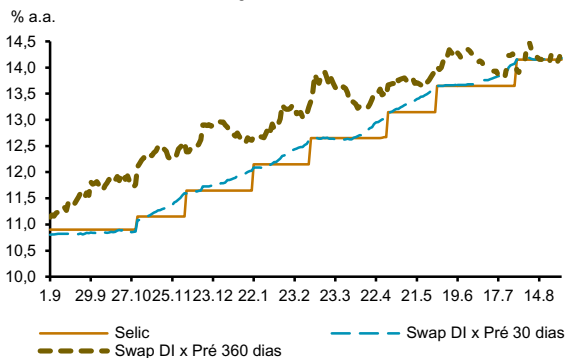
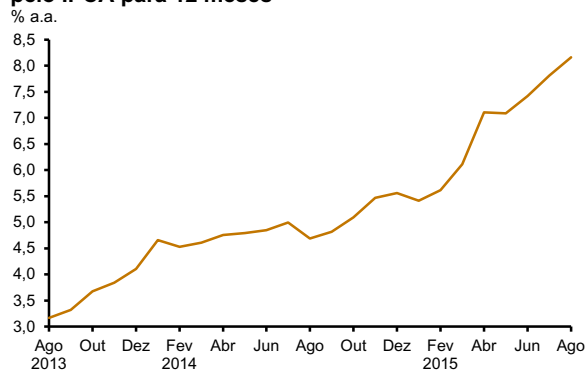


Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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



totalizou R\$229,4 bilhões, com retração trimestral de 1,2% e aumento em doze meses de 1,4%.

Considerados saldos em final de período, a base monetária somou R\$231,7 bilhões em agosto. A retração trimestral de 3,3% repercutiu o impacto contracionista das operações com títulos públicos federais (R\$65,3 bilhões), neutralizado, em parte, pelos efeitos expansionistas dos ajustes das operações com derivativos (R\$33 bilhões), das compras líquidas de divisas pelo Banco Central (R\$8,4 bilhões) e das operações do Tesouro Nacional (R\$15,3 bilhões).

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$2,2 trilhões em agosto (aumentos de 0,4% no trimestre e de 5,4% em doze meses), destacando-se as variações de 1,5% no estoque de títulos privados e de -0,1% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$4,5 trilhões, elevando-se 1% no trimestre e 8,6% em doze meses, e o agregado M4 somou R\$5,3 trilhões, com acréscimos de 0,9% no trimestre e 9,4% em doze meses.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A expectativa de elevação da taxa básica de juros recuou ao longo do trimestre. Essa trajetória foi evidenciada pela redução da diferença entre as taxas dos contratos de 30 dias e de um ano, que situaram-se em patamar próximo à atual meta para taxa Selic.

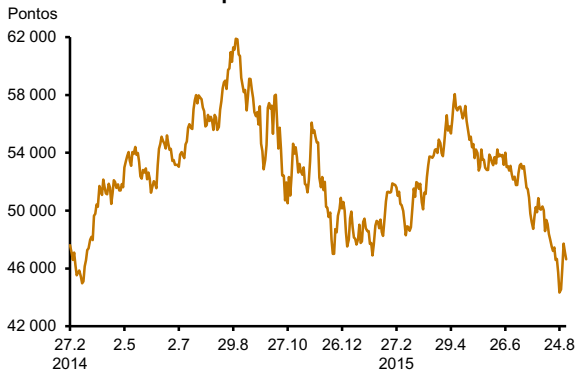
A taxa dos contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré com prazo de 360 dias aumentou 0,6 p.p. no trimestre encerrado em agosto, período em que a meta para a taxa Selic passou de 13,25% para 14,25% a.a.

A expectativa do mercado para a variação do IPCA em doze meses, com base na pesquisa realizada pelo Banco Central no final de agosto junto ao mercado financeiro, atingiu 5,6%. Tendo como cenário base a meta atual de 14,25% a.a. para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), projeta-se taxa de juros real de 8,1% a.a. para os próximos doze meses (6,7% em maio).

Mercado de capitais

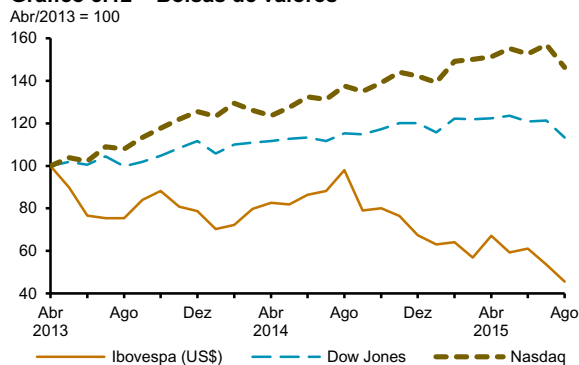
O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) recuou 11,6% no trimestre encerrado em agosto, atingindo 46.625 pontos. O volume médio diário negociado decresceu de R\$7,1 bilhões para R\$6,3 bilhões, no trimestre.

Gráfico 3.11 – Ibovespa



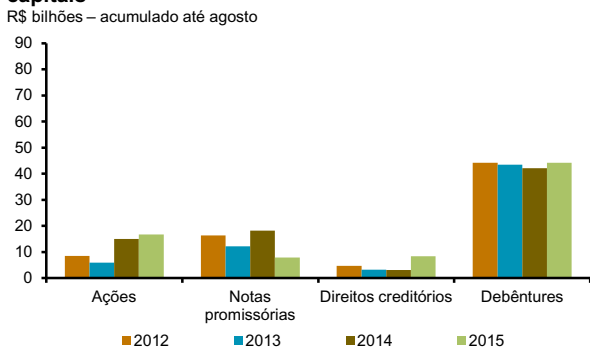
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

A rentabilidade do Ibovespa avaliada em dólares, repercutindo a depreciação de 14,7% da taxa de câmbio, recuou 23,0% no trimestre, ante retrações respectivas de 8,2% e 5,8% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$77,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2015, ante R\$115,4 bilhões em igual período de 2014. Deste total, R\$16,7 bilhões referem-se a renda variável e R\$60,4 bilhões a renda fixa, com destaque para as emissões de debêntures (R\$44,2 bilhões, sendo R\$10 bilhões por empresas de arrendamento mercantil).

3.3 Política fiscal

A reavaliação das receitas e despesas previstas na lei orçamentária de 2015, realizada em julho, sinalizou redução de R\$46,7 bilhões nas receitas líquidas da União e elevação de R\$2,8 bilhões nas despesas, em relação às projeções anteriores. Nesse cenário, a meta de *superavit* primário do Governo Central foi reduzida de R\$55,3 bilhões para R\$5,8 bilhões, com possibilidade de abatimento de até R\$26,4 bilhões, caso haja frustração de receitas. Ressalte-se que o projeto de lei encaminhado ao Congresso Nacional para formalizar essas alterações também prevê a redução na meta de *superavit* primário dos governos regionais, de R\$11 bilhões para R\$2,9 bilhões. Com isso, a meta para o setor público consolidado foi reduzida de R\$66,3 bilhões para R\$8,7 bilhões.

No final de agosto, foi encaminhado ao Congresso Nacional o Projeto de Lei Orçamentária Anual referente ao exercício de 2016 (PLOA-2016), com projeções de *deficit* primário de R\$30,5 bilhões (0,49% do PIB) para o Governo Central e *superavit* primário de R\$9,4 bilhões (0,15% do PIB) para os governos regionais, implicando resultado deficitário de R\$21,1 bilhões (0,34% do PIB) para o setor público consolidado no período. Posteriormente, em setembro, o Governo Federal anunciou medidas de ajuste fiscal, a serem apreciadas pelo Congresso Nacional, que preveem redução de R\$26 bilhões nas despesas obrigatórias e discricionárias (incluindo o adiamento de reajuste de servidores públicos e o corte de gastos com custeio administrativo) e aumento de R\$40,2 bilhões nas receitas (considerada a criação de tributo provisório sobre movimentações financeiras), resultando em *superavit* de R\$43,8 bilhões (0,7% do PIB) para o setor público consolidado, em 2016.

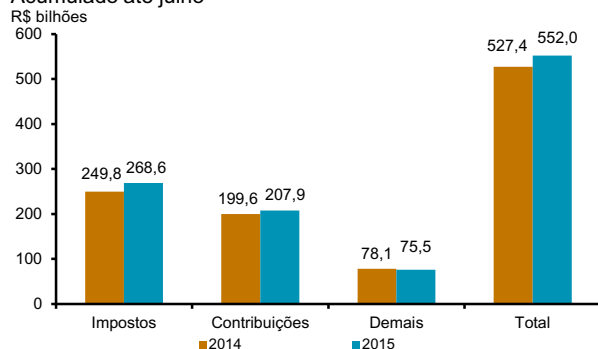
Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2013		2014		Jul 2015	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-75,3	-1,5	20,5	0,4	41,9	0,7
Governos regionais	-16,3	-0,3	7,8	0,1	3,1	0,1
Empresas estatais	0,3	0,0	4,3	0,1	6,0	0,1
Total	-91,3	-1,8	32,5	0,6	51,0	0,9

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até julho



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-julho

Discriminação	2014		2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	352 120	11,2	377 489	11,3
Pessoal e encargos sociais	124 360	3,9	132 772	4,0
Custeio e capital	226 183	7,2	243 329	7,3
FAT	23 663	0,8	26 631	0,8
Subsídio e subvenções	5 543	0,2	18 519	0,6
Loas/RMV	22 409	0,7	24 768	0,7
Investimento	47 052	1,5	32 262	1,0
Outras	127 517	4,0	141 148	4,2
Transferências ao Bacen	1 576	0,1	1 388	0,0

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-julho

Discriminação	R\$ bilhões		
	2014	2015	Var. %
Arrecadação líquida	182,0	194,3	6,8
Benefícios previdenciários	210,1	233,7	11,2
Resultado primário	-28,2	-39,4	40,0
Arrecadação líquida/PIB	5,8%	5,8%	
Benefícios/PIB	6,7%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-1,2%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O *superavit* primário do setor público atingiu R\$6,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, ante R\$24,7 bilhões em igual período de 2014. Os governos regionais registraram *superavit* de R\$16,1 bilhões e o Governo Central e as empresas estatais, *deficits* respectivos de R\$8,0 bilhões e R\$2,0 bilhões. O resultado primário do setor público foi deficitário em R\$51,0 bilhões (0,9% do PIB), no intervalo de doze meses encerrado em julho.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$552 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, elevando-se 4,6% em relação a igual período de 2014. Destacaram-se os crescimentos da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte (16,6%), impulsionado pelo aumento da massa salarial, e do Imposto sobre Operações Financeiras (19,4%), impactado pela elevação da alíquota nos empréstimos para pessoas físicas, no início do ano. Em oposição, houve reduções de 67,9% nas receitas de dividendos e de 30,2% na cota parte de compensações financeiras, essa repercutindo o impacto do recuo do preço do petróleo e da obtenção de liminares que reduziram o pagamento de participações especiais.

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$377,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, aumentando 7,2% em relação a igual período de 2014. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 6,8% e os relacionados a custeio e capital, 7,6%. Destacaram-se, nessa modalidade, os aumentos nos pagamentos de subsídios e subvenções, com ênfase na elevação de R\$7,3 bilhões das despesas com o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), e nas despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), R\$3,0 bilhões; e a redução de R\$10,6 bilhões nas despesas com o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento).

A Previdência Social registrou *deficit* de R\$39,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2015. O aumento de 40,0% em relação a igual período de 2014 repercutiu variações de 6,8% na arrecadação, impulsionada por elevações nos recolhimentos associadas ao Simples, e de 11,2% nos gastos com benefícios, que refletiram aumentos de 8,8% no salário mínimo e de 3,0 no número de benefícios concedidos.

As receitas e as despesas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentaram, na ordem, 4,3% e 8,7% nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2014. O aumento das receitas

Gráfico 3.15 – Crescimento real (IPCA) das receitas e despesas do Governo Central

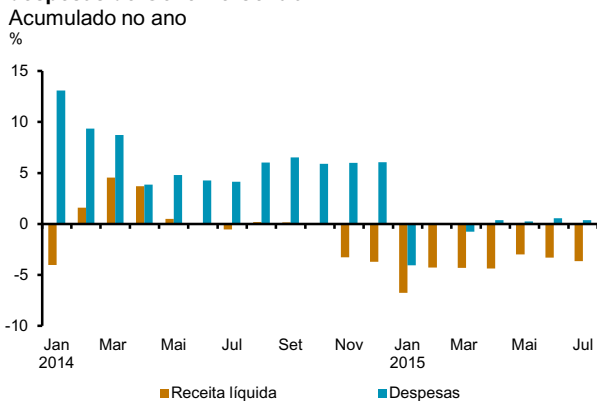


Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios

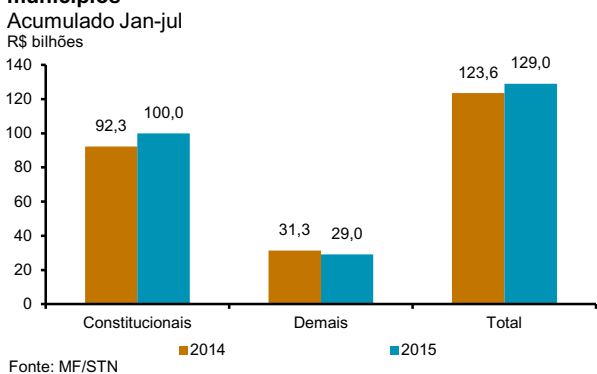


Gráfico 3.17 – Governos regionais: superavit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

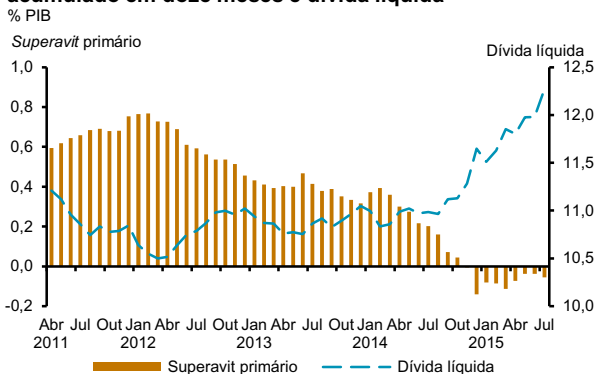
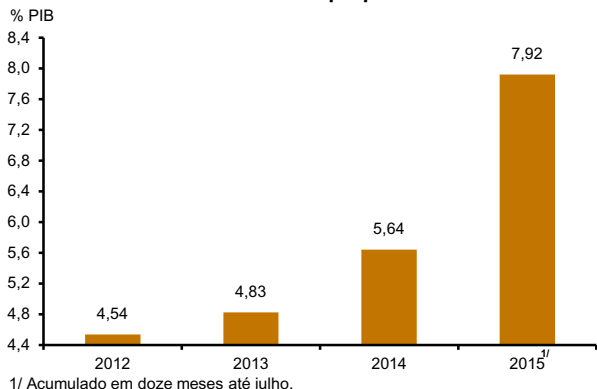


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados



refletiu o impacto de elevações de alíquotas de alguns tributos, tais como Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE) e Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que mitigou o efeito negativo da contração da atividade sobre a arrecadação.

Embora as despesas aumentassem mais acentuadamente do que as receitas, a expansão foi menor do que em períodos anteriores, com crescimento real de 0,4% nos sete primeiros meses do ano, ante 4,1% em igual período de 2014. Essa evolução repercutiu o impacto de medidas adotadas no âmbito do processo de ajuste macroeconômico em curso, com destaque para o contingenciamento de gastos da ordem de R\$70 bilhões e para as limitações impostas à execução da despesa nos primeiros meses do ano. Outras medidas adotadas no contexto do reequilíbrio fiscal e otimização do gasto público – alterações nas regras para concessão de benefícios trabalhistas e previdenciários; reversão de desonerações da folha salarial; reduções em programas específicos de subsídios; e retirada de estímulos via financiamento aos bancos oficiais – deverão favorecer os resultados fiscais nos próximos anos e contribuir para a redução do custo do endividamento líquido.

As transferências para os governos regionais somaram R\$129 bilhões nos sete primeiros meses de 2015. A elevação de 4,4% em relação a igual período de 2014 foi influenciada, principalmente, pelo crescimento das transferências constitucionais e das transferências relativas ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb) e ao salário educação.

O *superavit* primário dos estados e municípios totalizou R\$16,1 bilhões (0,48% do PIB) nos sete primeiros meses de 2015, ante R\$11,5 bilhões (0,36% do PIB) em igual período de 2014. As arrecadações do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), atingiram R\$195,4 bilhões e R\$27,7 bilhões, respectivamente, no primeiro semestre do ano, aumentando, na ordem, 4,0% e 14,7% em relação ao mesmo período de 2014.

As empresas estatais registraram *deficit* primário de R\$2 bilhões (0,06% do PIB) nos sete primeiros meses do ano, ante *deficit* de R\$0,3 bilhão (0,01% do PIB) em igual período de 2014.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$288,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, ante

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2013		2014		Jul 2015 ^{1/}	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	157,5	3,1	343,9	6,2	502,8	8,9
Primário	-91,3	-1,8	32,5	0,6	51,0	0,9
Juros	248,9	4,8	311,4	5,6	451,8	8,0
Fontes	157,5	3,1	343,9	6,2	502,8	8,9
Financiamento interno	179,1	3,5	334,9	6,1	501,4	8,9
Dívida mobiliária	113,8	2,2	434,3	7,9	584,7	10,4
Dívida bancária	45,7	0,9	-118,7	-2,2	-90,5	-1,6
Outros	19,6	0,4	19,3	0,3	7,2	0,1
Financiamento externo	-21,6	-0,4	9,0	0,2	1,3	0,0

1/ Acumulado em 12 meses.

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

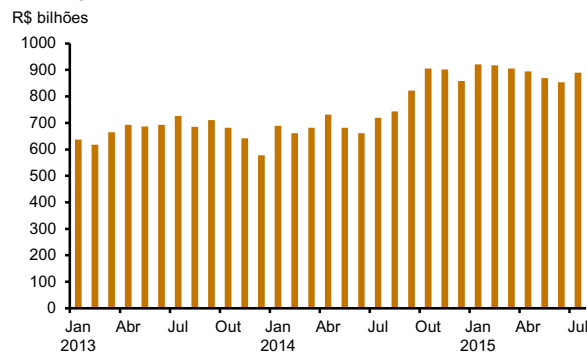


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

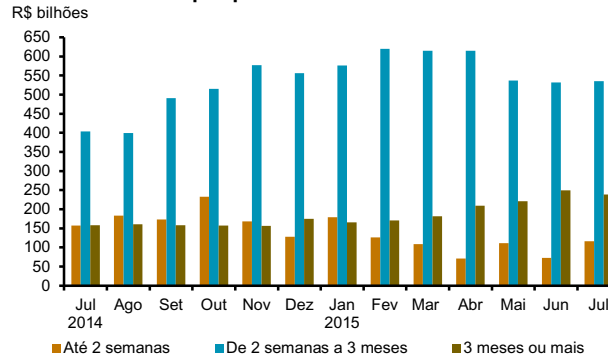
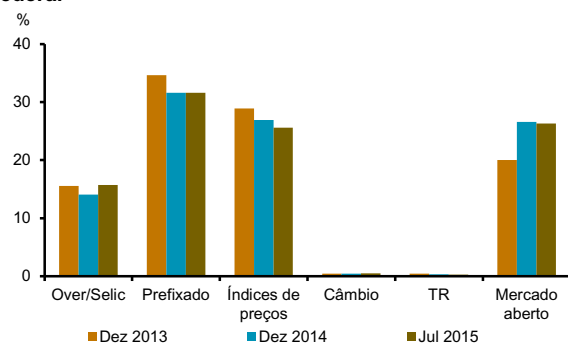


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

R\$148,2 bilhões no mesmo período de 2014. 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 desfavorável de R\$57 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganhos de R\$17,6 bilhões nos sete primeiros meses de 2014.

O resultado nominal do setor público – soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados – foi deficitário em R\$282,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2015 (R\$123,6 bilhões no mesmo período de 2014). O financiamento do *deficit* ocorreu por meio da expansão da dívida mobiliária interna, neutralizada, em parte, por reduções da dívida bancária líquida, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas, com impacto monetário contracionista, de R\$53,2 bilhões no trimestre encerrado em julho, com colocações de R\$196,4 bilhões e resgates de R\$143,2 bilhões. As operações de trocas, realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Séries B e F (NTN-B e NTN-F), totalizaram R\$2,4 bilhões.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de go around realizadas pelo Banco Central totalizou R\$889,6 bilhões em julho. O recuo de 0,6% em relação à média de abril repercutiu elevações nas operações de curtíssimo prazo (de R\$71,2 bilhões para R\$115,8 bilhões) e de três a sete meses (de R\$208,9 bilhões para R\$238,7 bilhões); e redução, de R\$614,6 bilhões para R\$535,2 bilhões, nas operações de duas semanas a três meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.475,2 bilhões em julho (43,4% do PIB), elevando-se 1,96 p.p. do PIB em relação a abril e de 4,66 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral refletiu emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$58,4 bilhões), incorporação de juros nominais (R\$81,1 bilhões) e o impacto da depreciação cambial de 13,4% no período (R\$1,9 bilhão).

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária
%

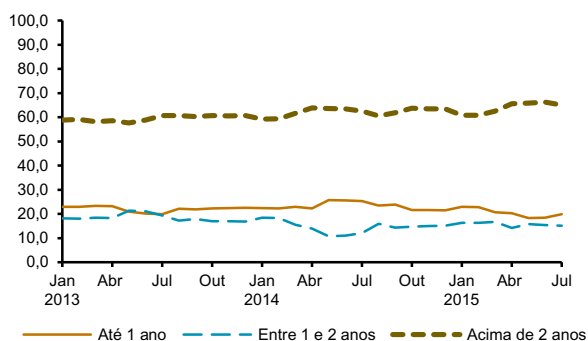


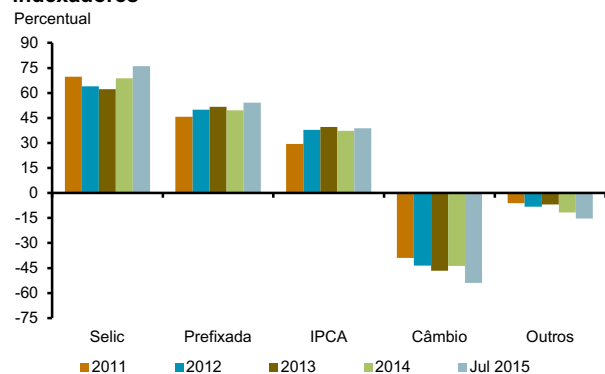
Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida
Fatores condicionantes

Discriminação	2013		2014		Jul 2015	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 626 335	31,5	1 883 147	34,1	1 950 818	34,2
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	76 252	-1,4	256 812	2,6	67 671	0,1
Fatores	76 252	1,5	256 812	4,7	67 671	1,2
NFSP	157 550	3,1	343 916	6,2	282 418	5,0
Primário	-91 306	-1,8	32 536	0,6	-6 205	-0,1
Juros	248 856	4,8	311 380	5,6	288 623	5,1
Ajuste cambial	-95 923	-1,9	-96 075	-1,7	-226 905	-4,0
Dívida interna ^{1/}	-4 643	-0,1	-2 835	-0,1	-8 959	-0,2
Dívida externa	-91 280	-1,8	-93 239	-1,7	-217 946	-3,8
Outros ^{2/}	17 600	0,3	12 481	0,2	13 553	0,2
Reconhecimento de dívidas	-2 427	0,0	-3 511	-0,1	-1 395	0,0
Privatizações	-547	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-2,8		-2,1		-1,1

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



Em julho, as participações no total da dívida mobiliária federal dos títulos indexados à taxa Selic, prefixados e indexados a índices de preços variaram 0,5 p.p., 1,3 p.p. e -1,8 p.p., respectivamente, em relação a abril. O financiamento do Banco Central por meio das operações do mercado aberto apresentou estabilidade no período.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, apresentava a seguinte estrutura de vencimentos em julho: 8,1% do total em 2015; 17,0% em 2016; e 74,9% a partir de janeiro de 2017. Os títulos vencidos em doze meses representaram 19,8% do total da dívida mobiliária em mercado (20,2% em abril) e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 53,9 meses (54,5 meses em abril).

O estoque líquido das operações de *swap* cambial atingiu R\$369,1 bilhões em julho. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$37,8 bilhões, no conceito caixa.

Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.950,8 bilhões em julho (34,2% do PIB). A elevação de 0,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (5,1 p.p.), da depreciação cambial de 27,8% acumulada no ano (-4,0 p.p.), do *superavit* primário (-0,1 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,1 p.p.).

As maiores alterações na composição da DLSP nos sete primeiros meses de 2015 ocorreram na parcela credora vinculada ao câmbio (-10,1 p.p.), na parcela vinculada à taxa Selic (7,3 p.p.) e na parcela pré-fixada (4,7 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 27,2% em julho (19,3% em dezembro de 2014).

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$3.685,0 bilhões (64,6% do PIB) em julho de 2015, elevando-se 5,7 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014.

3.4 Conclusão

O desempenho das operações de crédito do sistema financeiro esteve condicionado, no trimestre encerrado em agosto, pelo processo de ajuste macroeconômico em curso

no país. Nesse cenário, ocorreram elevação nas taxas de juros ativas e relativa estabilidade nas taxas de inadimplência e nos meios de pagamento.

Os impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas desde o início do ano foram bastante relevantes e, inicialmente, contribuíram para fortalecer a consistência da política econômica. A degradação excessiva das expectativas de cumprimento das metas fiscais em 2015, associada, em grande parte, ao recuo na arrecadação decorrente da retração – mais acentuada do que projetada inicialmente – na atividade econômica, exerceu desdobramentos negativos sobre os prêmios de riscos de ativos domésticos. A piora das contas públicas, em relação ao observado no relatório de inflação anterior, e a deterioração da percepção de risco desencadearam a redução da nota de risco soberano, por importante agência de avaliação de risco, para patamar inferior ao grau de investimento, no início de setembro. Nesse contexto, medidas que concorram tempestivamente para o reequilíbrio das contas públicas mostram-se fundamentais para a estabilidade macroeconômica e para a retomada da confiança e do nível de atividade.

O processo de recuperação desigual da economia global se aprofundou no segundo trimestre do ano. Nesse cenário, o aumento observado no dinamismo da atividade nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido contrastou com a desaceleração da recuperação na Área do Euro e com a contração registrada no PIB do Japão. Na China, embora a atividade mostrasse recuperação no segundo trimestre, dados mais recentes indicam a persistência do processo de acomodação em curso naquela economia, enquanto em importantes países emergentes o crescimento econômico manteve-se inferior ao projetado.

Nesse contexto, aumentam as expectativas quanto ao início do processo de normalização da política monetária nos EUA e no Reino Unido, e cresce a perspectiva de manutenção e/ou ampliação, no médio prazo, do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, no Japão e na China.

Após período de relativa estabilidade, a aversão ao risco voltou a crescer no decorrer do trimestre encerrado em agosto, repercutindo, inicialmente, o impasse em relação à Grécia e o início das perdas nas bolsas chinesas, e, em sequência, incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa, ao ritmo de recuperação da atividade global e ao início da normalização da política monetária nos EUA.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu 3,7% no segundo trimestre de 2015 (0,6% no anterior), com destaque para as contribuições do consumo das famílias (2,1 p.p.) e do investimento bruto privado (0,9 p.p.), que aumentaram 3,1% e 5,2%, respectivamente, no período. O impacto do setor externo atingiu 0,2 p.p., reflexo de aumentos de 5,2% das exportações e de 2,8% das importações.

A produção industrial dos EUA apresentou, em julho, crescimentos de 0,9% em relação ao mês anterior e de 1,7% em doze meses. A evolução mensal repercutiu, em parte, a

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

Discriminação	Variação % anualizada						
	2013		2014			2015	
	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB							
Estados Unidos	3,8	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,7
Área do Euro	0,9	0,8	0,3	1,0	1,6	2,1	1,4
Reino Unido	1,6	3,6	3,7	2,9	3,4	1,5	2,7
Japão	-0,9	4,6	-7,7	-1,1	1,3	4,5	-1,2
China	7,4	6,6	7,8	7,8	6,1	5,7	7,0
Consumo das famílias							
Estados Unidos	3,5	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,1
Área do Euro	0,6	0,5	0,9	2,0	2,2	1,9	1,5
Reino Unido	1,3	2,4	3,3	4,2	2,1	3,8	2,8
Japão	-0,9	8,5	-18,5	1,3	1,3	1,5	-2,7
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas							
Estados Unidos	8,7	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	3,2
Área do Euro ^{2/}	1,9	1,5	-2,0	1,4	2,4	5,6	-1,9
Reino Unido ^{2/}	9,5	14,5	4,3	7,3	0,4	8,1	3,7
Japão	5,9	20,9	-15,9	-0,9	0,5	11,0	-3,6
Investimento residencial							
Estados Unidos	-8,1	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	7,8
Área do Euro ^{3/}	-1,1	3,8	-9,1	nd	nd	nd	nd
Reino Unido	2,1	30,2	13,4	15,5	-2,4	13,3	-14,9
Japão	12,3	8,4	-36,9	-22,9	-2,4	7,0	8,0
Exportações de bens e serviços							
Estados Unidos	10,9	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,2
Área do Euro	3,5	2,5	4,8	6,3	3,7	4,2	6,5
Reino Unido	-5,2	6,5	-1,1	-3,0	19,4	1,4	16,5
Japão	-0,7	24,6	2,3	7,3	11,6	6,7	-16,6
Importações de bens e serviços							
Estados Unidos	1,0	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	2,8
Área do Euro	0,5	3,6	5,1	7,0	3,7	6,3	3,9
Reino Unido	-5,5	3,9	-2,5	5,5	6,5	9,3	2,3
Japão	11,3	25,6	-14,5	3,7	3,4	7,3	-10,1
Gastos do Governo							
Estados Unidos	-2,7	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6
Área do Euro ^{4/}	0,4	1,4	0,7	1,0	0,9	2,2	1,0
Reino Unido ^{4/}	-0,3	2,2	5,3	0,0	0,2	3,8	3,8
Japão	1,1	-1,2	0,6	2,4	1,0	0,0	3,0

Fontes: Thomson, Bloomberg, BEA, Cabinet Office, ONS e Eurostat

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

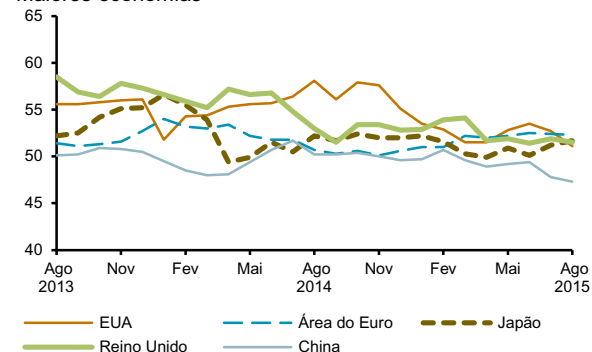
2/ Formação Bruta de Capital Fixo total (inclui governo).

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

Maiores economias



expansão de 10,6% na indústria de veículos e partes, que contribuiu para o aumento de 0,8% na produção da indústria manufatureira. O PMI do setor manufatureiro totalizou 51,1 pontos em agosto (52,7 pontos em julho), mantendo-se em patamar indicativo de expansão da indústria.

O mercado de trabalho dos EUA gerou 663 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em agosto (692 mil no finalizado em junho, e 748 mil no encerrado em agosto de 2014), mês em que a taxa de desemprego atingiu 5,1% (5,5% em maio e 6,1% em agosto de 2014). Evidenciando a melhora no mercado de trabalho, o índice de confiança do consumidor, divulgado pelo *Conference Board*, situou-se em 101,5 pontos em agosto, segundo melhor resultado desde agosto de 2007.

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real nos EUA atingiram 3,1% e 1,3%, respectivamente, no trimestre encerrado em junho, período em que a taxa de poupança das famílias recuou para 4,8%.

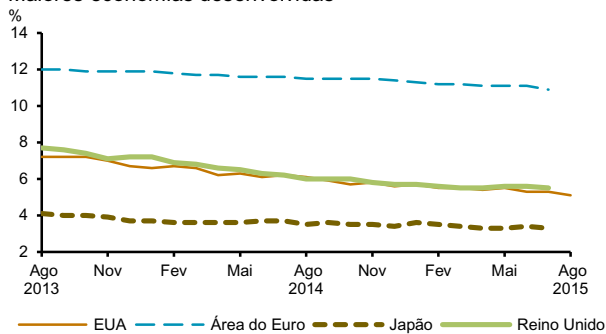
Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,4% no segundo trimestre de 2015 (2,1% no anterior). Destacaram-se as expansões na Alemanha (1,8%), Espanha (4,0%) e Itália (1,3%), e o recuo de 0,1% na França. A taxa de desemprego atingiu 10,9% em julho, após situar-se por três meses em 11,1%, e as vendas no varejo avançaram 0,3% em relação a junho. O PMI composto e o índice de confiança dos consumidores variaram, na ordem, 0,4 ponto e 0,3 ponto em agosto, para 54,3 pontos e -6,9 pontos, respectivamente.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2,7% no segundo trimestre de 2015 (1,5% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 4,1% da indústria e de 2,6% do setor de serviços. A taxa de desemprego atingiu 5,5% no trimestre encerrado em julho (6,2% no terminado em julho de 2014). O PMI da manufatura totalizou 51,5 pontos em agosto, situando-se em território indicativo de expansão pelo 29º mês.

No Japão, o PIB trimestral anualizado recuou 1,2% no segundo trimestre de 2015 (aumento de 4,5% no trimestre anterior). Destacaram-se, no âmbito da demanda, as contribuições negativas do consumo privado (1,6 p.p.) e do setor externo (1,1 p.p.), que registrou retrações de 16,6% nas exportações e de 10,1% nas importações. A produção industrial e as vendas no varejo variaram, na ordem, -0,8% e 1,4% em julho, em relação ao mês anterior. O PMI composto de agosto avançou para 52,4 pontos.

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

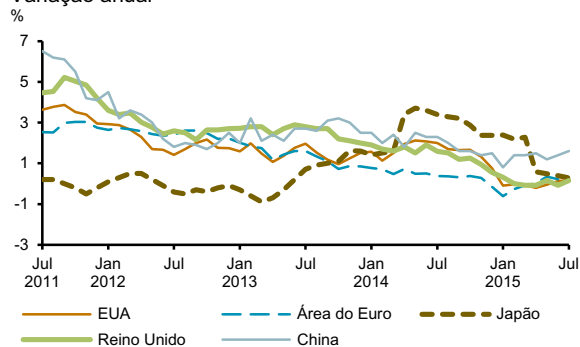
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

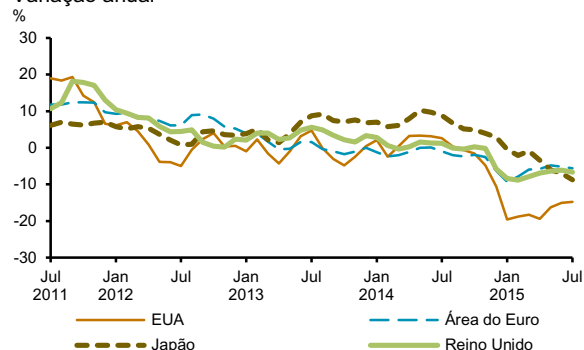
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Preços de energia

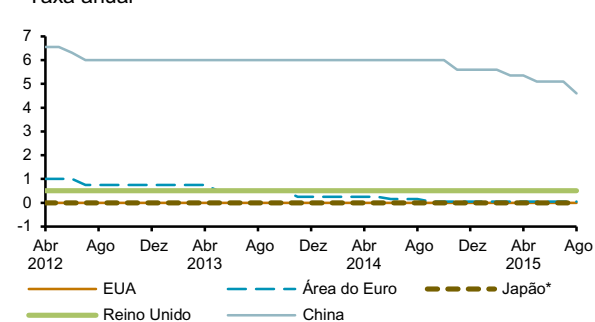
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

Taxa anual



Fontes: Fed, BCE, BoJ, BoE e PBoC.
Desde abril de 2013, o BoJ adota meta de agregado monetário.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 7,0% no segundo trimestre de 2015 (5,7% no primeiro). Considerando variações interanuais, o PIB chinês cresceu 7,0% nos dois trimestres mencionados. Em agosto, indicando continuidade da desaceleração da economia do país, as taxas de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial situaram-se, na ordem, em 10,9%, 10,8% e 6,1% (16,5%, 19,0% e 6,9% em agosto de 2014); e o *superavit* da balança comercial somou US\$60,2 bilhões, em cenário de redução das importações. O PMI Caixin do setor industrial atingiu 47,3 pontos em agosto (47,8 pontos em julho).

4.2 – Política monetária e inflação

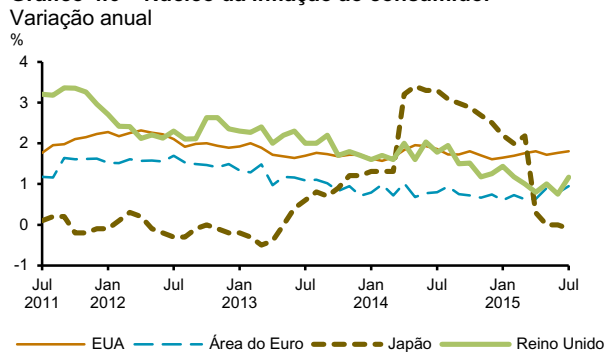
A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu 0,2% em julho, segunda variação positiva em sequência, após taxas negativas nos cinco primeiros meses do ano. Os preços da energia recuaram 14,8% e os dos alimentos aumentaram 1,6%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,8% no período.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed) manteve, na reunião de julho, o intervalo da meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% a.a. e 0,25% a.a. O FOMC afirmou que provavelmente será apropriado aumentar a meta para a taxa dos *Fed funds* quando se constatar melhora adicional no mercado de trabalho e confiança mínima quanto à convergência da inflação para a meta de 2,0% no médio prazo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,2% em julho. Os preços da energia recuaram 5,6%, e os dos alimentos (inclusive bebidas alcoólicas e fumo) aumentaram 0,9%. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – situou-se em 1,0% em julho (0,6% em abril).

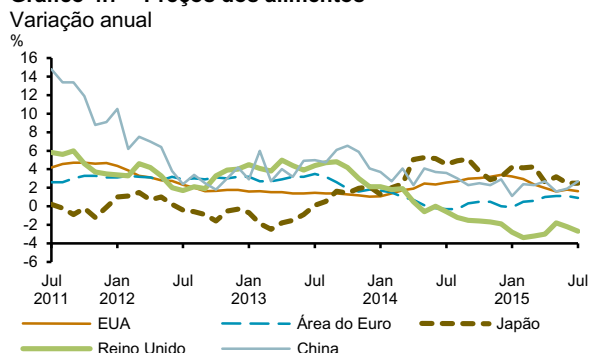
O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a. No que se refere a medidas de política monetária não-convencionais, o Conselho avaliou que os programas de compras de ativos têm evoluído conforme o planejado, e que a aquisição mensal de €60 bilhões deve prosseguir até o

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Preços dos alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

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

final de setembro de 2016 ou até que a trajetória da inflação convirja para patamar inferior, mas próximo, de 2,0% a.a. no médio prazo.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em julho. Os preços da energia recuaram 6,7% e os dos alimentos, 2,7%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui os preços de energia, alimentos bebidas alcoólicas e fumo, totalizou 1,2% em julho.

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de agosto, a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. e o total do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing – QE*) em £375 bilhões. Adicionalmente, alertou que eventual processo de aumento dos juros será gradual, e que seu patamar, ao final do ajuste, deverá ser inferior ao dos últimos ciclos de aperto monetário.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,2% em julho (0,6% em abril), com os preços dos alimentos variando 2,5%, e os da energia, -8,7%. A variação anual do núcleo do IPC que exclui alimentos *in natura* foi nula (0,3% em abril).

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. Nesse sentido, estão previstas expansões anuais de aproximadamente ¥80 trilhões para a base monetária e para o saldo dos bônus do governo japonês (JGB) em carteira, e a 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 cerca de ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e bônus corporativos serão mantidos em torno de ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões, nessa ordem.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,6% em julho (1,5% em abril), com os preços dos alimentos variando 2,7%, e os da energia, -2,0%.

O Banco do Povo da China (BPC) anunciou, ao final de agosto, cortes de 0,25 p.p. na taxa de juros de referência de empréstimo de um ano e na taxa de depósito a prazo de um ano, que se situaram, na ordem, em 4,6% e 1,75%. Simultaneamente, as taxas de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos de pequenas e de grandes instituições

financeiras foram reduzidas em 0,5 p.p., para 16% e 18%, respectivamente. Adicionalmente, o BPC removeu o teto para as taxas de remuneração de depósitos a prazo superiores a um ano.

4.3 Mercados financeiros Internacionais

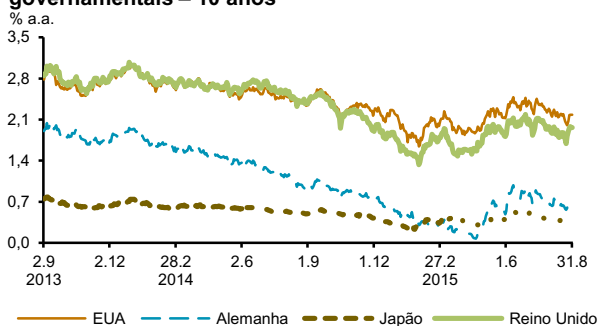
Os mercados financeiros globais repercutiram, no decorrer do trimestre encerrado em agosto, as incertezas em relação ao início do processo de normalização da política monetária nos EUA e à renegociação do programa de assistência financeira multilateral para a Grécia, e, principalmente a partir de julho, as turbulências nos mercados cambial e acionário da China. A evolução dos preços internacionais de *commodities* e as incertezas sobre o ritmo da atividade econômica global também contribuíram para a volatilidade nos mercados globais.

Nesse ambiente, os retornos anuais dos títulos de dez anos emitidos por economias maduras passaram a recuar a partir de meados de julho, em resposta ao aumento da demanda por ativos considerados mais seguros. Ressalte-se, no entanto, que esse movimento foi insuficiente para reverter os aumentos registrados na primeira metade do trimestre. Nesse cenário, os retornos anuais dos papéis de dez anos emitidos por EUA, Espanha, Reino Unido, Itália e Alemanha elevaram-se 0,10 p.p., 0,27 p.p., 0,15 p.p., 0,11 p.p. e 0,31, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, situando-se, na ordem, em 2,22%, 2,11%, 1,96%, 1,77% e 0,80%, ao final do período. Os rendimentos dos títulos similares do Japão mantiveram-se estáveis, em 0,38%, no período.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) aumentou 28 p.b., para 411 p.b., no trimestre encerrado em agosto. Destacaram-se as elevações nos indicadores da Indonésia (50 p.b), Turquia (49 p.b.), África do Sul (46 p.b.), México (34 p.b.), Brasil (46 p.b) e Rússia (18 p.b), que atingiram, na ordem, 285 p.b., 295 p.b., 254 p.b., 224 p.b., 340 p.b. e 299 p.b.

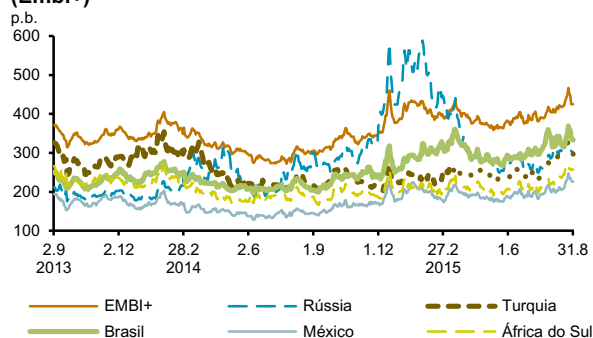
No decorrer do trimestre finalizado em agosto, as incertezas sobre o desfecho das negociações com a Grécia, as mudanças no gerenciamento da política cambial na China e o recuo dos índices acionários na China impactaram negativamente as bolsas de valores em nível global. Nesse cenário, ocorreram recuos nos índices FTSE 100, do Reino Unido (10,5%); DAX, da Alemanha (10,1%); IBEX, da Espanha (8,5%);

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



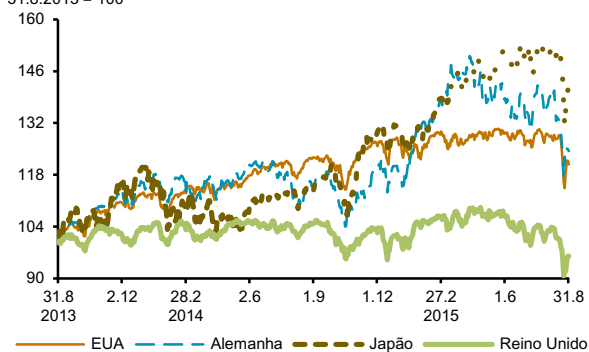
Fonte: Bloomberg

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



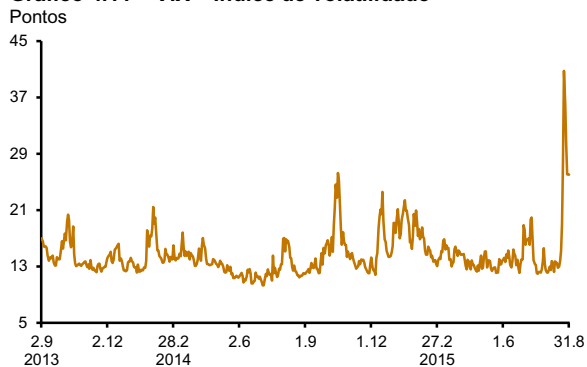
Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
31.8.2013 = 100



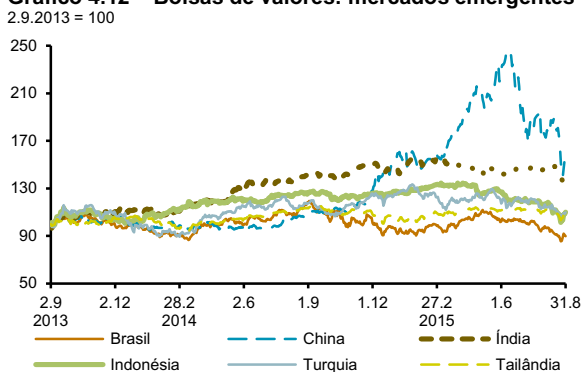
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade



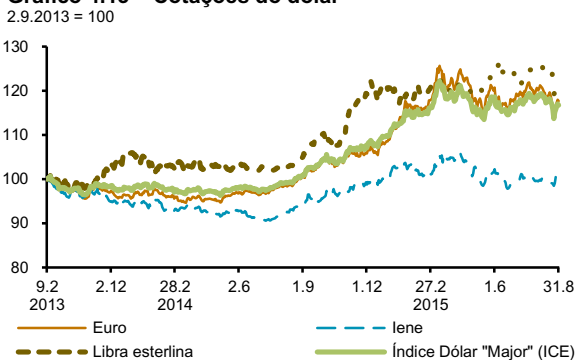
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes



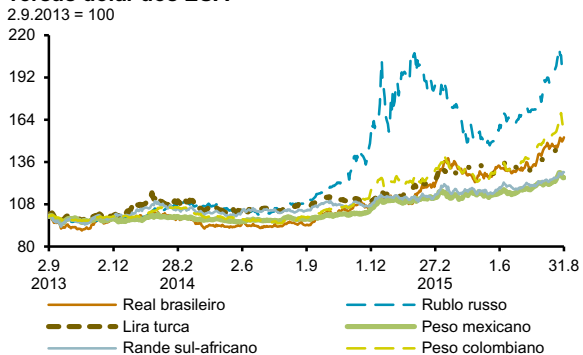
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA



Fonte: Bloomberg

S&P500, dos EUA (6,4%); Nikkey, do Japão (8,1%); e FTSE MIB, da Itália (6,6%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) variou 105,4% no trimestre encerrado em agosto, situando-se em 28,4 pontos ao final do período, após atingir 40,7 pontos em 24 de agosto. O indicador registrou média de 16,2 pontos no trimestre, ante 13,9 pontos no trimestre finalizado em maio, alta condicionada pelo expressivo recuo das bolsas de valores chinesas, que desencadearam movimento de baixa generalizado e abrupto nos mercados acionários globais no último mês do trimestre.

Nesse cenário, os principais índices acionários de relevantes economias emergentes também declinaram: *Shanghai Composite*, da China (30,5%); *IDX Composite*, da Indonésia (13,5%); *Ibovespa*, do Brasil (11,6%); *ISE National 100*, da Turquia (9,4%); e *Sensex*, da Índia (5,6%).

O dólar dos EUA – repercutindo o aumento da demanda por ativos de menor risco e a postergação do início do processo de normalização da política monetária nos EUA – depreciou em relação à libra esterlina (0,3%), ao euro (2,0%) e ao iene (2,4%), no trimestre encerrado em agosto. No período, o *Dollar Index Major*¹ declinou 1,1% (apreciação de 1,7% no trimestre finalizado em maio). Em contraste, o dólar apreciou em relação a diversas moedas de economias emergentes e/ou exportadoras de matérias-primas: rublo russo (22,7%), peso colombiano (20,5%), real brasileiro (13,9%), lira turca (9,5%), peso mexicano (8,9%), rande sul-africano (9,3%), rúpia indiana (4,2%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, variou 7,31% em agosto, em relação a maio, com variações respectivas de 11,58%, -0,92% e -6,66% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 6,61% no período². Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 3,12% em relação ao trimestre encerrado em maio.

A média mensal do índice S&P e *Goldman Sachs Spot* decresceu 18,61% em agosto, em relação a maio, resultado de recuos respectivos de 1,23%, 17,40% e 24,78% nos

1/ O *Dollar Index Major*, índice cambial calculado pela Intercontinental Exchange (ICE), expressa o dólar dos EUA em relação a uma cesta de seis moedas: euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, franco suíço e coroa sueca.

2/ O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 6,61% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de maio e de agosto de 2015.

Gráfico 4.15 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

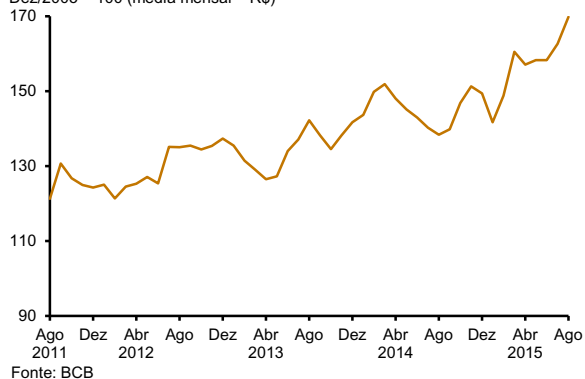


Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

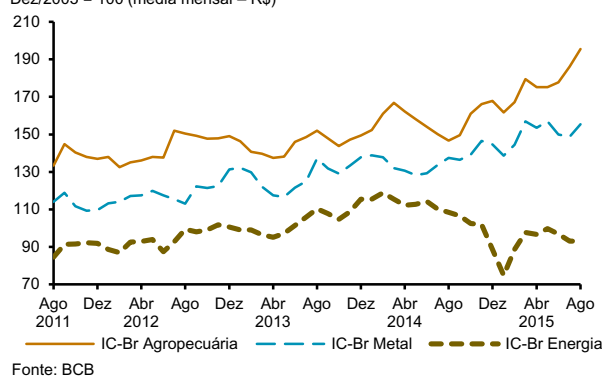


Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

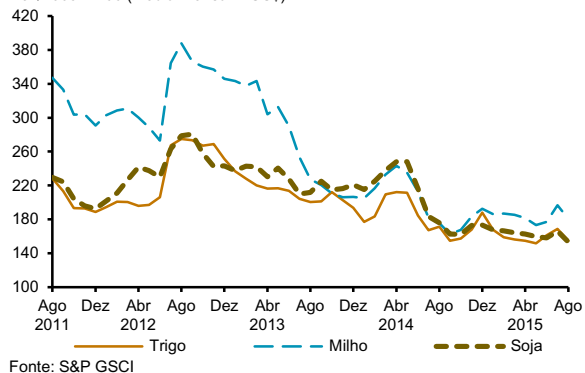
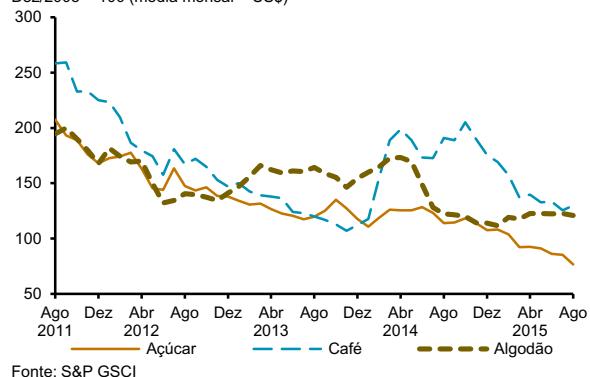


Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Em agosto, a média do índice atingiu o menor valor desde março de 2009.

A retração no segmento de *commodities* agropecuárias refletiu, em parte, o impacto da depreciação das moedas de importantes países produtores sobre a oferta. A cotação da soja recuou 3,9% no trimestre, influenciada pelo aumento da safra atual, que deverá superar a média dos últimos cinco anos em 16,1%, enquanto as cotações do açúcar, café e algodão decresceram, na ordem, 16,0%, 2,1% e 1,4%. Em sentido oposto, as cotações do milho e do trigo, refletindo reduções das safras devido a problemas climáticos na Europa e na China, aumentaram 4,1% e 2,0%, respectivamente.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do níquel, zinco, cobre, chumbo e alumínio recuaram, na ordem, 23,3%, 20,7%, 18,6%, 14,8% e 13,8%, no trimestre encerrado em agosto. Esse desempenho refletiu as incertezas quanto à evolução da demanda chinesa e ao desempenho da atividade econômica mundial.

A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 4,5%, para US\$64, no trimestre encerrado em agosto, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta de baixo custo (notadamente de Austrália e Brasil) e o menor dinamismo da produção mundial de aço, em especial na China.

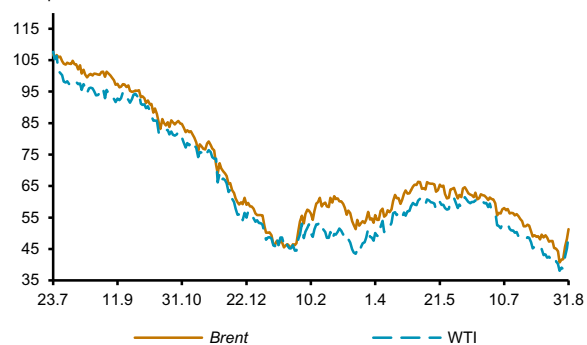
As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram, na ordem, US\$46,99 e US\$42,86 em agosto, recuando 27,2% e 27,7%, respectivamente, em relação a maio. Essa trajetória refletiu o cenário de excesso de oferta global, de elevados níveis de estoque nos EUA e de desaceleração da economia da China – grande importadora de petróleo.

4.5 Conclusão

O dinamismo apresentado pela economia dos EUA no segundo trimestre do ano indicou que o desempenho modesto registrado no trimestre anterior refletiu o impacto de efeitos transitórios. As perspectivas favoráveis para os EUA seguem contrastando com os sinais de retomada ainda tímida na Área do Euro, de desaceleração na China e de nova contração no Japão. Nesse contexto, aumentam as expectativas quanto ao início do processo de normalização gradual da política monetária nos EUA, decisão dependente, no entanto, de confirmação da evolução favorável de indicadores de preços

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

e do mercado de trabalho. Em contraste, as incertezas quanto à sustentabilidade da recuperação na Europa e ao processo de moderação da economia chinesa condicionam a manutenção e/ou ampliação das políticas de afrouxamento monetário no médio prazo nas referidas regiões. Nesse ambiente, mantém-se a perspectiva de riscos contidos de liquidez global.

Os indicadores do setor externo mostram efeitos relevantes do processo de ajuste macroeconômico em curso. Nesse sentido, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$46,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2015, recuando cerca de um terço em relação a igual período de 2014. Esse primeiro elemento de sucesso traduz, especialmente, a depreciação da taxa de câmbio acumulada no período e a retração da demanda interna. Nesse cenário, destacaram-se a reversão no *deficit* da balança comercial, que repercutiu retrações nas exportações e, mais intensamente, nas importações; e as reduções nas despesas líquidas de serviços e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os investimentos diretos no país e os passivos de investimentos em carteira permaneceram em patamar adequado ao financiamento das transações correntes.

5.1 Movimento de câmbio

O *superavit* do mercado de câmbio contratado somou US\$11,3 bilhões nos oito primeiros meses de 2015 (*deficit* de US\$700 milhões em igual período de 2014). Houve *superavit* de US\$16,2 bilhões no segmento comercial, com variações respectivas de -16,8% e -26,4% nas contratações de exportações e de importações; e *deficit* de US\$5 bilhões no segmento financeiro, reflexo de aumentos de 7,6% nas compras e de 8,1% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio, nos oito primeiros meses de 2015, resultou em liquidação de US\$8,1 bilhões em operações de linha com recompra, cujo estoque passou de US\$10,5 bilhões, em dezembro de 2014, para US\$2,4 bilhões, em agosto. A posição vendida dos bancos em moeda estrangeira no mercado à vista, que reflete operações com clientes e com o Banco Central, passou de US\$28,3 bilhões, ao final de 2014, para US\$17,6 bilhões, em agosto de 2015.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2014			2015	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago
Comercial	-2,0	2,5	4,1	2,0	16,2
Exportação	15,7	150,7	222,3	13,5	125,4
Importação	17,8	148,2	218,1	11,5	109,1
Financeiro ^{1/}	-1,0	-3,2	-13,4	2,1	-5,0
Compras	44,6	333,7	513,2	39,8	359,1
Vendas	45,6	336,8	526,6	37,7	364,1
Saldo	-3,1	-0,7	-9,3	4,1	11,3

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

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Exportação	154 018	128 348	-16,7
Importação	153 812	121 052	-21,3
Saldo	206	7 296	3 443,9
Corrente de comércio	307 831	249 399	-19,0

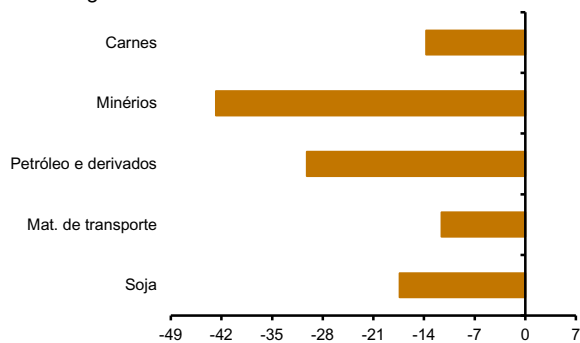
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	927,8	773,2	-16,7
Básicos	467,4	363,7	-22,2
Industrializados	435,1	389,8	-10,4
Semimanufaturados	112,6	104,5	-7,2
Manufaturados	322,5	285,3	-11,5
Operações especiais	25,2	19,6	-22,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-agosto – 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-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	926,6	729,2	-21,3
Bens de capital	192,2	161,8	-15,8
Matérias-primas	417,3	343,1	-17,8
Bens de consumo	156,7	133,9	-14,6
Duráveis	83,1	65,9	-20,7
Automóveis de passageiros	31,3	22,7	-27,4
Não duráveis	73,6	68,1	-7,6
Combustíveis e lubrificantes	160,3	90,4	-43,6
Petróleo	61,0	25,3	-58,5
Demais	99,3	65,1	-34,4

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

A balança comercial registrou *superavit* de US\$7,3 bilhões nos oito primeiros meses de 2015, ante US\$206 milhões em igual período de 2014. As exportações recuaram 16,7% e as importações, 21,3%, totalizando US\$128,3 bilhões e US\$121,1 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$249,4 bilhões, retração de 19,0% no período.

A média diária das exportações repercutiu reduções em todas as categorias de fator agregado, com destaque para o recuo de 22,2% nas de produtos básicos, impactadas, em especial, pelas retrações nas cotações de soja, minério de ferro e petróleo, responsáveis por 59,2% das vendas da categoria, no período^{1/}. Os embarques de manufaturados decresceram 11,5% (automóveis, -2,9%; autopeças, -7,8%; motores para veículos, -11,5%; óleo combustível, -61,5%); e os de semimanufaturados, 7,2% (açúcar em bruto, -20,5%; ferro-ligas, -14,5%; couros e peles, -19,3%).

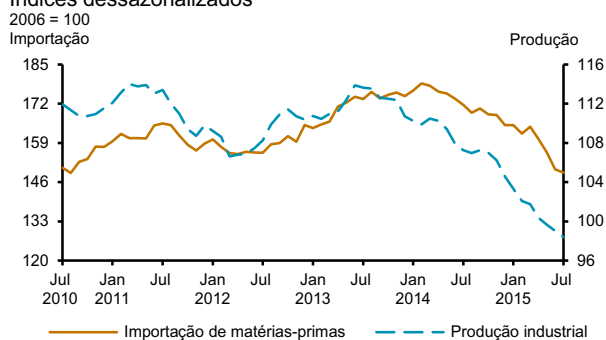
A média diária das importações recuou 21,3% nos primeiros oito meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Houve reduções em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes, 43,6%; bens de consumo duráveis, 20,7% (automóveis de passageiros, -27,4%; máquinas e aparelhos de uso doméstico, -20,8%; objetos de adorno de uso pessoal, -14,4%); matérias-primas, 17,8% (acessórios de equipamento de transporte, -21,3%; produtos intermediários – partes e peças, -20,5%; produtos minerais, -19,1%); bens de capital, 15,8% (máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, -20,2%; maquinaria industrial, -17,8%); e bens de consumo não duráveis, 7,6% (produtos farmacêuticos, -6,8%; produtos alimentícios, -10,9%). Destaque, no período, para a redução de 4,9 p.p., para 12,4%, na participação das aquisições de combustíveis e lubrificantes, evolução compatível com a trajetória das cotações do petróleo.

A evolução da corrente de comércio nos oito primeiros meses de 2015 refletiu a retração no intercâmbio bilateral com os principais países e blocos econômicos: África, 36,7%; Europa Oriental, 26,2%; União Europeia, 20,1%; Mercado Comum do Sul (Mercosul), 19,7%; Oriente Médio, 16,1%; EUA, 15,6%; China, 15,1%.

A Ásia manteve-se como principal destino das exportações brasileiras (33,5% do total), seguindo-se América Latina e

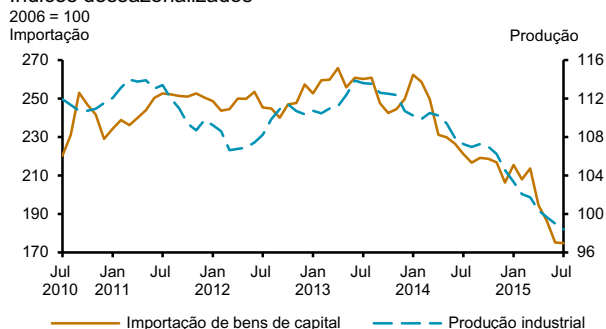
1/ As cotações médias dessas commodities recuaram 25,1%, 47% e 51,3%, respectivamente, de agosto de 2015 a agosto de 2014.

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



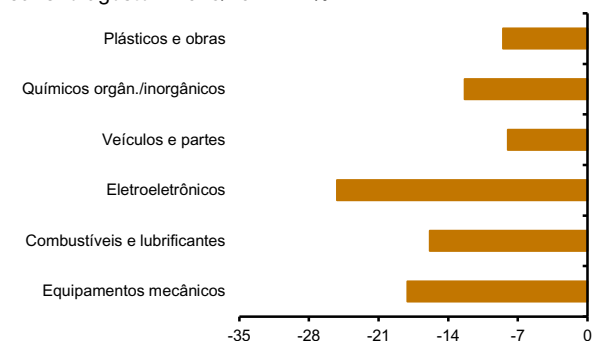
Fontes: Funcex e IBGE

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-agosto – 2015/2014^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

Caribe (20,3%), União Europeia (17,9%) e EUA (12,8%). Essas participações variaram -0,9 p.p., 0,4 p.p., -0,9 p.p. e 1,2 p.p., em relação a igual período de 2014.

As importações originárias da Ásia representaram 33,5% das aquisições brasileiras nos oito primeiros meses de 2015, seguindo-se as provenientes da União Europeia (21,4% do total), América Latina (16%) e EUA (15,4%). Essas participações variaram, na ordem, 2,6 p.p., 0,4 p.p., -0,4 p.p. e 0 p.p., em relação ao mesmo intervalo de 2014. As aquisições originárias da China representaram 18,5% do total, ante 16,0% nos oito primeiros meses de 2014.

O recuo de 16,7% registrado pelas exportações nos oito primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014, refletiu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), variações de -20,9% nos preços e de 5,6% no *quantum*. Destacaram-se as reduções nos preços de produtos básicos, 30,2%, e de semimanufaturados, 13,4%; e o aumento de 11,9% no *quantum* exportado de produtos básicos.

Na mesma base de comparação, o recuo de 21,3% nas importações decorreu de retrações de 11,0% nos preços e de 11,6% no *quantum*. Destacaram-se as reduções nos preços de combustíveis e lubrificantes, 37,7%, e de bens de consumo não duráveis, 9,9%; e os recuos no volume importado de bens de consumo duráveis, 19,8%; bens de capital, 15,3%; e bens intermediários, 12,0%.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes somou US\$46,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2015 (US\$65,2 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* totalizou US\$84,5 bilhões em agosto (4,34 % do PIB).

As despesas líquidas de serviços atingiram US\$26,4 bilhões. O recuo de 14%, em relação a igual intervalo de 2014, repercutiu, especialmente, as reduções nos *deficits* das contas transportes (26,3%) e viagens internacionais (26,8%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$12,9 bilhões e US\$3,8 bilhões, reduções respectivas de 25,1% e 20,9% em relação a igual intervalo de 2014. Os gastos com aluguel de equipamentos aumentaram 1,6%, no período.

As remessas líquidas com juros atingiram US\$16,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, recuando 0,1% em relação

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2014	2015	Var. %	2014	2015	Var. %	2014	2015
Total	928	773	-16,7	927	729	-21,3	1	44
A.Latina e Caribe	184	157	-15,0	152	117	-23,2	32	40
Mercosul-5 ^{1/}	101	85	-16,2	73	55	-24,5	28	30
Argentina	59	53	-11,3	56	44	-22,6	3	9
Demais	42	32	-23,2	17	12	-30,7	25	21
Demais	83	72	-13,4	79	61	-22,0	4	10
EUA ^{2/}	107	99	-8,1	142	112	-21,3	-35	-13
UE	174	138	-20,5	194	156	-19,7	-20	-18
Europa Oriental	18	12	-33,3	16	13	-17,9	2	-1
Oriente Médio	40	40	0,0	31	19	-36,9	9	20
Ásia	319	259	-18,9	286	244	-14,6	33	14
China	191	154	-19,7	149	135	-9,2	43	19
Outros	128	105	-17,8	138	110	-20,3	-10	-4
África	36	33	-10,3	68	34	-50,7	-32	-1
Demais	49	36	-26,0	37	34	-7,8	12	2

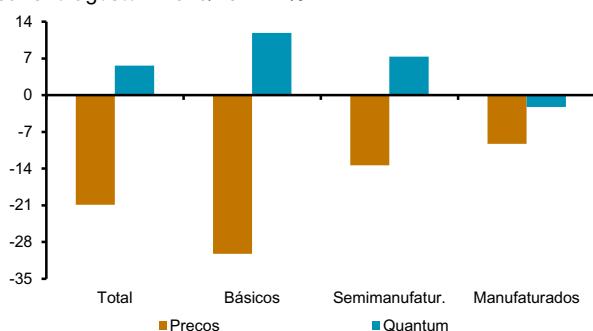
Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

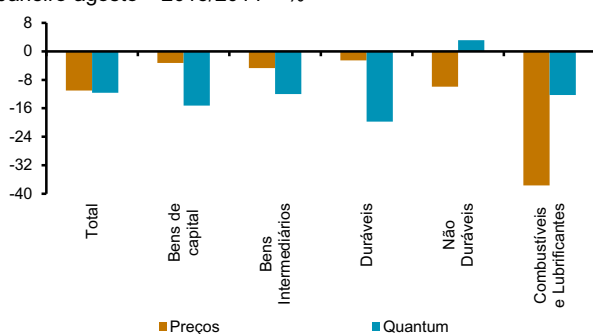
Janeiro-agosto – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-agosto – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

a igual período de 2014. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 2,3%, para US\$19 bilhões, e as receitas de juros, 13,6%, para US\$2,8 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 17,2%, evolução consistente com a redução das taxas de juros internacionais. Considerados intervalos de doze meses, as receitas de juros associadas à remuneração das reservas internacionais atingiram US\$2,6 bilhões em agosto (US\$3,1 bilhões em agosto de 2014). As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$11,7 bilhões. O recuo de 39,3% em relação a igual período de 2014 foi condicionado, em grande parte, pela depreciação da taxa de câmbio e pelo menor dinamismo da atividade doméstica. As empresas do setor de serviços e do setor industrial foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 50% e 46,7% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Diretos no País (IDP) no período, com destaque para os segmentos bebidas; telecomunicações; serviços financeiros; seguros e resseguros; produtos químicos e os alimentícios.

A renda secundária líquida totalizou US\$1,6 bilhão nos oito primeiros meses, decrescendo 0,4% em relação a igual intervalo de 2014. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, apesar do cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, foram impulsionados pela depreciação do real e aumentaram 25,8% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira registrou captações líquidas de US\$44,2 bilhões nos oito primeiros meses de 2015 (US\$61,4 bilhões em igual período de 2014). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$13 bilhões (aplicações líquidas de US\$21,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$42,2 bilhões no período, dos quais US\$29,1 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$13,1 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$73,6 bilhões em agosto (3,78% do PIB).

Os investimentos ativos em carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$849 milhões (saídas líquidas de US\$4,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimentos passivos em carteira somaram US\$21,5 bilhões (US\$40,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos em ações e em cotas de fundos

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,9	-65,2	-103,6	-2,5	-46,1	-65,0
Balança comercial	0,9	-0,9	-6,1	2,5	6,3	12,0
Exportações	20,4	153,8	224,6	15,4	127,6	192,0
Importações	19,5	154,6	230,6	12,8	121,3	180,0
Serviços	-3,8	-30,7	-48,1	-2,6	-26,4	-40,3
Transportes	-0,8	-5,8	-8,7	-0,4	-4,3	-7,0
Viagens internacionais	-1,9	-12,3	-18,7	-0,8	-9,0	-13,0
Computação, inform. e telecomunicações	-0,2	-1,5	-2,2	-0,2	-1,3	-1,7
Aluguel equipamentos	-1,3	-13,9	-22,6	-1,4	-14,1	-23,0
Demais	0,4	2,9	4,2	0,1	2,3	4,4
Renda primária	-4,2	-35,2	-52,2	-2,6	-27,6	-39,7
Juros	-1,2	-16,2	-21,3	-1,0	-16,2	-22,1
Lucros e dividendos	-3,0	-19,2	-31,2	-1,5	-11,7	-18,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,4	0,0	0,2	0,4
Renda secundária	0,1	1,6	2,7	0,2	1,6	2,9

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}
Conta financeira	-6,2	-61,4	-100,5	-2,1	-44,2	-64,7
Investimentos diretos	-6,4	-43,6	-70,9	-4,9	-29,1	-48,0
No exterior	3,6	21,9	26,0	0,3	13,0	17,0
No país	10,0	65,4	96,9	5,2	42,2	65,0
Participação	5,7	37,4	57,9	3,3	29,1	50,0
Op. intercompanhias	4,3	28,0	39,0	2,0	13,1	15,0
Investimentos em carteira	-5,0	-36,0	-38,7	1,5	-22,4	-27,9
Ativos	1,2	4,1	2,8	-0,1	-0,8	-
Passivos	6,2	40,1	41,5	-1,6	21,5	27,9
Derivativos	-0,1	-0,2	1,6	0,4	3,5	-
Outros investimentos	2,8	-1,4	-3,3	0,5	-6,6	-0,3
Ativos	6,3	30,9	50,6	3,7	17,1	20,9
Passivos	3,5	32,3	54,0	3,1	23,6	21,2
Ativos de reserva	2,4	19,6	10,8	0,4	10,4	11,5

1/ Projeção.

de investimento, US\$10,1 bilhões, e em títulos de renda fixa negociados no país, US\$18,7 bilhões (ingressos líquidos de US\$10,6 bilhões e de US\$28,7 bilhões, respectivamente, nos oito primeiros meses de 2014). A taxa de rolagem dos títulos de longo prazo negociados no exterior situou-se em 53% nos oito primeiros meses de 2015 (87% em igual intervalo de 2014). As amortizações líquidas de títulos de longo prazo, excetuados os papéis soberanos, somaram US\$4,6 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$5 bilhões e amortizações de US\$9,6 bilhões. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$351 milhões, no período. As amortizações líquidas de bônus da República totalizaram US\$3,1 bilhões nos oito primeiros meses do ano, incluindo operações de recompra no mercado secundário.

Os outros investimentos ativos somaram US\$17,1 bilhões, destacando-se a expansão de US\$8,5 bilhões em depósitos de propriedade de empresas não financeiras e a redução de US\$8,2 bilhões em depósitos mantidos por bancos brasileiros no exterior. Os créditos comerciais totalizaram concessões líquidas de US\$16,9 bilhões (concessões líquidas de US\$26,2 bilhões de janeiro a agosto de 2014).

Os outros investimentos passivos – créditos comerciais, depósitos, empréstimos diretos com bancos e demais empréstimos contratados junto a organismos internacionais – totalizaram ingressos líquidos de US\$23,6 bilhões nos oito primeiros meses de 2015 (US\$32,3 bilhões em igual período de 2014). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$17,4 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo, US\$5,1 bilhões. Destaque para os ingressos líquidos relativos a empréstimos diretos (US\$5,2 bilhões), com taxa de rolagem de 116%. Os empréstimos de curto prazo apresentaram ingressos líquidos de US\$460 milhões (US\$16,2 bilhões de janeiro a agosto de 2014).

Ao final de agosto, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$368,2 bilhões no conceito caixa e US\$370,6 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$4,6 bilhões e -US\$3,5 bilhões em relação a dezembro de 2014). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$8,1 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1,7 bilhão e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$574 milhões e -US\$6,4 bilhões.

Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$369,9 no conceito

Tabela 5.8 – Capitais estrangeiros

Fluxos líquidos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}
Capitais de LP	-0,1	11,7	19,3	0,5	-2,4	-3,1
Bônus públicos	1,5	1,6	2,5	-1,2	-3,1	-3,1
Títulos privados	-1,0	-1,2	-0,3	-0,3	-4,6	-
Emprést. diretos	-0,6	11,3	17,1	2,0	5,2	-
Emprést. de CP ^{2/}	1,0	16,2	24,4	-0,4	0,5	-
Títulos de CP	0,2	0,3	0,5	0,0	0,4	-
Títulos no país e ações totais	5,6	39,3	38,8	-0,2	28,8	31,0
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	58%	144%	155%	171%	102%	100%
Títulos	41%	87%	98%	63%	53%	100%
Emprést. diretos	73%	184%	188%	215%	116%	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.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013	2014		2015	
	Ano	Jan- ago	Ano	Jan- ago	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	373,1	358,8	358,8	363,6	363,6
Intervenções do Bacen	-11,5	16,8	6,5	8,1	9,0
A termo	-	-	-	-	-
Spot	-	-	-	-	-
Linhas com recompra	-11,5	16,8	6,5	8,1	9,0
Empréstimos em m.e.	-	-	-	-	-
Ingressos ^{2/}	0,9	0,2	0,4	0,2	0,2
Amortizações	-	-	-	-	-
Despesas de Juros	-	-	-	-	-
Receitas de Juros	3,4	2,0	3,0	1,7	2,5
Variações por preço	-4,3	1,9	1,7	0,6	0,6
Variações por paridades	-4,1	-1,2	-7,8	-6,4	-6,4
Demais ^{3/}	1,3	0,6	1,0	0,4	0,4
Varição total	-14,3	20,3	4,7	4,6	6,3
Posição das reservas – Caixa	358,8	379,2	363,6	368,2	369,9
Saldo de linhas com recompra	17,0	0,2	10,5	2,4	1,5
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez ^{4/}	375,8	379,4	374,1	370,6	371,4

1/ Projeção.

2/ Inclui ingressos de organismos.

3/ 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).

4/ Inclui o estoque de linhas com recompra e de empréstimos em moeda estrangeira.

caixa e US\$371,4 bilhões no conceito liquidez, ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$2,5 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para agosto de 2015, o serviço da dívida externa aumentou 49,1% em relação à posição apurada de dezembro de 2014. As exportações de bens recuaram 11,6% e a razão entre essas variáveis atingiu 50,1% (29,7% em dezembro de 2014). A dívida bruta diminuiu 1,9% e o PIB em dólares, 17%, resultando em crescimento de 2,8 p.p., para 17,8%, na relação dívida bruta/PIB. A relação dívida líquida/PIB passou de -2,0% para -2,2%.

A relação dívida bruta/exportações elevou-se de 1,6 para 1,7; a razão dívida líquida/exportações de bens e serviços se manteve estável, em -0,2; e a relação entre as reservas internacionais (conceito liquidez) e a dívida bruta aumentou de 106,1% para 107,1%.

5.6 Conclusão

Os resultados parciais do balanço de pagamentos de 2015 ratificaram a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, em ambiente de depreciação do Real (em termos reais) e contração da atividade interna. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso no Brasil deverá seguir favorecendo a trajetória de fortalecimento da conta de transações correntes.

Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimento estrangeiro direto e de investimentos em carteira. Adicionalmente, ressaltam-se as rolagens de títulos e empréstimos, próximas a 100% nos primeiros oito meses deste ano.

Deve ser considerado, no entanto, que a recente reclassificação da dívida soberana do país por uma das principais agências de *rating* traz riscos a esse cenário, uma vez que incorpora custos adicionais a captações de empresas e reduz a capacidade do país em atrair novos investimentos e aplicações. Ainda assim, tendem a prevalecer condições apropriadas ao financiamento das contas externas.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013 Dez	2014 Dez	2015 Mar Jun Ago ^{2/}		
Exportações de bens	242,0	224,6	217,5	208,0	198,5
Exportações de bens e serviços	281,2	264,5	256,4	245,4	234,1
Serviço da dívida	0,0	66,7	85,1	100,3	99,5
Dívida externa bruta	312,5	352,7	348,6	349,2	346,0
Dívida externa líquida	-90,5	-45,9	-44,2	-44,4	-43,0
Reservas internacionais (liquidez)	375,8	374,1	371,0	372,2	370,6
Reservas internacionais (caixa)	358,8	363,6	362,7	368,7	368,2
PIB	2 388	2 345	2 200	2 049	1 948
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	13,1	15,0	15,8	17,0	17,8
Dívida líquida/PIB (%)	-3,8	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
Dívida bruta/exportações	1,3	1,6	1,6	1,7	1,7
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5
Dívida líquida/exportação	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	0,0	29,7	39,1	48,2	50,1
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	0,0	25,2	33,2	40,9	42,5
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	120,2	106,1	106,4	106,6	107,1
Reservas (caixa) / dívida externa bruta (%)	114,8	103,1	104,1	105,6	106,4

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

2/ Dados estimados.

Ressalte-se, ainda, que o setor público permanece credor externo líquido e que o estoque de reservas internacionais no conceito de liquidez passou a representar, em agosto, 23 meses de importações de bens e o triplo das amortizações de compromissos de dívida total vincendas nos próximos doze meses.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015

A revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2015 considera as informações disponíveis desde o Relatório de Inflação de junho; a conjuntura doméstica, incluindo a retirada do grau de investimento dos títulos soberanos brasileiros por uma das agências de avaliação de risco; as estatísticas mais recentes relativas ao estoque e ao serviço da dívida externa do país; e as atualizações em relação às tendências do cenário econômico internacional.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2015 foi estimada em US\$65 bilhões (3,71% do Produto Interno Bruto – PIB). O *superavit* comercial – em cenário de depreciação da moeda doméstica e baixo dinamismo da atividade interna – foi elevado de US\$3 bilhões para US\$12 bilhões, com as exportações atingindo US\$192 bilhões e as importações, US\$180 bilhões (reduções respectivas de 14,5% e de 22% em relação ao resultado de 2014).

As estimativas para as despesas líquidas de serviços em 2015 foram reduzidas de US\$44,2 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$40,3 bilhões. A projeção para o *deficit* de viagens internacionais recuou de US\$14,5 bilhões para US\$13 bilhões. A alteração acompanhou a retração de 25,1% nas despesas, nos oito primeiros meses do ano, influenciada pelas trajetórias da renda doméstica e da taxa de câmbio. O dispêndio líquido com transportes foi reduzido para US\$7 bilhões, em linha com os menores fluxos de comércio. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos estão previstas em US\$23 bilhões (US\$22,6 bilhões em 2014).

As despesas líquidas em rendas primárias estão projetadas em US\$39,7 bilhões para 2015 (US\$52,2 bilhões em 2014). As despesas líquidas de juros estão previstas em US\$22,1 bilhões (US\$21,3 bilhões em 2014), já considerado o cronograma da nova posição de dívida externa, referente a junho de 2015. As despesas líquidas de lucros e dividendos estão projetadas em US\$18 bilhões para 2015 (US\$31,2 bilhões em 2014),

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}
Transações correntes	-6,9	-65,2	-103,6	-2,5	-46,1	-65,0
Balança comercial	0,9	-0,9	-6,1	2,5	6,3	12,0
Exportações	20,4	153,8	224,6	15,4	127,6	192,0
Importações	19,5	154,6	230,6	12,8	121,3	180,0
Serviços	-3,8	-30,7	-48,1	-2,6	-26,4	-40,3
Viagens	-1,9	-12,3	-18,7	-0,8	-9,0	-13,0
Demais	-1,9	-18,4	-29,4	-1,8	-17,4	-27,3
Renda primária	-4,2	-35,2	-52,2	-2,6	-27,6	-39,7
Juros	-1,2	-16,2	-21,3	-1,0	-16,2	-22,1
Lucros e dividendos	-3,0	-19,2	-31,2	-1,5	-11,7	-18,0
Demais	0,0	0,2	0,4	0,0	0,2	0,4
Renda secundária	0,1	1,6	2,7	0,2	1,6	2,9
Conta capital	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3
Conta financeira	-6,2	-61,4	-100,5	-2,1	-44,2	-64,7
Investim. ativos ^{2/}	11,2	56,9	79,5	3,9	29,2	37,9
Inv. direto no ext.	3,6	21,9	26,0	0,3	13,0	17,0
Ativos de bancos	-0,5	-4,8	-1,4	0,5	-9,0	-4,0
Demais ativos	8,0	39,8	54,9	3,0	25,2	24,9
Investim. passivos	19,8	137,8	192,4	6,8	87,4	114,1
IDP	10,0	65,4	96,9	5,2	42,2	65,0
Ações totais ^{3/}	1,6	10,6	11,8	-0,9	10,1	11,0
Títulos no país	4,0	28,7	27,1	0,7	18,7	20,0
Emprést. e tít. LP	0,2	12,1	21,1	0,5	-2,5	-5,4
Títulos públicos	1,5	1,6	2,5	-1,2	-3,1	-3,1
Títulos privados	-1,0	-1,2	-0,3	-0,3	-4,6	-
Empréstimos dir.	-0,6	11,3	17,1	2,0	5,2	-
Demais ^{4/}	0,3	0,4	1,8	-0,0	-0,1	-2,3
Emprést. e tít. CP	1,2	16,5	24,9	-0,4	0,8	-
Demais passivos ^{5/}	2,7	4,4	10,6	1,6	18,0	23,5
Derivativos	-0,1	-0,2	1,6	0,4	3,5	-
Ativos de reserva	2,4	19,6	10,8	0,4	10,4	11,5
Erros e omissões	0,7	3,7	2,9	0,3	1,7	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)			-4,4			-3,7
IED / PIB (%)			4,1			3,7

1/ Projeção.

2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

5/ Inclui crédito comercial passivo e outros passivos.

incluídos os lucros reinvestidos, considerando os efeitos do nível de atividade sobre a lucratividade empresarial, bem como a desvalorização cambial. Nos oito primeiros meses de 2015, as remessas líquidas de lucros e dividendos recuaram 39,3% comparativamente a igual período do ano anterior.

As estimativas para o ingresso líquido da conta de renda secundária foram elevadas de US\$1,8 bilhão, no Relatório de Inflação anterior, para US\$2,9 bilhões. De janeiro a agosto de 2015, os ingressos líquidos de renda secundária somaram US\$1,6 bilhão.

Na conta financeira, espera-se que as captações líquidas superem as concessões líquidas em US\$64,7 bilhões. As estimativas para os investimentos diretos no exterior somam remessas líquidas de US\$17 bilhões, redução de US\$8 bilhões ante a estimativa anterior (US\$26 bilhões em 2014).

Os ingressos líquidos de investimentos diretos no país são projetados em US\$65 bilhões (3,71% do PIB), redução de US\$15 bilhões ante o previsto no Relatório de Inflação de junho. A nova estimativa reflete, primordialmente, o recuo de 35,6% nos ingressos líquidos ocorrido nos oito primeiros meses do ano, em relação a período similar de 2014. Com as revisões das projeções, o investimento direto no país deve passar a financiar integralmente o *deficit* projetado para as transações correntes em 2015.

As projeções para os ingressos líquidos em passivos de investimentos em carteira totalizaram US\$27,9 bilhões, compostos principalmente por ingressos relativos a papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, US\$20 bilhões, e em ações, US\$11 bilhões (US\$26,5 bilhões e US\$15 bilhões, respectivamente, na estimativa do Relatório de Inflação de junho). Ressalte-se que, no caso de ativos denominados em moeda doméstica, como títulos e ações negociados no mercado brasileiro, a depreciação cambial encarece eventuais saídas de capital estrangeiro ao exterior, e favorece novos ingressos, contribuindo para a estimativa de moderados ingressos líquidos no último quadrimestre de 2015.

As empresas brasileiras permanecem com pleno acesso aos mercados internacionais de crédito. Dessa forma, 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 nos oito primeiros meses de 2015. Cabe mencionar a concentração de vencimentos no primeiro semestre de 2015, implicando menor necessidade de captações no segundo semestre.

O estoque de operações de linha com recompra, que somava US\$10,5 bilhões em dezembro de 2014, recuou para US\$2,4 bilhões ao final de agosto de 2015, em virtude de recompras líquidas de US\$8,1 bilhões, ocorridas nos primeiros oito meses do ano. Em setembro, até o dia 18, ocorreu a rolagem desses US\$2,4 bilhões e nova oferta de US\$300 milhões, com novos vencimentos ainda em 2015. Adicionalmente, o Banco Central ofertou US\$1,5 bilhão em operações de linhas com recompra com vencimento em 2016.

Em 2015, projeta-se *superavit* de US\$5 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado. Os bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro deverão liquidar suas obrigações em linhas com recompra, US\$9 bilhões, e reduzir US\$4 bilhões no saldo de depósitos mantidos no exterior.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Hiato financeiro^{1/}

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano ^{2/}
Transações correntes	-6,9	-65,2	-103,6	-2,5	-46,1	-65,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,6	-7,4	-7,6	-0,4	-6,7	-7,0
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,3	2,0	3,0	0,2	1,7	2,5
Lucros reinvestidos – receitas	0,4	3,9	6,0	0,4	3,1	5,0
Lucros reinvestidos – despesas	-1,2	-6,7	-10,7	-0,8	-4,0	-5,0
Transações correntes – hiato financeiro	-5,8	-57,1	-94,3	-2,0	-40,2	-60,5
Conta financeira	-7,4	62,8	-99,3	-2,5	-39,2	-65,5
Ativos	11,2	57,8	74,9	2,9	35,1	36,9
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	3,2	18,0	20,0	-0,1	9,9	12,0
Investimento em carteira, exceto bancos	0,5	2,0	2,2	-0,1	-0,1	-
Outros investimentos, exceto bancos	7,6	37,8	52,6	3,1	25,3	24,9
Passivos	18,0	123,8	174,1	5,6	76,6	102,1
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	8,9	58,8	86,2	4,5	38,1	60,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	5,6	32,7	33,9	-2,0	14,8	20,9
Outros investimentos	3,5	32,3	54,0	3,1	23,6	21,2
Demais	-0,6	-3,1	-0,2	0,2	2,3	-0,3
Hiato financeiro ^{3/}	1,5	11,7	5,1	0,5	-1,0	5,0
Intervenções líquidas do Banco Central ^{4/}	2,1	14,3	6,5	-	8,0	9,0
Bancos – variação de ativos no exterior ^{5/}	-0,5	-2,6	-1,4	0,5	-9,0	-4,0

1/ Exclui transações liquidadas via reservas internacionais, à exceção de intervenções no mercado de câmbio, e transações domésticas em reais.

2/ Projeção.

3/ + = *superavit* no mercado cambial; - = *deficit* no mercado cambial.

4/ + = aumento de reservas internacionais; - = redução de reservas internacionais.

5/ + = aumento de ativos de bancos; - = redução de ativos de bancos.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de junho de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o terceiro trimestre de 2017 e para o crescimento do PIB até o segundo trimestre de 2016. 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 14,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 1º e 2 de setembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,90/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 18 de setembro 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 precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 9,53% em agosto, 3,01 p.p. acima da registrada até agosto de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 7,70% em doze meses (6,95% até agosto de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 15,75% (5,07% até agosto de 2014). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 8,60% em doze meses (7,07% até agosto de 2014), e a dos comercializáveis, 6,62% (6,81% até agosto de 2014). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 10,64% (7,53% até agosto de 2014) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,24% (8,44% até agosto 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 deslocou-se de 0,59% em julho para 0,41% em agosto, com o acumulado em doze meses em 7,79% (1,12 p.p. acima do registrado em agosto de 2014). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,41% em julho para 0,33% em agosto; o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,55% para 0,42%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,71% para 0,32%; o núcleo por dupla ponderação, de 0,63% para 0,43%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, deslocou-se de 0,67% para 0,56%. O índice de difusão do IPCA alcançou 65,2% em agosto (10,2 p.p. acima do registrado em agosto de 2014), e média nos últimos três meses de 66,2% (7,8 p.p. acima da média observada entre junho e agosto de 2014).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,58% em julho e 0,40% em agosto. Assim, a variação em doze meses atingiu 7,80% (4,63% até agosto de 2014). O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 7,15% em doze meses até agosto, 10,45% no segmento agropecuário e 5,94% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, foi de 9,73% em doze meses (6,76% até agosto de 2014). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,30% em doze meses (7,26% até agosto de 2014), com variação de 8,59% no custo de mão de obra e de 5,87% 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 0,58% em junho, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses foi de -1,61%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 40,8 em julho para 44,8 em agosto, registrando recorde de alta de cinco meses.

Os índices ICI, ICC e ICS, da Fundação Getúlio Vargas, recuaram 1,6%, 1,7% e 4,7% em agosto, respectivamente.

A atividade fabril recuou 1,5% em julho, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 5,3% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 8,9% em julho, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de julho com a de junho, de acordo com a série com ajuste sazonal, a de bens de consumo semi e não duráveis mostrou redução mais acentuada (-3,4%). Os setores de bens intermediários (-2,1%) e de bens de capital (-1,9%) também apresentaram recuo na produção. Já o setor de bens de consumo duráveis registrou o único resultado positivo em julho, com avanço de 9,6%. Comparando-se a produção de julho com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-27,8%), bens de consumo duráveis (-13,7%), bens de consumo semi e não duráveis (-9,2%) e bens intermediários (-5,6%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação recuou 0,2% de junho para julho de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 6,7% menor do que o registrado em julho de 2014.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 77,7% em agosto. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de bens intermediários (82,2%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (66,1%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, recuou desde a divulgação do Relatório anterior. Em agosto, 21,3% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (18,7% em julho), e 1,7%, insuficientes (1,5% em julho), 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 recuou 3,5% em julho, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 6,8% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de -1,0% e -0,6%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de -1,0% para o comércio varejista restrito e de -4,9% para o ampliado. Em julho, houve retração no volume de vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado.

O PIB a preços de mercado recuou 1,9% no segundo trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 0,7% no primeiro trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 2,6% (redução de 1,6% no primeiro trimestre, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB contraiu 1,2% (redução de 1,0% no valor adicionado e de 2,8% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 1,6% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 0,5%; e a industrial diminuiu 2,9%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 2,1% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,7% em relação ao mesmo trimestre de 2014. O consumo do governo avançou 0,7% na margem e recuou 1,1% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 8,1% em relação ao trimestre anterior e 11,9% em relação ao segundo trimestre de 2014. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços aumentaram 3,4%, enquanto as importações de bens e serviços recuaram 8,8% em relação ao primeiro trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 7,5%, enquanto as importações caíram 11,7%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em junho de 2015 foi estimada em 8,3%, com aumento de 1,5 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Já de acordo com a Pesquisa Mensal de emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 7,5% em julho, com aumento de 0,6 p.p. em relação ao mês anterior e de 2,6 p.p. em relação a julho de 2014. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em julho ficou estatisticamente estável frente a junho e recuou 2,4% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTE, houve redução de 157,9 mil postos de trabalho formais

em julho e fechamento de 494,4 mil vagas no acumulado do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam a aceleração de um processo de distensão no mercado de trabalho.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura do sistema financeiro e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – tem sido importante fator de sustentação do crescimento do consumo das famílias. A propósito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.469,1 bilhões em julho, com crescimento nominal de 10,5% em relação a julho de 2014. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 22,0% e atingiu R\$476,7 bilhões, o que corresponde a 8,4% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, 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\$1.641,6 bilhões em julho (9,4% superior ao observado em julho de 2014), e a taxa de juros média alcançou 19,8% (3,1 p.p. maior do que a observada em julho de 2014). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$615,2 bilhões (com crescimento de 13,8% em relação a julho de 2014).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$16,2 bilhões em doze meses até agosto de 2015 (R\$16,3 bilhões até agosto de 2014). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$31,4 bilhões em doze meses até agosto de 2015 (R\$72,1 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\$73,4 bilhões nos doze meses até agosto de 2015 (R\$124,0 bilhões no mesmo período de 2014).

No que se refere ao comércio exterior, de acordo com o MDIC, o *superavit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$3,0 bilhões em agosto (ante *superavit* de US\$6,3 bilhões em agosto de 2014). Concorreram para esse resultado US\$199,4 bilhões em exportações e US\$196,4 bilhões em importações, com recuos de 16,7% e 15,7%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em agosto de 2014. Em doze meses até agosto, o *quantum* exportado avançou 0,4% e o preço médio das exportações diminuiu 16,6%, enquanto

o *quantum* importado recuou 8,4% e o preço médio das importações diminuiu 8,3%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$89,4 bilhões em julho de 2015, equivalente a 4,3% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$21,9 bilhões em termos líquidos (US\$24,8 bilhões em julho 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\$23,0 bilhões (US\$21,6 bilhões em julho de 2014). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$25,3 bilhões em doze meses até julho (US\$34,1 bilhões até julho de 2014), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$26,4 bilhões para US\$21,1 bilhões.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$78,4 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 3,8% do PIB.

Sobre a atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Especificamente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas 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 tem sido revisado para baixo. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodáticas, apesar dos debates em curso sobre a normalização das condições monetárias.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* caiu desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$47. 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 queda de 10,4% nos preços das metálicas e de 2,06% nos preços das agrícolas.

Nesse contexto, na data de corte de 18 de setembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado

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

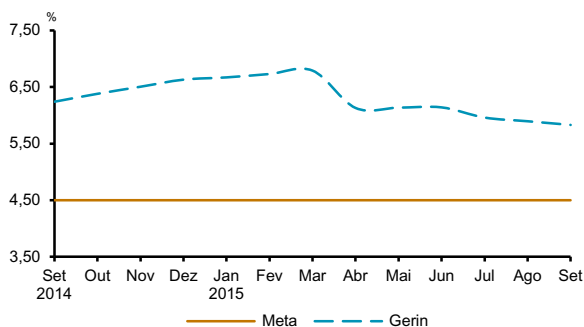
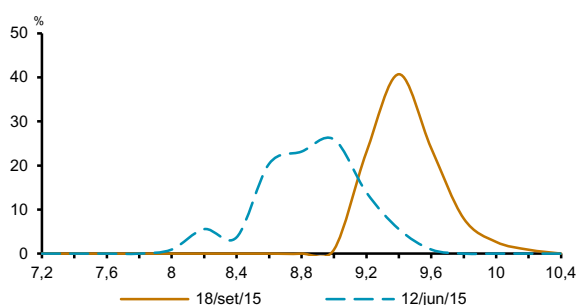


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2015

Frequência relativa



pele CRB, recuou 4,62% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de junho de 2015.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2015 deslocou-se de -1,35% para -2,70%, entre 12 de junho, data de corte do Relatório anterior, e 18 de setembro. Para 2016, a taxa de crescimento se deslocou de 0,90% para -0,80%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 8,79% para 9,34%, para 2015; e de 5,50% para 5,70%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses teve redução de 0,28 p.p., deslocando-se de 6,10% para 5,82%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de junho de 2015, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2015, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,30% para 0,20%.

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.

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.

Do lado externo, desde o Relatório anterior, em linhas gerais, a tendência de atividade global mostrou maior moderação ao longo do 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 novos focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa. Do lado interno, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso – que pode ser mais intenso e mais longo que o antecipado –, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade inferior ao potencial. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico, além do realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres, os impactos nos preços dos ativos de expectativas sobre as trajetórias sinalizadas para as variáveis fiscais, especialmente depois de mudanças recentemente anunciadas, mas ainda não consolidadas nas metas fiscais, e do rebaixamento da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma das grandes agências de avaliação de risco.

No âmbito internacional, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras, 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, revisões

dos números sobre o crescimento da economia no primeiro semestre de 2015 confirmam a tendência de recuperação da economia, refletida no mercado de trabalho, em ambiente que combina níveis moderados de inflação, e favorecida, em grande parte, pela queda nos preços de *commodities* de energia. No Japão, o banco central prossegue com o programa de estímulo monetário com vistas a aumentar a taxa de expansão de sua economia e evitar o risco de uma espiral deflacionária. Na Área do Euro, alguns dados recentes sobre o nível de atividade econômica contrastam com as projeções do BCE de menor crescimento e indicam que o seu programa de expansão monetária tem logrado diminuir o risco de deflação. Adicionalmente, o menor preço do petróleo e a desvalorização do euro contribuem, de maneira geral, para uma melhor perspectiva de crescimento naquela região, apesar de ainda existirem riscos pontuais. Em relação a riscos para a atividade global, destacam-se aqueles decorrentes da volatilidade associada à incerteza sobre o início do processo de normalização das condições monetárias em importantes economias maduras, apesar da reafirmação de seu gradualismo.

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, importantes economias emergentes experimentam período de transição e de maior moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Indicadores recentes sugerem maior disparidade nas taxas de crescimento para economias emergentes e patamares inferiores aos observados em anos recentes.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário é de maior moderação no crescimento global – não obstante a heterogeneidade de sua distribuição –, com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais contribuindo 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 elevação de prêmios de risco combinada com queda nos preços de ativos. De fato, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de alguns soberanos – em particular de países emergentes – apresentaram crescimento ao longo deste trimestre, ao mesmo tempo em que os mercados acionários apresentaram episódios de oscilações significativas 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, com episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostraram nova redução, após período de relativa estabilidade observada entre os meses de fevereiro e maio deste ano. As quedas foram mais pronunciadas nos segmentos de energia e de metais. O Comitê destaca que, não obstante a recente 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 reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Esse processo está sendo intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência desses eventos, e o consumo privado mostra sinais de contração, em linha com recentes dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que pode ser mais intenso e mais longo que o antecipado, 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 crescimento global, mesmo moderado, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e ao crescimento sustentável da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária. O setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo que possa caminhar em direção 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 e consolidação 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 observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho tem aumentado em ritmo mais intenso, com dados confirmando a aceleração de um processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Comitê pondera que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis, neste e no próximo ano, com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a inflação e, no setor público, sobre a percepção de sustentabilidade do balanço consolidado das contas desse setor. 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, especialmente no contexto do ajuste em curso de preços administrados. Nesse contexto, não obstante a ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, e apesar do processo de distensão em curso no mercado de trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento da economia em doze meses, calculada a partir da atual metodologia de Contas Nacionais do IBGE, apresentou, no segundo trimestre de 2015, redução pelo quinto trimestre consecutivo. Especificamente no segmento empresarial, vários fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo, entre os quais, a baixa confiança de empresários, intensificada por um conjunto recente de incertezas sobre eventos não econômicos, 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 forte redução no trimestre terminado em julho, atingindo, em termos dessazonalizados, níveis inferiores aos observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009. Acentuou-se, também, a heterogeneidade da utilização setorial, superando os níveis observados 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 encontram-se em território desinflacionário, em linha com as taxas de expansão da atividade observadas recentemente – menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia e mais baixas do que o inicialmente antecipado. Considerando as perspectivas de crescimento (conforme consta na seção 6.3), o Comitê avalia que nos próximos trimestres essas medidas de hiato tendem a permanecer em território desinflacionário.

No que se refere à política fiscal, o Copom reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização e consolidação das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Nesse sentido, relativamente ao resultado fiscal estrutural e a depender do ciclo econômico, 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, mesmo que mais lentamente e com menor intensidade. Entretanto, a perspectiva de nova

mudança de trajetória para as variáveis fiscais, implícita na proposta orçamentária para 2016, afetou as expectativas e, de forma significativa, os preços de ativos. Nesse sentido, o Comitê nota que alterações significativas na trajetória de geração de *superavit* primários impactam não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, mas também a precificação de ativos e a percepção de risco da economia, contribuindo, se não ocorrer mudança de direção, para uma avaliação negativa sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo.

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. Tendo em conta que o processo de recuperação dos resultados fiscais tem ocorrido em velocidade inferior à inicialmente prevista, é fundamental que seja mantida determinação para a retomada de resultados primários positivos. Considerando que o ajuste fiscal também possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados, quanto mais tempestiva for a implementação do processo em curso, mais rápida será a retomada de uma trajetória favorável para a dívida pública e para a confiança de famílias e empresas. 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. 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. Ainda em relação às expectativas de inflação, o Comitê observa que estas ainda se encontram próximas ou na meta de 4,5% a.a. nos horizontes de médio e longo prazo. Para o final de 2016, no

entanto, o Comitê destaca o aumento recente da diferença entre expectativas de inflação em relação à meta, depois de ter havido certo progresso no processo de convergência. Esse aumento ainda permanece de pequena magnitude na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior, e ocorre a despeito da significativa elevação das expectativas de inflação para o ano corrente e da deterioração da percepção dos agentes econômicos a respeito do balanço de riscos e da trajetória fiscal. Esses fatos constituem um claro e importante sinal sobre, de um lado, os progressos obtidos com a implementação da estratégia atual de política monetária, mas, de outro lado, sobre as consequências da deterioração no balanço de riscos.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. 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 e, 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 implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as 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 evoluíram de acordo com a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, mas, principalmente, refletindo mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Após período de relativa estabilidade, a aversão ao risco voltou a crescer no decorrer do trimestre encerrado em agosto, repercutindo, inicialmente, o impasse em relação à Grécia e o início das perdas nas bolsas chinesas, e, em sequência, incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa, ao ritmo de recuperação da atividade global e ao início da normalização da política monetária nos EUA. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que essa aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir a sinalizações sobre como novos indicadores de atividade serão analisados pelas autoridades, fornecendo indicações adequadas sobre o momento do início do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos, minimizando volatilidade e riscos. Adicionalmente, ressalta que fatores domésticos, em especial nos campos do atual processo

decisório da política fiscal, influenciaram e continuarão a influenciar, se não forem tempestivamente endereçados, os preços desses ativos financeiros. Importa destacar, mais uma vez, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

Especificamente sobre a dinâmica dessa transmissão, cabe ressaltar que, de um lado, alguns elementos contribuem para reduzir os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos. Entre esses elementos estão, sobretudo, a posição cíclica da economia com o atual desempenho e as novas perspectivas para 2016 mais fracas do que o inicialmente antecipado, o atual nível de estoques, o comportamento mais benigno dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e a posição restritiva da política monetária. Por outro lado, a percepção dos agentes a respeito da perenidade dos preços de ativos, em particular os atuais níveis da taxa de câmbio, atua no sentido inverso, aumentando o potencial de transmissão dos prêmios de risco e de desvalorizações sobre os preços domésticos.

O Copom destaca que, nas economias de mercado, no longo prazo os preços tendem a apresentar taxas de crescimento relativamente próximas. Nesse sentido, em linha com as projeções constantes na próxima seção, o Comitê reitera os efeitos da 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 reitera os efeitos da ocorrência de um processo de realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais. Prospectivamente, o Comitê reafirma que uma das funções da política monetária é fazer com que os efeitos desses realinhamentos sobre a inflação se circunscrevam ao curto prazo e não se transmitam para horizontes mais longos.

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos dos dois supracitados importantes e necessários 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 esses ajustes fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em

2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. 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, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.

Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 14,25% a.a., sem viés, na reunião de julho; e, por unanimidade, manter a taxa em 14,25% a.a., sem viés, na reunião de setembro.

O Comitê entende que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

Em julho, votaram pela elevação da taxa Selic para 14,25% 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, Otávio Ribeiro Damaso e Sidnei Corrêa Marques. Em setembro, votaram pela manutenção da taxa Selic em 14,25% 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, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.

O Copom reitera que a demanda agregada continuará a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a 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, que começa a traduzir-se em melhores resultados para o setor externo. 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 a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.

Nesse contexto, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos agravada recentemente pelos efeitos do rebaixamento da nota de crédito soberana. Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Nessa ótica, certos riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 18 de setembro de 2015 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,90/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de setembro de 2015 – ante R\$3,10/US\$ e 13,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de junho de 2015.

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 anterior. Para o último trimestre de 2015, a taxa média passou de R\$3,19/US\$ para R\$3,86/US\$. Para o final de 2016, a taxa de câmbio passou de R\$3,30/US\$ para R\$4,00/US\$. Para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$3,93/US\$, ante R\$3,40/US\$ no Relatório anterior.

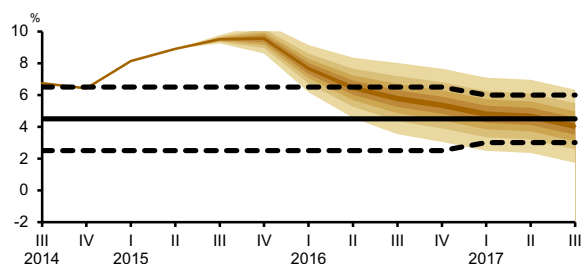
No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2015 aumentaram de 14,00% a.a. para 14,25% a.a. e, para o final de 2016, deslocaram-se de 12,00% a.a. para 12,25% a.a. Para o final de 2017, as expectativas mantiveram-se em 11,00% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -69 p.b. e -169 p.b., em

relação à atual meta para a taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 15,4% para 2015, ante 13,7% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até agosto, nos preços da gasolina (9,6%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2015, de aumento de 15,0% no gás de bujão, de redução de 3,5% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 49,6% 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 IGP. De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 5,7% para 2016, 0,4 p.p. maior do que o valor considerado no Relatório anterior.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 14,25% 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 14,25% a.a.

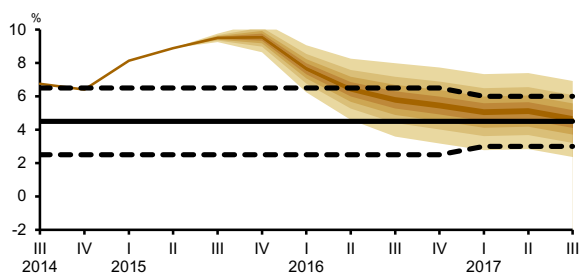
(Cenário de referência)

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

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

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

Leque de inflação



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

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,15% do PIB em 2015 e de 0,70% 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.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 9,5% em 2015, 0,5 p.p. maior do que a projetada no Relatório de junho de 2015 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 para o terceiro e quarto trimestres de 2015 é de 9,5%. Em 2016, a projeção recua para 7,7% no primeiro trimestre, segue em declínio para 6,5% e 5,8% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerra o ano em 5,3%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 4,8% e recua para 4,7% e 4,0% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de

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 3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,5
2015 4	9,2	9,3	9,5	9,6	9,8	9,9	9,5
2016 1	7,1	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	7,7
2016 2	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2	6,4
2016 3	4,9	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	5,8
2016 4	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0	6,4	5,4
2017 1	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,1
2017 2	4,2	4,6	4,9	5,3	5,6	6,0	5,1
2017 3	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	4,6

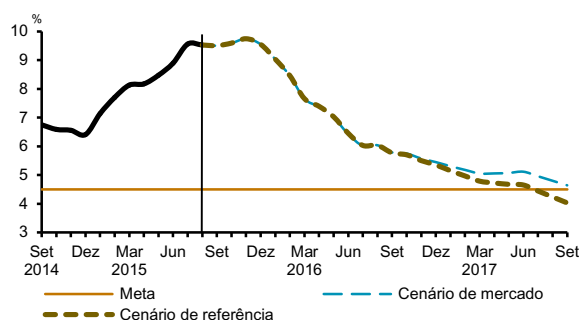
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de junho de 2015

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2015 II	9,0	9,0
2015 III	9,3	9,3
2015 IV	9,0	9,1
2016 I	6,7	6,8
2016 II	5,4	5,5
2016 III	5,0	5,2
2016 IV	4,8	5,1
2017 I	4,7	5,0
2017 II	4,5	4,8

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



tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 99% e, em 2016, de 20%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 9,5% em 2015, mesmo valor projetado no cenário de referência e 0,4 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 no terceiro e quarto trimestres de 2015 é de 9,5%. Para o primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 7,7%, recua para 6,4% e 5,8% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano de 2016 em 5,4%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 5,1% no primeiro e segundo trimestres, e para 4,6% no terceiro trimestre.

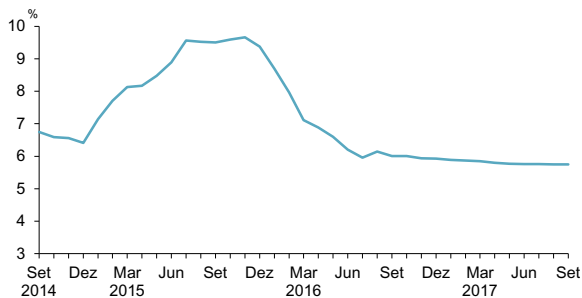
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 99% e, em 2016, de 22%.

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 a partir do terceiro trimestre de 2015. 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. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue o mesmo padrão das trajetórias do cenário de referência.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o terceiro trimestre de 2017, e a trajetória de metas. Até agosto 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 Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até agosto de 2015, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação se mantém estável no terceiro trimestre de 2015, declinando a partir de dezembro de 2015 e convergindo para a média incondicional ao final do horizonte de projeção.

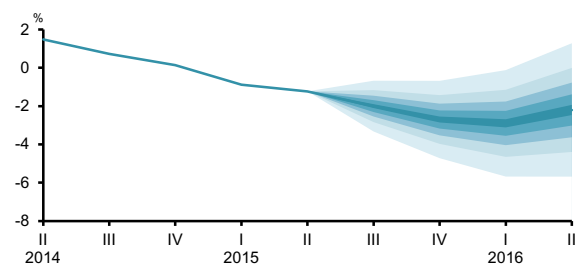
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 14,25% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o exercício de projeção do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento projetado do PIB acumulado em quatro trimestres é de -2,7% para 2015 (1,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -2,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2016.

Inércia Inflacionária e Determinantes das Expectativas de Inflação

O modelo novo-keynesiano de curva de Phillips híbrida, que faz parte do arcabouço teórico utilizado por diversos bancos centrais, estabelece como determinantes da dinâmica da inflação, além da atividade econômica (*proxy* para custos marginais) e de choques de oferta (modelados ou não), os componentes de inércia inflacionária e de expectativas de inflação. O primeiro relaciona a inflação corrente à dinâmica inflacionária de períodos anteriores, efeito que se manifesta principalmente via mecanismos de indexação. O segundo componente captura o impacto das perspectivas futuras dos agentes sobre a inflação. A correta identificação desses componentes é de fundamental importância para formuladores de política monetária, uma vez que podem determinar, particularmente em períodos de desinflação, quão rapidamente a inflação reverteria após um choque, impactando, dessa forma, a resposta apropriada de política. Em virtude da relevância para a política monetária, este box pretende analisar o comportamento da persistência da inflação no Brasil à luz da literatura sobre o tema, e identificar alguns determinantes das expectativas de inflação coletadas pelo Banco Central do Brasil, fazendo distinção entre expectativas de curto e de longo prazos.

A literatura empírica sobre o tema é diversificada e utiliza diversos métodos para estimação do grau de persistência de inflação. A forma mais simples consiste em regressar a taxa de inflação em suas várias defasagens e calcular a soma dos coeficientes desses termos defasados. Abordagens mais estruturais incluem estimações de curvas de Phillips, modelos semiestruturais, representação da dinâmica inflacionária usando fatores latentes, entre outras (ver Rudd e Whelan, 2007; Stock e Watson, 2007; Cechetti *et al.*, 2007; Mishkin, 2007; Pivetta e Reis, 2007)¹. A literatura empírica usualmente decompõe a inércia da inflação em: (i) persistência

1/ Para uma revisão das metodologias, ver trabalhos do projeto *Inflation Persistence Network* do Banco Central Europeu (BCE).

intrínseca, relacionada à própria natureza do processo de fixação de preços; (ii) persistência gerada pelas expectativas, advinda, por exemplo, da rigidez de informação, como em Mankiw e Reis (2002); e (iii) persistência extrínseca, produzida por outros fatores, tais como hiato do produto, juros e choques, que é transmitida para a inflação (Angeloni *et al.* (2004) e Dossche e Everaert, 2005).

Vários estudos sugerem que nos últimos anos a persistência inflacionária tem diminuído em economias maduras (Mishkin, 2007; Stock e Watson, 2007). Nos Estados Unidos, houve redução particularmente após a década de 1990, com o período conhecido como “grande moderação”. Há evidências de redução também nos países do G7 (Cechetti *et al.*, 2007). Resultado semelhante é encontrado pelo grupo de trabalho do projeto *Inflation Persistence Network* (IPN) para os países da Área do Euro. Os estudos da IPN sugerem que o grau de persistência inflacionária na Área do Euro atualmente é moderado².

No caso do Brasil, a evidência é menos consensual. Alguns trabalhos indicam redução na inércia da inflação nos últimos anos, enquanto outros mostram resultados opostos. Por exemplo, Chan e Matos (2010) aplicam a técnica de fatores latentes de Stock e Watson (2007) e métodos tradicionais de modelos autorregressivos, e indicam que o coeficiente de persistência declinou a partir de 2003. Machado e Portugal (2014) decompõem a inércia inflacionária em três fontes, e concluem que a persistência intrínseca se reduziu entre 1995 e 2011, enquanto que as parcelas de expectativas e extrínseca parecem não ter se alterado. De outro lado, Roache (2014) usa um arcabouço mais *forward looking* para comparar a inércia inflacionária do Brasil com um conjunto de países que adotam regime de metas para a inflação, e conclui que a persistência aumentou no Brasil até 2013, em particular no caso de choques para cima na inflação. Já Oliveira e Petrassi (2014) sugerem que a persistência permaneceu estável, para uma amostra de 40 países, que inclui o Brasil.

2/ Ver resumo dos principais achados dos estudos em https://www.zentral-bank.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_ipn_briefsummary.en.html

No presente boxe, ao invés de se buscar uma estimativa pontual, estimam-se diferentes especificações de curvas de Phillips, com várias medidas de hiato do produto e tratamentos distintos do componente de expectativas, para se obter um intervalo para o coeficiente de persistência inflacionária. Os modelos estimados possuem a seguinte forma:

$$(1) \pi_t^l = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_t \pi_{t+1} + (1 - \alpha_1 - \alpha_2) \Delta e_{t-m}^f + \alpha_3 h_{t-j} + \theta' x_t + \sum_{k=1}^4 \varphi_k d_{kt} + \varepsilon_t$$

em que π_t^l é a taxa de inflação de preços livres, π_t é a taxa de inflação cheia, E_t é o operador de expectativas, Δe_t^f é a inflação importada (variação da taxa de câmbio e dos preços externos), h_t é a medida de hiato do produto, x_t é um vetor de choques de oferta modelados com média zero no longo prazo, d_{kt} são *dummies* sazonais, ε_t é o choque de oferta não modelado e os outros termos são parâmetros a serem estimados. Os modelos foram estimados com dados trimestrais para toda a amostra a partir de 2002, pelo método de momentos generalizados (Generalized Method of Moments – GMM). Entre as várias especificações estimadas, o parâmetro de persistência inflacionária encontrou-se no intervalo entre 0,3 e 0,6, o que indica que a dinâmica inflacionária no Brasil apresenta certa dependência das taxas de inflação de períodos anteriores³.

Em relação ao componente *forward looking*, buscou-se investigar alguns fatores que podem ajudar a explicar a dinâmica das expectativas de inflação no Brasil, fazendo a distinção entre expectativas para prazos mais curtos e expectativas para horizontes mais longos. As equações estimadas possuem a seguinte especificação:

$$(2) \pi_t^{e,t+k} = \gamma_1 \pi_{t-1}^{e,t+k-1} + \gamma_2 \pi_t^* + \gamma_3 \pi_{t-1} + \gamma_4 h_{t-j} + \gamma_5 \Delta e_{t-m} + \gamma_6 Sup_{t-1} + \gamma_7 r_t + \zeta_t$$

na qual $\pi_t^{e,t+k}$ é a expectativa de inflação para o período $t+k$ medida no momento t , π_t^* é a meta de inflação oficial (calculada para o horizonte considerado para as expectativas), π_{t-1} é a inflação realizada do período anterior, h_t é o hiato do produto, Δe_t mede a variação na taxa de câmbio, Sup_t é o ciclo do *superavit* primário estrutural, extraído por meio do filtro Hodrick-Prescott (HP), r_t é a taxa de juros real *ex-ante* (medida pelo *Swap-360* deflacionado pela expectativa de inflação relativa ao

3/ Para economias maduras, o parâmetro de persistência da curva de Phillips estimado encontra-se usualmente abaixo de 0,5, ver, *inter alia*, Angeloni *et al.* (2004), Galí e Gertler (1999) e Rudd e Whelan (2007).

período de vigência do contrato de *Swap*), e ζ_t é o termo de erro⁴. Nas regressões foram usados dados trimestrais⁵. Para separar o impacto desses fatores nas expectativas curtas e longas, a equação (2) foi estimada considerando a mediana das expectativas de inflação para o período de um trimestre (expectativa em t para o trimestre seguinte), expectativas de um ano (medida em t para os próximos quatro trimestres) e de dois anos (expectativa medida em t para os quatro trimestres compreendidos entre $t+5$ e $t+8$). No caso das regressões com expectativas de um ano e de dois anos, considerou-se também como regressores as expectativas para juros e câmbio. Para lidar com o problema de endogeneidade, os modelos foram estimados pelo método de GMM.

A Tabela 1 apresenta os resultados das estimações. Os parâmetros estatisticamente significantes são reportados em negrito. Os resultados sugerem que existem diferenças importantes nos fatores que afetam a formação de expectativas nos vários horizontes. Para horizontes mais curtos, as variáveis relevantes parecem ser as próprias expectativas defasadas, a inflação efetiva ocorrida no período anterior e a variação cambial recente. Note-se que outras variáveis, como taxa de juros, hiato do produto e meta de inflação não apresentam significância, em parte, devido ao fato de a política monetária operar com defasagens, com menor influência no horizonte de curtíssimo prazo. Para horizontes mais longos, a taxa de juros afeta negativamente e com significância estatística as expectativas de inflação. Pontualmente, o coeficiente da taxa de juros é maior na estimativa para as expectativas de dois anos. Além disso, quanto mais longo o horizonte, maior parece ser a influência da meta de inflação oficial. Os resultados sugerem também menor impacto da inflação efetiva recente e da variação cambial em horizontes mais longos⁶. Em resumo, os resultados sugerem que as expectativas inflacionárias em horizontes mais curtos são mais influenciadas pelas informações recentes da taxa de inflação efetiva e pela variação cambial, enquanto em horizontes mais longos os fatores mais importantes são a política monetária e a meta de inflação.

4/ Na regressão de três meses foram incluídas *dummies* sazonais.

5/ As expectativas foram coletadas na segunda semana do primeiro mês de cada trimestre, após a divulgação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do mês anterior.

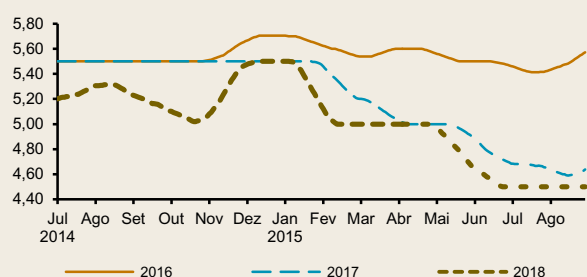
6/ Os termos de expectativas de juros e de câmbio não foram significantes e não são reportados.

Tabela 1 – Regressões das expectativas de inflação ^{1/}

	3 meses	12 meses	12-24 meses
<i>lag</i> expectativas	0,33 (0,08)	0,41 (0,14)	0,39 (0,14)
meta	0,06 (0,51)	0,46 (0,06)	0,69 (0,13)
inflação passada	0,24 (0,02)	0,20 (0,08)	0,01 (0,05)
hiato	-0,04 (0,04)	0,18 (0,04)	0,00 (0,10)
câmbio	0,02 (0,00)	0,04 (0,02)	0,01 (0,01)
superavit	-0,06 (0,06)	-0,15 (0,13)	-0,07 (0,31)
juros	-0,01 (0,03)	-0,13 (0,04)	-0,24 (0,09)
R ²	0,74	0,70	0,17
N	47	47	47
Período	2003T1-2014T3	2003T1-2014T3	2003T1-2014T3

1/ Erro padrão entre parênteses

Gráfico 1 – Expectativas de inflação



Esses resultados podem ajudar na compreensão do comportamento das expectativas de inflação para diferentes horizontes, observado recentemente. O Gráfico 1 mostra a mediana das expectativas dos agentes de mercado para a inflação de 2016, 2017 e 2018 coletadas pelo Banco Central. Observa-se que as expectativas para 2017 e para 2018, que encontravam-se próximas a 5,5% no final de 2014, recuaram para níveis próximos à meta atual de 4,5%. Já as expectativas para 2016 têm demonstrado maior resistência. A influência de fatores de curto prazo, como o nível ainda elevado da inflação corrente e a volatilidade cambial, parece dominar as previsões para o ano de 2016, com os agentes atribuindo maior peso a esses fatores, em comparação aos impactos da política monetária. Os efeitos do atual ciclo de ajuste da taxa básica de juros se fizeram sentir mais fortemente na redução das expectativas para prazos mais longos.

Por fim, tentou-se avaliar o impacto das surpresas relacionadas à inflação de curto prazo sobre as expectativas dos agentes, utilizando-se janela de identificação em torno da data de divulgação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para calcular a medida de surpresa provocada pelo IPCA e

a variação nas expectativas decorrentes da surpresa, como em estudos de eventos. Especificamente, foram estimadas regressões com a seguinte forma funcional, usando dados mensais desde 2001:

$$(3) \quad \Delta\pi_t^{e,t+k} = \mu + \beta s_t + \eta_t$$

em que $\Delta\pi_t^{e,t+k}$ representa a variação na média das expectativas de inflação para o período $t+k$ (calculada entre a véspera da divulgação do IPCA e o final da janela de identificação), s_t mede a surpresa em relação à inflação do mês corrente (obtida pelo IPCA menos a expectativa para a inflação do mês corrente na véspera do IPCA) e η_t é um termo de erro. As regressões usam dados de expectativas de inflação para o horizonte de três meses e de doze meses e foram realizadas estimações com janelas de dois e de cinco dias úteis⁷.

A Tabela 2 mostra os resultados das estimações. Independentemente do tamanho da janela de identificação, o efeito da surpresa é economicamente relevante e estatisticamente significativo. Quando a inflação do mês corrente vem acima do valor esperado pelos agentes de mercado, ocorre um ajuste das expectativas para cima. O inverso acontece em caso de surpresas para baixo. Foram também realizadas estimações com dados em nível individual e os resultados qualitativos foram mantidos. Portanto, realizações da inflação além ou aquém da esperada pelos agentes afetam as expectativas para prazos mais longos, e, via mecanismo de expectativas na curva de Phillips, também afetam a inflação corrente.

Tabela 2 – Efeito de surpresas sobre as expectativas

	3 meses		12 meses	
	2 dias	5 dias	2 dias	5 dias
Surpresa ^{1/}	0,34	0,60	0,39	0,76
	(0,03)	(0,17)	(0,06)	(0,31)
R ²	0,37	0,38	0,20	0,27
N	160	160	160	160

1/ Erro padrão entre parênteses

7/ O tamanho da janela em torno da divulgação do IPCA é fundamental para a identificação do efeito, pois não pode ser muito pequena, de tal forma que não haja tempo para os agentes reagirem e mudarem suas expectativas, nem muito longa de forma a contaminar a variação das expectativas com a divulgação de outras informações.

Em resumo, este boxe buscou avaliar o impacto dos componentes de inércia e de expectativas sobre a dinâmica inflacionária no Brasil. As estimações realizadas sugerem que a inflação corrente depende de maneira importante da inflação passada, como mostra o intervalo de estimativas do coeficiente de persistência. Em relação ao termo de expectativas, há evidências de que as previsões dos agentes para prazos mais curtos são fortemente dependentes de desenvolvimentos recentes, principalmente na inflação e na taxa de câmbio. No caso das expectativas para prazos mais longos, ganham importância a postura da política monetária e a meta de inflação. Esses resultados podem ajudar a explicar por que as expectativas de inflação para 2017 e para 2018 indicam maior convergência para a meta, enquanto as expectativas para 2016 mostram certa resistência. Por fim, as evidências apresentadas neste boxe sugerem dois fatores cujas contribuições determinam, de maneira oposta, a dinâmica das expectativas de inflação. Enquanto a persistência contribui para sua resistência, a reação às surpresas inflacionárias pode potencializar o processo de convergência, à medida em que os efeitos cumulativos dos aumentos de juros tenham impacto sobre a inflação.

Referências

ANGELONI, I., AUCREMANNE, L., EHRMANN, M., GALÍ, J., LEVIN, A. e SMETS, F. (2004), “Inflation Persistence in the Euro Area: Preliminary Summary of Findings”, *mimeo*.

CECHETTI, S., HOOPER, P., KASMAN, B., SCHOENHOLTS, K., e WATSON, M. (2007), “Understanding the Evolving Inflation Process”, U.S. Monetary Policy Forum. Disponível em: <http://research.chicagogsb.edu/gfm/events/conferences/2007-usmonetaryforum.aspx>

CHAN, M. e MATOS, S. (2010), “Changes in Brazilian Inflation Persistence”, 38º Encontro Nacional de Economia (ANPEC), Salvador.

DOSSCHE, M. e EVERAERT, G. (2005), “Measuring Inflation Persistence: A Structural Time Series Approach”, European Central Bank Working Paper Series no. 495.

GALÍ, J. e GERTLER, M. (1999), “Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, pp. 195-222.

MACHADO, V. e PORTUGAL, M. (2014), “Measuring Inflation Persistence in Brazil Using a Multivariate Model”, *Revista Brasileira de Economia*, vol. 68(2), pp.: 225-241.

MANKIW, G. e REIS, R. (2002), “Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117(4), pp.: 1295-1328.

MISHKIN, F. (2007), “Inflation Dynamics”, *International Finance*, vol. 10(3), pp.: 317-334.

OLIVEIRA, F. e PETRASSI, M. (2014), “Is Inflation Persistence Over?”, *Revista Brasileira de Economia*, vol. 68(3), pp.: 393-422.

PIVETTA, F. e REIS, R. (2007), “The persistence of inflation in the United States”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31(4), pp.: 1326-1358.

ROACHE, S. (2014), “Inflation Persistence in Brazil - A Cross Country Comparison”, IMF Working Paper no. 55.

RUDD, J. e WHELAN, K. (2007), “Modelling Inflation Dynamics: A Critical Review of Recent Research”, *Journal of Money, Credit and Bank*, vol. 39, s1, pp.: 155-170.

STOCK, J. e WATSON, M. (2007), “Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?”, *Journal of Money, Credit and Bank*, vol. 39, s1, pp.: 3-33.

Revisão do Modelo Estrutural de Médio Porte – Samba

Os modelos de projeção desempenham papel relevante no processo de decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB). Atualmente, os modelos apresentados nas reuniões do Copom podem ser divididos em três grupos: modelos semiestruturais de pequeno porte, modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) e modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE) de médio porte, o Samba¹. O modelo Samba, utilizado para simulações de cenários desde agosto de 2011², gera projeções específicas para preços e agregados macroeconômicos desde janeiro de 2012.

Em linha com outros boxes publicados sobre os demais modelos de projeção, este boxe atualiza as informações e procedimentos adotados em relação ao modelo Samba. Especificamente, o boxe aborda quatro pontos: primeiro, apresenta as modificações na estrutura e no tratamento de dados implementados desde o Copom de julho de 2015; segundo, discute o processo de construção de projeções com o modelo Samba; terceiro, compara, em relação à versão original, as respostas do modelo para os choques mais relevantes; por fim, apresenta a decomposição histórica do produto e da inflação com base nos choques estruturais simulados pelo modelo.

Desde o início de sua operação, o modelo Samba passou por duas atualizações de parâmetros, baseados em amostras mais recentes, sem modificações substanciais na estrutura ou no conjunto de variáveis observadas. O terceiro exercício de atualização, cujos resultados são apresentados neste boxe, incorpora um conjunto significativo de revisões que levam em conta tanto as necessidades de alterações em variáveis observadas quanto a experiência acumulada no processo de projeções para o Copom.

1/ Ver Castro *et al.* (2011).

2/ Alguns desses cenários já foram apresentados em boxes do Relatório de Inflação. Sobre política fiscal, o boxe “Efeitos na Inflação e no Produto de Variação de Gastos e de Impostos”, de dezembro de 2011; sobre impactos do setor externo na economia brasileira, “Efeitos da Desaceleração Econômica Internacional na Economia Brasileira”, de dezembro de 2011; e sobre efeitos da política monetária, “Mecanismo de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central”, de março de 2012.

No que se refere aos dados observados, além da atualização da amostra até o primeiro trimestre de 2015, as alterações recentemente implementadas incluem:

- 1) O uso de dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) para caracterizar a dinâmica do mercado de trabalho. As séries históricas de emprego e de salários da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), usadas anteriormente, foram substituídas por simulações feitas com base em algoritmos para modelos VAR de frequências mistas, incorporando informações sobre diferentes pesquisas de mercado de trabalho existentes no país³. Também associado ao mercado de trabalho, a equação de observação para a variável emprego substitui a variação do número de pessoas empregadas pelo nível da taxa de ocupação, ajustado sazonalmente e subtraído de sua média;
- 2) A utilização de nova série para o Produto Interno Bruto (PIB) mundial, de acordo com os dados utilizados por outros modelos do Banco Central⁴, e modificação da equação de observação dessa variável, com utilização do hiato do PIB mundial calculado pelo filtro Hodrick-Prescott (HP) “*one-sided*”, visando minimizar revisões no hiato geradas pela adição de novos dados; e
- 3) Os componentes da demanda doméstica – consumo, investimento e gastos do governo – são observados ainda em termos de taxa de crescimento, mas com a média amostral do crescimento do PIB sendo subtraída das observações.

Sobre a estrutura do modelo, duas modificações importantes foram implementadas. Em primeiro lugar, a versão log-linearizada do modelo foi substituída pela especificação não-linear original, que traz, como consequência, a necessidade de definir as Curvas de Phillips do modelo em termos recursivos⁵ e construir o estado estacionário de forma analítica para facilitar

3/ O algoritmo e uma aplicação para a taxa de desemprego da PNAD Contínua está descrito em Alves e Fasolo (2015). Exercício semelhante ao do desemprego foi feito para a série de salários nominais.

4/ Ver boxe “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015”, de março de 2015.

5/ Ver Yun (1996) e Schmitt-Grohé e Uribe (2007).

a estimação⁶. Em segundo lugar, o bloco fiscal foi alterado para tratar a tributação como variável de ajuste para atingir o equilíbrio dinâmico das contas públicas, tornando exógeno o componente de gastos do governo. Na comparação com o trabalho original, as equações 63, 68 e a definição do choque z_t^G , especificadas em Castro *et al.* (2011), foram substituídas pelas duas equações a seguir:

$$S_t^y = \bar{S}^y + \phi_s (S_{t-1}^y - \bar{S}^y) + \phi_{\bar{S}} (\bar{S}_{t-1}^y - \bar{S}^y) + \varepsilon_t^T$$

$$\log\left(\frac{G_t}{Y_t} / \frac{G}{Y}\right) = \rho_G \log\left(\frac{G_{t-1}}{Y_{t-1}} / \frac{G}{Y}\right) + \varepsilon_t^G$$

Com a mudança acima, a tributação como proporção do PIB, T_t , passa a responder pela dinâmica de ajuste do resultado primário, já que a razão dos gastos do governo sobre PIB é exógena e desempenha as funções do choque z_t^G . A equação 69 do artigo original garante a definição do resultado primário.

Projeções

As projeções de inflação e agregados macroeconômicos produzidas pelo Samba procuram, na medida do possível, reconciliar os cenários normalmente trabalhados no Copom por outros modelos. Assim, hipóteses adotadas nos modelos semiestruturais de pequeno porte também são assumidas para projetar cenários com o Samba, desde que não impeçam a convergência deste de volta para o estado estacionário. Entre elas, destacam-se as projeções de preços administrados para o ano corrente e para o ano seguinte, as trajetórias de curto e médio prazo para o resultado primário e a manutenção da taxa de câmbio nominal em um horizonte de doze meses, além de informações para a descrição do bloco externo do modelo (produto, preços e juros externos), caracterizado apenas por variáveis exógenas. Além desses condicionamentos, que refletem informações disponíveis a respeito de variáveis relevantes para o modelo no curto prazo, agrega-se também o julgamento⁷

6/ A especificação não-linear do modelo, para fins de estimação e simulação, é posteriormente linearizada, depois de calculado o estado estacionário analítico.

7/ O julgamento dos membros do Copom incorpora informações subjetivas sobre a natureza (temporária ou persistente) e a intensidade dos choques que atingiram ou potencialmente atingirão a economia. Ver Boletim Focus “O Processo de Decisão do Copom”, de maio de 2007.

dos membros do Copom e o conhecimento da equipe técnica a respeito da economia⁸. É reconhecido pela literatura que a incorporação de informações de curto prazo melhora significativamente as projeções realizadas em modelos DSGE de médio porte como o Samba⁹.

Propriedades do Modelo

Nesta seção, ilustram-se algumas das propriedades do modelo com funções de resposta ao impulso para alguns choques importantes para a economia. Em linha com outros boxes publicados, apresentam-se os impactos, sobre a inflação e a atividade econômica, de choques exógenos de política monetária, câmbio e política fiscal, comparando-as com as respostas do modelo original, em Castro *et al.* (2011).

O primeiro exercício considera um choque de política monetária equivalente a 1 ponto percentual (p.p.) em termos anualizados, com a trajetória de juros seguindo uma regra de Taylor nos períodos seguintes. O Gráfico 1 mostra os efeitos sobre a inflação acumulada em doze meses. Nota-se que a média obtida na estimação original do modelo Samba está dentro das bandas obtidas pela estimação corrente¹⁰ para os primeiros períodos subsequentes ao choque. O Gráfico 2 apresenta os efeitos sobre a atividade econômica para o referido choque. Nesse caso, a estimação atual sugere impacto maior sobre o produto, ainda que a banda superior aproxime-se dos resultados originais, além da maior defasagem para a política monetária atingir seu efeito máximo, em relação à estimação original.

O segundo exercício apresenta os efeitos para um choque temporário de câmbio real equivalente a 1%, em um único período. O Gráfico 3 mostra que os efeitos do câmbio real sobre a inflação são relativamente menores em termos de magnitude, de acordo com evidências de redução do *pass-through* do câmbio em períodos mais recentes¹¹, embora a persistência do choque guarde

Gráfico 1 – Resposta da inflação à política monetária
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)

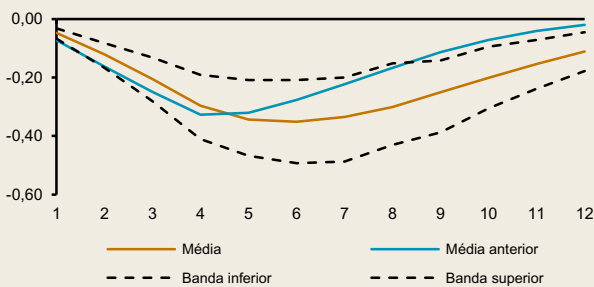


Gráfico 2 – Resposta da atividade econômica à política monetária
Hiato do produto (p.p.)

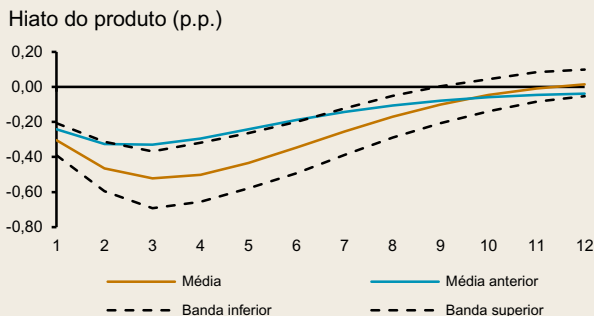
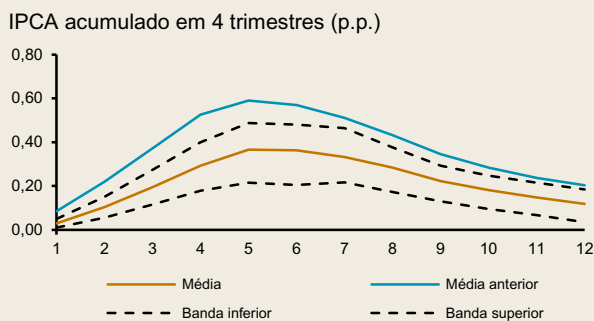


Gráfico 3 – Resposta da inflação ao choque de câmbio
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



8/ O uso desses condicionamentos está descrito em Lima *et al.* (2011).

9/ Ver, por exemplo, Del Negro e Schorfheide (2013).

10/ O intervalo de confiança de 90% é calculado com base na incerteza sobre os parâmetros do modelo, usando simulações da distribuição *a posteriori* dos parâmetros estimados.

11/ Análise mais completa sobre a literatura do *pass-through* da taxa de câmbio aparece no box “Repasse Cambial para Preços”, do Relatório de Inflação de março de 2015.

Gráfico 4 – Resposta da atividade econômica ao choque de câmbio

Hiato do produto (p.p.)

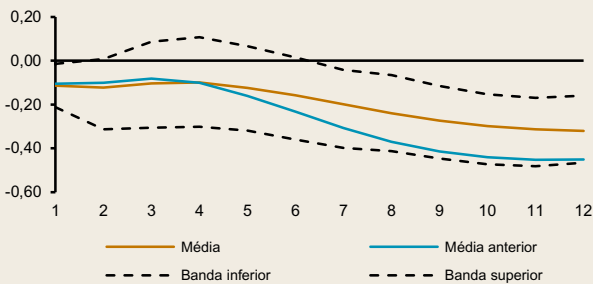


Gráfico 5 – Resposta da inflação ao choque de gastos do governo

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)

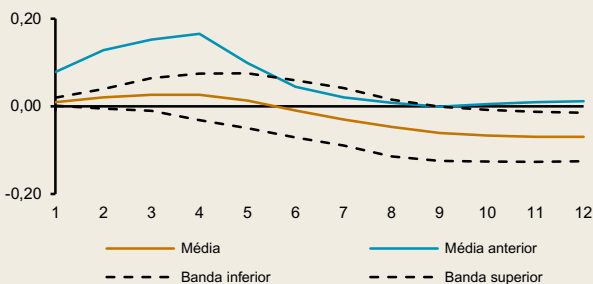
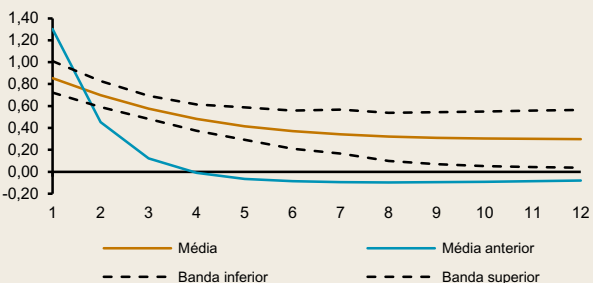


Gráfico 6 – Resposta da atividade econômica ao choque de gastos do governo

Hiato do produto (p.p.)



similaridades com a estimação original. O Gráfico 4 apresenta os efeitos sobre a atividade econômica para o choque de câmbio, mostrando que a resposta original do modelo Samba está contida no intervalo de confiança da estimação atual.

Por fim, o terceiro exercício refere-se a um choque temporário de 5% nos gastos do governo, algo equivalente a 1% do PIB, e que segue a trajetória estimada de acomodação nos períodos subsequentes ao choque. O Gráfico 5 mostra que os impactos sobre a inflação acumulada em 4 trimestres são menores do que aqueles previamente estimados, enquanto o Gráfico 6 indica que os efeitos sobre a atividade econômica estão menores e mais persistentes no horizonte relevante. Note-se ainda que o multiplicador fiscal atual é menor do que o obtido pela estimação original e menor do que um no impacto, o que indica que o choque fiscal tem efeito contracionista sobre os demais componentes da demanda agregada.

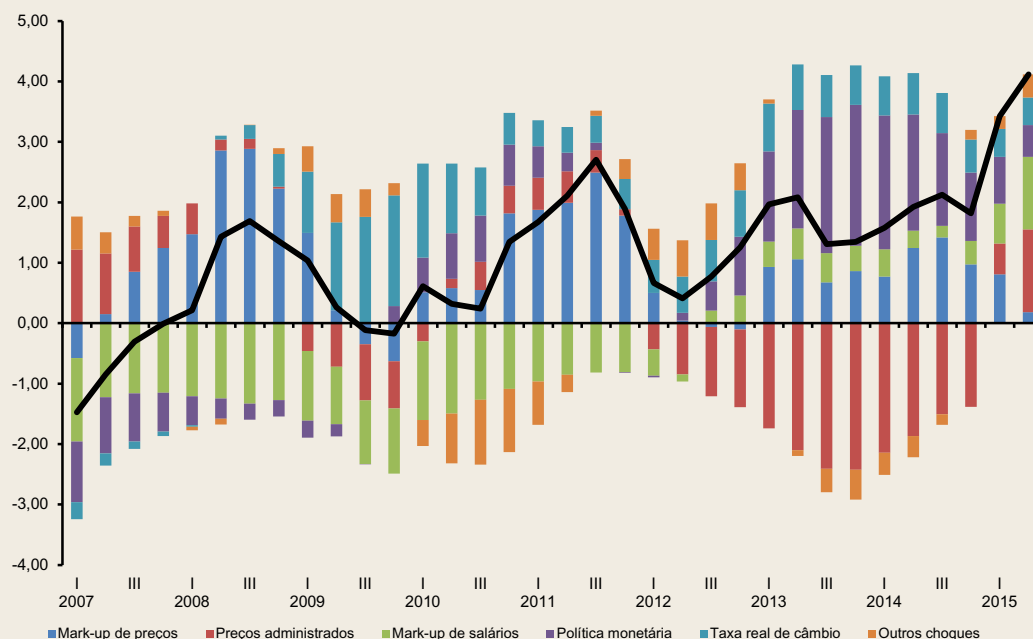
Decomposição Histórica

Uma ferramenta interessante para a análise econômica gerada a partir de modelos DSGE é a decomposição histórica de agregados macroeconômicos baseada nos choques estruturais estimados pelo modelo. Nesta seção, apresentam-se os principais choques determinantes do comportamento da inflação acumulada em doze meses e da variação do PIB acumulado em doze meses, entre o primeiro trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2015.

A decomposição da inflação em doze meses procura descrever o histórico da economia brasileira no período, de acordo com a estrutura e com choques do modelo. Destaca-se o papel do *mark-up* de salários sobre a inflação, refletindo as condições apertadas do mercado de trabalho no período mais recente. Ainda sobre o final da amostra, observam-se dois fenômenos importantes a partir de 2012: por um lado, o efeito acumulado da política monetária, que leva em conta a taxa de juros de 7,25% a.a. no início de 2013; e o realinhamento recente dos preços administrados, medido pela inversão da contribuição dos choques nos preços administrados entre o final de 2014 e o primeiro trimestre de 2015. O modelo também capta períodos em que movimentos da taxa de câmbio real tiveram efeitos sobre os preços domésticos.

Figura 1 – Decomposição histórica do IPCA

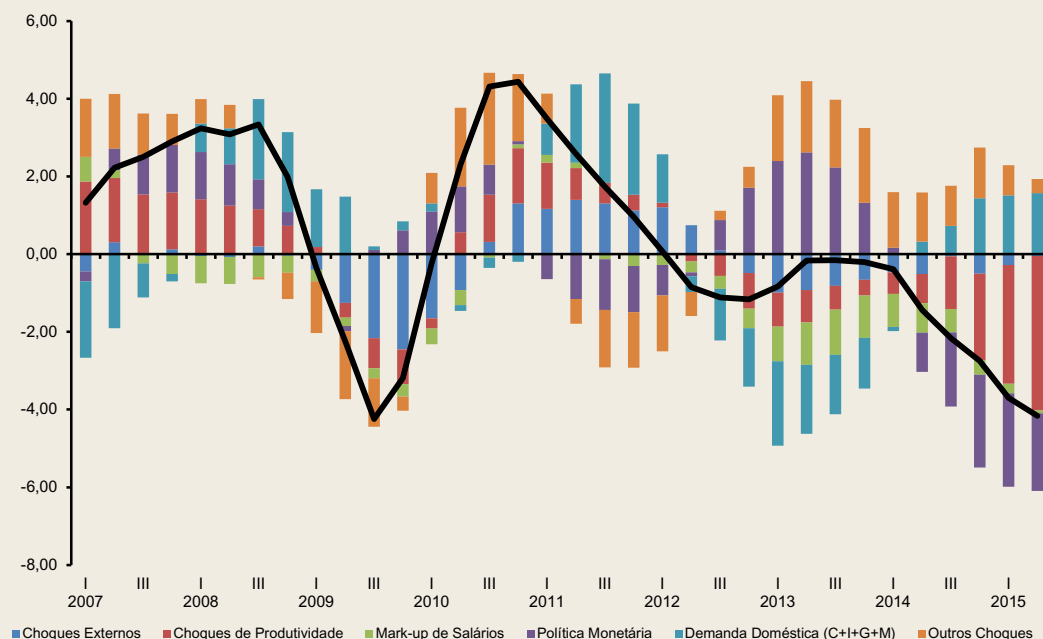
Variação em 12 meses (%)



Para a decomposição da variação do PIB acumulado em doze meses, a desaceleração recente observada na economia é capturada pelo modelo como restrições na oferta agregada, por meio de movimentos desfavoráveis na produtividade. Os choques externos tiveram papel importante para explicar a desaceleração de 2009 e início de 2010, de acordo com o esperado. O choque de produtividade passou a ter contribuição negativa para o PIB desde o início de 2012, atingindo seu máximo no período mais recente. Tal como no caso da inflação, observa-se o papel importante do *mark-up* de salários, que afeta não apenas os preços, mas também a produção doméstica. O ajuste recente das condições monetárias, iniciado em 2013, impacta o PIB desde o segundo trimestre de 2014, em razão das defasagens.

Em resumo, este box apresenta as mudanças implementadas no modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral de médio porte do Banco Central do Brasil utilizado para projeções nas reuniões do Copom. Buscando manter o nível de transparência a respeito do uso deste instrumento, o box discute aspectos da produção de cenários e projeções com o Samba, mostra como o modelo se compara com outros instrumentos de projeção disponíveis e apresenta a decomposição histórica do produto e da inflação sob a ótica dos choques estruturais do modelo.

Figura 2 – Decomposição histórica do PIB
Variação em 12 meses (%)



Referências

ALVES, S.A.L.; FASOLO, A.M. (2015). “Not Just Another Mixed Frequency”. Mimeo.

CASTRO, M.R. de; GOUVEA, S.N.; MINELLA, A.; SANTOS, R.C.; SOUZA-SOBRINHO, N. (2011). “SAMBA: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach”. BCB Working Paper Series nº 239.

DEL NEGRO, M.; SCHORFHEIDE, F. (2013). “DSGE Model-Based Forecasting”, in Handbook of Economic Forecasting, por Graham Elliott e Allan Timmermann, Elsevier, volume 2, parte A, páginas 57-140.

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

SCHMITT-GROHÉ, S.; URIBE, M. (2007). “Optimal Inflation Stabilization in a Medium-Scale Macroeconomic Model”, in Monetary Policy Under Inflation Targeting, por Klaus Schmidt-Hebbel and Rick Mishkin, Banco Central do Chile, Santiago, Chile.

YUN, T. (1996). “Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles”, Journal of Monetary Economics, 37, páginas 345-370.

Anexo

Notas da 192ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 28 e 29/7/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/7) e do 20º andar (29/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h26 (28/7) e 17h15 (29/7)

Horário de término: 19h31 (28/7) e 20h50 (29/7)

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

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon (presente somente em 28/7)

Chefes de Departamento (presentes em 28/7)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 29/7)

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

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

Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 28/7)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Maurício Costa de Moura – 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 0,79% em junho, 0,05 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 8,89% em junho (6,52% em junho de 2014), com os preços livres aumentando 7,09% (7,31% em junho de 2014), e os administrados, 15,08% (3,94% em junho de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,05% em doze meses até junho (6,94% em junho de 2014), e os de não comercializáveis, 7,98% (7,63% em junho de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentação e bebidas aumentaram 9,60% em doze meses até junho (7,50% em junho de 2014), e os dos serviços, 7,90% (9,20% em junho de 2014). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços e, no curto prazo, o processo de realinhamento dos preços administrados e choques temporários de oferta no segmento de alimentação e bebidas.
2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,59% em maio para 0,74% em junho, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 7,35% (0,59 p.p. acima da registrada em junho de 2014). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,66% em maio para 0,77% em junho; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,62 % para 0,89%; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,31% para 0,68%. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas sem suavização manteve-se em 0,62%, e o núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,75% para 0,72%. O índice de difusão situou-se em 67,8% em junho (6,4 p.p. acima do registrado em junho de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,68% em junho, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 6,22% (5,77% em junho de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 5,00% em doze meses (5,24% em junho de 2014), 6,06% no segmento de produtos agropecuários e 4,61% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 9,15% em doze meses até junho (6,55% em junho de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 6,97% (7,23% em junho de 2014), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 7,98% 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 0,31% em junho, com variação em doze meses de 6,56%. 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 maio de 2015, o IBC-Br recuou 4,75% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, avançou 0,03% em relação a abril. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 42,9 em maio para 41,0 em junho, indicando queda marcante na atividade do setor privado. Após cinco quedas consecutivas, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) da Fundação Getúlio Vargas avançou 1,5% entre junho e julho. Já os índices do Consumidor (ICC) e de Serviços (ICS) recuaram 2,3% e 2,9%, respectivamente. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em junho, crescimento de 6,7% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.

5. A atividade fabril avançou 0,6% em maio, ante o mês anterior, após recuar 1,2% em abril último, de acordo com a série livre de influências sazonais divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação de -5,3% em maio de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 8,8% em maio, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação avançou 1,6% de abril para maio de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 10,1% menor do que o registrado em maio de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, variou de 45,9 em maio para 46,5 em junho.
6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de maio com a de abril, de acordo com a série com ajuste sazonal, a de bens de consumo semi e não duráveis, ao crescer 1,2%, mostrou o maior avanço e interrompeu sete meses consecutivos de resultados negativos. O segmento de bens de capital, com acréscimo de 0,2%, também apontou taxa positiva em maio. Os setores de bens intermediários (-0,5%) e de bens de consumo duráveis (-0,1%) registraram recuo na produção. Comparando-se a produção de maio com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-26,3%), bens de consumo duráveis (-17,8%), bens de consumo semi e não duráveis (-10,4%) e bens intermediários (-4,9%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em maio foi estimada em 8,1%, com aumento de 1,1 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 6,9% em junho, com aumento de 0,2 p.p. em relação ao mês anterior e de 2,1 p.p. em relação a junho de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 111,2 mil postos de trabalho formais em junho e fechamento de 345,4 mil vagas nos primeiros seis meses do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam um processo de distensão no mercado de trabalho.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 4,5% em maio, 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 10,4% em maio, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,9% e de -1,8%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em sete dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito registrou queda de 0,5%, e a do ampliado, redução de 5,0%. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 1,0% entre junho e julho, sem sinalização de melhora da atividade do setor para os próximos meses.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 78,0% em julho e, na série dessazonalizada, 78,2%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de bens intermediários (82,3%) e as de material para construção (79,5%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (75,2%), de consumo duráveis (71,2%) e de capital (69,2%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 16,2% no período de doze meses encerrado em maio.
10. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$ 0,7 bilhão em doze meses até junho de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$208,9 bilhões e de importações de US\$208,2 bilhões, com recuo de 12,3% e de 11,5%, respectivamente, em relação ao acumulado até junho de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações

correntes acumulado em doze meses atingiu US\$93,1 bilhões em junho de 2015, equivalente a 4,4% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$81,9 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,8% 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 acomodatócias. 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* caiu para patamares em torno de US\$54 desde a reunião anterior do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e da oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 3,44%, e os preços das metálicas, 3,11%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 21,0% em doze meses até junho 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 14,8% em 2015, ante 12,7% considerados na reunião do Copom de junho. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 9,2% no preço da gasolina e de 4,6% no preço do gás de bujão; de -3,0% nas tarifas de telefonia fixa; e de 50,9% nos preços da energia elétrica. 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 5,7% em 2016, ante 5,3% considerados na reunião do Comitê de junho.
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 -41 pontos base (p.b.) e de 18 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 0,15% do PIB em 2015 e de 0,70% 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 8,39% para 9,23% e, para 2016, de 5,50% para 5,40%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,25/US\$ e da taxa Selic em 13,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação

de 2015 elevou-se 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 junho e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, a projeção de inflação mostrou estabilidade nos dois cenários, permanecendo 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 aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como 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, com possíveis episódios de maior volatilidade. No entanto, para o Comitê, 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 de renda fixa, bem como 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 reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos, e o consumo privado mostra sinais de maior moderação em linha com recentes dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, 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 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 reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias anunciadas para as variáveis fiscais. Relativamente ao resultado fiscal estrutural e a depender do ciclo econômico, 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, mesmo que com menor intensidade. Porém, as novas trajetórias para as variáveis fiscais afetaram as expectativas e os preços de ativos. Nesse sentido, o Comitê nota que alterações significativas na trajetória de geração de *superavit* primários impactam as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação e podem contribuir para criar uma percepção menos positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral e, em última instância, estimula 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 contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. 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 e, 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 implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
26. No mercado de fatores, como antecipado em Notas anteriores, o Copom observa que a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho tem arrefecido, com dados confirmando a aceleração de um processo

de distensão nesse mercado. No entanto, 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 ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.

27. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos 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, ao longo da primeira metade de 2015, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para este ano. Nesse contexto, 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, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. 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, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.
28. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.
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, Otávio Ribeiro Damaso e Sidnei Corrêa Marques.
30. O Copom reitera que a demanda agregada continuará a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a 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 a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.
31. Nesse contexto, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Os riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária, mas exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 1º de setembro 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 193ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 1º e 2/9/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (1º/9) e do 20º andar (2/9) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h21 (1º/9) e 16h49 (2/9)

Horário de término: 19h37 (1º/9) e 20h17 (2/9)

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

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon

Chefes de Departamento (presentes em 1º/9)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 2/9)

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

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

Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 1º/9)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Itamar Marins da Silva – Coordenadora do Departamento Econômico

Maurício Costa de Moura – 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 0,62% em julho, 0,17 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada

em doze meses atingiu 9,56% em julho (6,50% em julho de 2014), com os preços livres aumentando 7,67% (7,07% em julho de 2014), e os administrados, 15,97% (4,63% em julho de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,29% em doze meses até julho (7,11% em julho de 2014), e os de não comercializáveis, 8,86% (7,04% em julho de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentação e bebidas aumentaram 10,48% em doze meses até julho (7,70% em julho de 2014), e os dos serviços, 8,53% (8,45% em julho de 2014). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços e, no curto prazo, o processo de realinhamento dos preços administrados e choques temporários de oferta no segmento de alimentação e bebidas.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,74% em junho para 0,59% em julho, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 7,79% (1,12 p.p. acima da registrada em julho de 2014). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,77% em junho para 0,63% em julho; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,89% para 0,71%; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,68% para 0,41%. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas sem suavização deslocou-se de 0,62% em junho para 0,55% em julho, e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,72% para 0,67%. O índice de difusão situou-se em 65,7% em julho (6,7 p.p. acima do registrado em julho de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,58% em julho, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 7,43% (5,05% em julho de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 6,73% em doze meses (3,97% em julho de 2014), 10,24% no segmento de produtos agropecuários e 5,44% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 9,61% em doze meses até julho (6,85% em julho de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 6,76% (7,52% em julho de 2014), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 7,65% 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 0,68% em julho, com variação em doze meses de 7,62%. 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 junho de 2015, o IBC-Br recuou 1,20% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, recuou 0,58% em relação a maio. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 41,0 em junho para 40,8 em julho, registrando sua marca mais baixa desde março de 2009. Os índices de Confiança da Indústria (ICI) e do Consumidor (ICC) recuaram 1,6% e 1,7%, respectivamente, entre julho e agosto. Já o Índice de Confiança dos Serviços recuou 4,7%, registrando o mínimo histórico pela sexta vez em 2015. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em julho, crescimento de 8,1% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado recuou 1,9% no segundo trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 0,7% no primeiro trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 2,6% (retração de 1,6% no primeiro trimestre, na mesma base de comparação). Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias recuou 2,1%

ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,7% em relação ao mesmo trimestre de 2014. Por sua vez, o consumo do governo avançou 0,7% na margem e recuou 1,1% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 8,1% em relação ao trimestre anterior e 11,9% em relação ao segundo trimestre de 2014.

6. A atividade fabril recuou 1,5% em julho, ante o mês anterior, de acordo com a série livre de influências sazonais divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação de -5,3% em julho de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 8,9% em julho, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação recuou 0,2% de junho para julho de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 6,66% menor do que o registrado em julho de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, variou de 47,2 em julho para 45,8 em agosto.
7. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de julho com a de junho, de acordo com a série com ajuste sazonal, a de bens de consumo semi e não duráveis mostrou a redução mais acentuada, com recuo de 3,4%. Os setores de bens intermediários (-2,1%) e de bens de capital (-1,9%) também apresentaram recuo na produção. Já o setor de bens de consumo duráveis registrou o único resultado positivo em julho, com avanço de 9,6%. Comparando-se a produção de julho com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-27,8%), bens de consumo duráveis (-13,7%), bens de consumo semi e não duráveis (-9,2%) e bens intermediários (-5,6%).
8. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em junho foi estimada em 8,3%, com aumento de 1,5 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 7,5% em julho, com aumento de 0,6 p.p. em relação ao mês anterior e de 2,6 p.p. em relação a julho de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 157,9 mil postos de trabalho formais em julho e fechamento de 494,4 mil vagas no acumulado do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam um processo de distensão no mercado de trabalho.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 2,7% em junho, 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 3,5% em junho, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,4% e de -0,8%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em sete dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito registrou queda de 0,8%, e a do ampliado, redução de 4,8%. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 4,1% entre julho e agosto, sem sinalização de melhora da atividade do setor para os próximos meses.
10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 78,1% em agosto e, na série dessazonalizada, 77,7%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de bens intermediários (82,2%) e as de material para construção (78,7%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (74,9%), de consumo duráveis (71,5%) e de capital (66,1%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 16,7% no período de doze meses encerrado em julho.

11. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$ 3,0 bilhões em doze meses até agosto de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$199,4 bilhões e de importações de US\$196,4 bilhões, com recuo de 16,7% e de 15,7%, respectivamente, em relação ao acumulado até agosto de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$89,4 bilhões em julho de 2015, equivalente a 4,3% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$78,4 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,8% do PIB.
12. 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, apesar dos avanços em curso no debate sobre a normalização das condições monetárias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras e em níveis relativamente elevados nas emergentes.
13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* caiu para patamares em torno de US\$43 desde a reunião anterior do Copom, retornando, no entanto, a níveis próximos a 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 da oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas recuaram 0,94% e 5,18%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 19,4% em doze meses até julho de 2015.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.
15. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 15,2% em 2015, ante 14,8% considerados na reunião do Copom de julho. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 8,9% no preço da gasolina e de 15,0% no preço do gás de bujão; de -3,5% nas tarifas de telefonia fixa; e de 49,2% nos preços da energia elétrica. 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 5,7% em 2016, mesmo valor considerado na reunião do Comitê de julho.
16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -74 pontos base (p.b.) e de 10 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
17. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,15% do PIB em 2015 e de 0,70% 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.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2015 passou de 9,23% para 9,28% e, para 2016, de 5,40% para 5,51%.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,55/US\$ e da taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, houve elevação da projeção para a inflação de 2015 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 julho e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, a projeção de inflação reduziu-se no cenário de referência e encontra-se em torno da meta de 4,5% fixada pelo CMN. No cenário de mercado, a projeção para 2016 manteve-se estável e permanece acima da meta.

Implementação da política monetária

20. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.
21. À vista disso, o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar, de forma mais duradoura, a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
22. O Copom considera que, desde sua última reunião, 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, com episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes. Para o Comitê, a tendência de atividade global mostrou maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. As perspectivas continuam indicando 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, nesse contexto, de maior moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica.

23. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca evidências de novos focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa, bem como 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.
24. O Copom reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Esse processo está sendo intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência desses eventos, e o consumo privado mostra sinais de contração, em linha com recentes dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que pode ser mais intenso e mais longo que o antecipado, 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 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.
25. O Copom reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias anunciadas para as variáveis fiscais. Relativamente ao resultado fiscal estrutural e a depender do ciclo econômico, 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, mesmo que mais lentamente e com menor intensidade. Porém, a perspectiva de nova mudança de trajetória para as variáveis fiscais, implícita na proposta orçamentária para 2016, afetou as expectativas e, de forma significativa, os preços de ativos. Nesse sentido, o Comitê nota que alterações significativas na trajetória de geração de *superavit* primários impactam as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação e contribuem para criar uma percepção menos positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral e, em última instância, estimula 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.
26. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. 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 e, 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 implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

27. No mercado de fatores, como antecipado em Notas anteriores, o Copom observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho tem aumentado em ritmo mais intenso, com dados confirmando a aceleração de um processo de distensão nesse mercado. No entanto, 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 ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial permanece originando pressões inflacionárias de custos.
28. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos 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, ao longo da primeira metade de 2015, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para este ano. Nesse contexto, 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, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. 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, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.
29. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.
30. 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, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.
31. O Copom reitera que a demanda agregada continuará a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a 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, que começa a traduzir-se em melhores resultados para o setor externo. 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 a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.
32. Nesse contexto, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos. Para o Comitê, de um lado, os avanços

alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Nessa ótica, certos riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 20 de outubro 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

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Tony Volpon
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

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Tony Volpon
Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico – Depec

Eduardo José Araújo Lima
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

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

Daso Maranhão Coimbra
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais – Depin

Renato Jansson Rosek
Chefe do Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais – Gerin

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	Deutscher Aktienindex
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	Emerging Markets Bond Index Plus
ETF	Exchange-traded funds
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomércio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	Federal Reserve
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	Financial Times Securities Exchange Index
FTSE MIB	FTSE Milano Italia Borsa Index
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
GMM	Generalized Method of Moments
HP	Hodrick e Prescott
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBEX 35	Índice Bursatil Español
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de Commodities – Brasil

ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICE	Intercontinental Exchange de Nova York
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IDP	Investimentos Diretos no País
IDX	Indonesia Stock Exchange
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
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
INPC	Índice Nacional de Preços ao 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
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPN	Inflation Persistence Network
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	Japan Real estate investment trusts
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional – Série F
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEA	População Economicamente Ativa
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua

PO	População Ocupada
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PSI	Programa de Sustentação do Investimento
QE	Quantitative Easing
S&P 500	Standard and Poor's 500
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	Bombay Stock Exchange Sensitive Index
TP	Taxa de participação
TPF	Taxa de participação de cada faixa etária
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index
WTI	West Texas Intermediate